

IM01

INFORMAÇÃO MENSAL
JANEIRO 2025



ECONOMIAS E MERCADOS INTERNACIONAIS

MERCADOS FINANCEIROS
Os limites da dívida

ECONOMIA INTERNACIONAL
*Exposição da economia europeia a um
aumento de tarifas nos EUA: um olhar através
das cadeias de valor*

*O novo quadro de governação económica
da UE*

ECONOMIA ESPANHOLA
*O apetite dos estrangeiros por comprar
uma casa em Espanha após a pandemia*

*Turismo internacional de negócios desde
a pandemia*

ECONOMIA PORTUGUESA

Exportamos mais e melhor

Falemos de preços, não de inflação

INFORMAÇÃO MENSAL

Janeiro 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

Adrià Morron Salmeron

e **Nuria Bustamante**

Coordenadores da *Informação Mensal*

Data de fecho desta edição:

7 de janeiro de 2025

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 PONTOS CHAVE DO MÊS

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *Os limites da dívida*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

14 *Exposição da economia europeia a um aumento de tarifas nos EUA: um olhar através das cadeias de valor*

17 *O novo quadro de governação económica da UE*

22 ECONOMIA PORTUGUESA

24 *Exportamos mais e melhor*

27 *Falemos de preços, não de inflação*

30 ECONOMIA ESPANHOLA

32 *O apetite dos estrangeiros por comprar uma casa em Espanha após a pandemia*

34 *Turismo internacional de negócios desde a pandemia*

A percepção e a realidade

As nossas percepções da realidade contrastam muitas vezes com os grandes números macroeconómicos. Em concreto, referimo-nos ao desempenho da economia portuguesa na última década, crescendo mais do que o conjunto dos seus pares. E, pelo caminho, continuando a corrigir os problemas e desequilíbrios estruturais de que sofreu outrora e que justificaram mesmo um resgate internacional. Admitimos como hipótese central, nós e as instituições nacionais e internacionais que acompanhamos, que esta melhor performance se estenderá por 2025. E possivelmente, as percepções vão melhorar neste ano, dada a expectativa de juros mais baixos, inflação controlada perto de 2% e aumentos salariais que repõem o poder de compra.

Efetivamente, a economia portuguesa deverá crescer em torno de 2% em 2025, oscilando as principais previsões entre 2,4% (pelo Conselho de Finanças Públicas) e 1,9% (FMI, Comissão Europeia e EIU). Nós (BPI Research) admitimos que o crescimento alcançará 2,3%. Entretanto as expectativas para a economia europeia são francamente mais baixas, apontando o *consensus* da Bloomberg para um crescimento de 1% na UEM e 1,3% no conjunto dos 27 estados-membros da UE (Portugal 1,9%) no mesmo período. E o que é mais relevante, esta melhor performance da economia portuguesa verifica-se já há algum tempo. Analisando a década, desde 2015 até 2024, verifica-se que o crescimento económico médio, anual, de Portugal alcançou 2% que compara com 1,5% na UE27 e 1,2% na UEM.

A percepção um pouco menos favorável que muitas vezes transparece nas análises individuais pode ser explicada pela conjugação e dinâmicas diversas da população/emprego e atividade. De facto, esta dinâmica muito positiva da economia, que se acentuou nos anos depois da pandemia, está também ligada ao aumento da população. Mais pessoas a consumir (e a trabalhar) traduz-se em mais atividade. E este tem sido sem dúvida um fator notório ao longo da última década, relacionado com a entrada de imigração que mais que compensou o saldo natural negativo (mas a este tema dedicaremos um próximo artigo). Regressando ao tema das percepções versus realidade, a percepção um pouco mais negativa parece-nos que poderá ser explicada, pelo menos em grande parte, pelo facto do consumo privado por habitante ou por agregado familiar, em termos constantes (ou seja, excluindo a inflação) ter registado um comportamento mais adverso que o PIB. Em concreto, em 2023 o consumo real, excluindo bens duradouros, por família estava praticamente em linha com os níveis de 2019 (+0,4%), o que ajuda a explicar a aparente discrepância que se observa entre os indicadores económicos e as percepções de muitas famílias quanto ao andamento da atividade e a sua situação.

Esta percepção diferente poderá mudar em 2025, uma vez que a dinâmica que impulsionará o crescimento económico deverá fazer-se sentir de forma mais evidente nos bolsos dos portugueses. Por um lado, o seu poder de compra deverá consolidar a recuperação. Prevê-se que a inflação estabilize em cerca de 2% este ano, enquanto os salários deverão registar um crescimento ligeiramente superior. Concretamente, o rendimento disponível bruto por agregado familiar poderá crescer cerca de 2%-3% em termos reais este ano, perspetiva que se poderá revelar conservadora.

Para tal contribuirá também a descida das taxas de juro. A Euribor a 12 meses começou 2025 nos 2,5%, mais de um ponto percentual abaixo do valor registado há um ano. Além disso, prevê-se que continue a descer nos próximos meses, uma vez que o Banco Central Europeu deverá continuar a reduzir as taxas de juro. Para a economia portuguesa, este é um importante ponto de apoio. Este facto, juntamente com uma situação financeira globalmente sólida, com níveis de endividamento relativamente baixos, tanto para as empresas como para as famílias, deverá permitir que o consumo privado e o investimento cresçam cerca de 3% este ano. Assim, 2025 poderá ser o ano em que as percepções das famílias se alinham com os grandes números macroeconómicos.

Mas o cinzento pessimista também está presente na paleta de cores com que se pinta 2025. Os principais desafios vêm do exterior. As exportações de bens e serviços, após anos de elevado crescimento, já estão 14,9% acima dos níveis pré-pandémicos em termos reais e espera-se que normalizem o seu ritmo de crescimento. No entanto, este abrandamento poderá ser mais acentuado do que o previsto se a nova administração Trump cumprir finalmente a sua promessa eleitoral e aumentar os direitos aduaneiros em todos os sectores. Se tal acontecer, não é de excluir uma guerra comercial global e ninguém sairá a ganhar com isso. Esperemos que, no final, as piores previsões não se concretizem. A isto acresce a difícil situação económica das economias da EU, especialmente França e Alemanha, ainda que para Portugal este risco seja parcialmente compensado pela boa forma da economia espanhola, maior parceiro comercial. No plano interno, um dos principais desafios reside certamente no sector imobiliário, onde a falta de habitação está a provocar um aumento dos preços da habitação superior ao previsto, dificultando o acesso dos mais jovens e dos grupos mais vulneráveis. A descida das taxas de juro amortecerá a pressão este ano, mas esperamos que, mais cedo ou mais tarde, o investimento na habitação seja mobilizado e outras alterações regulamentares ocorram de forma a que a pressão sobre os preços seja reduzida, promovendo um crescimento económico dinâmico e socialmente sustentável.

Paula Carvalho
Oriol Aspachs

Cronologia

DEZEMBRO 2024

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

OUTUBRO 2024

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

AGOSTO 2024

- 1-5 Forte turbulência nos mercados financeiros, em resultado da decisão do Banco do Japão e de dados sobre o emprego nos EUA em julho piores do que o previsto.
- 12 A OPEP revê ligeiramente em baixa a procura de petróleo em 2024 e 2025, principalmente devido ao abrandamento do consumo na China.
- 23 A Fed começará a reduzir as taxas de juro em setembro, conforme declarou Powell em Jackson Hole.

NOVEMBRO 2024

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

SETEMBRO 2024

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

JULHO 2024

- 26 Início dos Jogos Olímpicos em Paris.
- 31 O Banco do Japão aumenta, inesperadamente, a sua taxa de juro de referência para 0,25% (do anterior intervalo 0,0%-0,1%), o valor mais elevado desde finais de 2008.

Agenda

JANEIRO 2025

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

FEVEREIRO 2025

- 2 Zona Euro: estimativa rápida do IPC (janeiro).
- 4 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (janeiro).
- 5 Portugal: emprego e desemprego (4T).
- 7 Espanha: produção industrial (dezembro).
- 10 Portugal: comércio internacional (dezembro).
- 14 Portugal: salário médio mensal bruto por trabalhador (4T).
- 16 Japão: PIB (4T).
- 17 Espanha: comércio externo (dezembro).
- 18 Portugal: índice de preços na produção industrial (janeiro).
- 24 Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (dezembro).
- 27 Espanha: estimativa rápida do IPC (fevereiro).
Zona Euro: índice de sentimento económico (janeiro).
- 28 Espanha: balança de pagamentos (dezembro).
Portugal: distribuição do PIB (4T).
Portugal: estimativa rápida do IPC (fevereiro).

Volatilidade em tempos de incerteza

Enquanto se aguarda a publicação dos dados de crescimento para o 4T 2024, com pouca informação económica nova publicada nas últimas semanas e com os mercados financeiros a manterem a inércia do final do ano passado, todas as atenções continuam centradas nos efeitos sobre a economia global do regresso de Donald Trump à presidência dos EUA. O potencial disruptivo que poderá advir de uma combinação desequilibrada de algumas das medidas em cima da mesa (tarifas, restrições à oferta de trabalho, expansão fiscal desordenada), aliado a um ambiente geopolítico muito mais complexo do que há quatro anos, constituem o maior desafio às previsões económicas e financeiras desde há muito tempo.

No entanto, existem também fatores atenuantes para cenários mais arriscados no curto prazo, como a manutenção da robustez da atividade norte-americana, os efeitos positivos das políticas de desregulamentação sobre a inovação, os equilíbrios tradicionais do sistema político norte-americano (a maioria republicana na Câmara dos Representantes não deixa de ser pequena), o perfil de algumas das principais nomeações da nova administração, como o Secretário do Tesouro, a capacidade de resposta da Fed a um eventual aumento inesperado dos desequilíbrios macroeconómicos ou o papel de contrapeso que os mercados obrigacionistas podem desempenhar.

Para já, o veredito dos mercados é que o crescimento nominal a curto prazo continuará a ser muito dinâmico. Mas, dada a posição cíclica da economia americana, a fraqueza está do lado da inflação, o que se traduz em taxas de juro mais elevadas a curto e a longo prazo (o rendimento da obrigação a 10 anos aumentou mais de 100 pontos de base desde outubro), na alteração das expectativas em relação aos próximos passos da Fed (atualmente, apenas uma nova redução das taxas de juro está totalmente descontada) e numa apreciação do dólar (7% na taxa de câmbio efetiva) que anularia parte dos potenciais efeitos positivos dos direitos aduaneiros sobre a balança comercial.

Mas apesar de todo o ruído gerado pela política de comunicação da nova administração, os investidores parecem confiantes de que o programa de política económica (Maganomics) será implementado de forma razoavelmente ordenada, sem um agravamento da situação fiscal, com o crescimento e o emprego como principais prioridades, enquanto a Fed permanecerá atenta a qualquer impacto nas expectativas de inflação. Conscientes de que os trade-offs para atingir todos estes objetivos podem ser muito instáveis, especialmente tendo em conta as valorizações

exigentes de alguns ativos financeiros. Pela positiva, não teremos de esperar muito para dissipar muitas das dúvidas que porão à prova a solidez da maioria das projeções económicas, já ameaçadas pela alteração dos padrões e paradigmas das últimas décadas, num contexto em contínuo processo de mudança.

Assim, quer se assista ou não a uma mudança de paradigma com a chegada de Trump ao poder, 2025 será um ano em que se aprofundará a reordenação do processo de globalização em que a economia internacional tem estado imersa nos últimos anos. Com o protecionismo e a política industrial a ganharem protagonismo sob o manto desse novo conceito chamado autonomia estratégica aberta. Um ano em que, mais uma vez, será decisiva a capacidade de questionar, a qualquer momento, os pressupostos subjacentes às projeções económicas e, por conseguinte, a capacidade de adaptação às mudanças no ambiente e a flexibilidade na tomada de decisões de investimento. Um ano de mudança, de transição entre um mundo que ainda não morreu (globalização, multilateralismo, democracias liberais) e outro que ainda não nasceu e que ninguém sabe como será. A esperança é que, no final de 2025, fiquemos com a mesma sensação que tivemos em 2023 e 2024, quando a realidade era muito melhor do que os cenários centrais de previsão no início do ano. Isto requer confiança na resiliência demonstrada pelo ciclo de atividade desde a pandemia, bem como confiança de que a transacionalidade nas relações económicas e comerciais vencerá a ideologia. Entretanto, o conselho é apertar os cintos de segurança para navegar com segurança na volatilidade em tempos de incerteza.

José Ramón Díez

Final de período, exceto quando é especificado o contrário

Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
TAXAS DE JURO							
Dólar							
Fed funds (limite superior)	3,18	0,77	0,25	4,25	5,25	4,25	3,00
SOFR 3 meses	3,62	0,99	0,21	4,74	5,37	4,37	3,07
SOFR 12 meses	3,86	1,42	0,52	5,48	4,95	4,19	3,10
Dívida pública 2 anos	3,70	0,99	0,67	4,30	4,46	4,24	3,35
Dívida pública 10 anos	4,69	2,44	1,46	3,62	4,01	4,40	3,80
Euro							
Depo BCE	2,05	0,15	-0,50	1,77	4,00	3,00	2,00
Refi BCE	3,05	0,69	0,00	2,27	4,50	3,15	2,15
€STR	-	-0,55	-0,58	1,57	3,90	3,06	2,01
Euribor 1 mês	3,18	0,42	-0,60	1,72	3,86	2,89	2,04
Euribor 3 meses	3,24	0,57	-0,58	2,06	3,94	2,83	2,06
Euribor 6 meses	3,29	0,70	-0,55	2,56	3,93	2,63	2,12
Euribor 12 meses	3,40	0,86	-0,50	3,02	3,68	2,44	2,18
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,27	-0,69	2,37	2,55	2,02	2,05
Dívida pública 10 anos	4,30	1,38	-0,31	2,13	2,11	2,22	2,00
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	1,53	-0,45	2,66	2,77	2,26	2,32
Dívida pública 5 anos	3,91	2,01	-0,25	2,73	2,75	2,48	2,41
Dívida pública 10 anos	4,42	2,96	0,42	3,18	3,09	2,90	2,80
Prémio de risco	11	158	73	105	98	68	80
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	3,05	-0,64	2,45	2,33	2,03	2,53
Dívida pública 5 anos	3,96	3,63	-0,35	2,53	2,42	2,15	2,56
Dívida pública 10 anos	4,49	4,35	0,34	3,10	2,74	2,68	2,75
Prémio de risco	19	297	65	97	63	46	75
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,13	1,06	1,09	1,05	1,00
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,85	0,87	0,86	0,83	0,86
EUR/JPY (yenes por euro)	129,56	126,06	128,82	142,85	156,99	161,20	156,00
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	77,3	74,8	81,3	77,3	73,1	73,5
Brent (euros/barril)	36,4	60,6	66,2	76,8	70,9	69,9	73,5

Previsões

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

Economia internacional

	Média 2000-2007	Média 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
CRESCIMENTO DO PIB							
Mundial	4,4	2,9	6,5	3,5	3,3	3,1	3,3
Países desenvolvidos	2,7	1,0	5,7	2,6	1,7	1,7	1,8
Estados Unidos	2,7	1,5	6,1	2,5	2,9	2,6	1,9
Zona Euro	2,3	0,3	6,3	3,6	0,5	0,7	1,3
Alemanha	1,6	0,8	3,6	1,4	-0,1	0,0	0,7
França	2,3	0,3	6,8	2,6	1,1	1,1	1,2
Itália	1,5	-1,0	8,8	4,8	0,8	0,5	1,0
Portugal	1,5	-0,2	5,6	7,0	2,5	1,7	2,3
Espanha	3,6	-0,2	6,7	6,2	2,7	2,8	2,3
Japão	1,4	0,1	2,6	0,9	1,9	0,8	1,0
Reino Unido	2,7	0,3	8,7	4,3	0,1	1,1	1,0
Países emergentes e em desenvolvimento	6,4	4,4	7,0	4,1	4,4	4,2	4,2
China	10,6	7,5	8,5	3,0	5,3	4,6	4,0
Índia	7,2	5,7	10,3	6,7	7,7	6,6	6,8
Brasil	3,6	1,2	4,8	3,0	2,9	2,5	1,8
México	2,3	0,7	6,1	3,7	3,2	2,1	2,1
Rússia	-	1,0	5,9	-1,3	3,7	3,1	1,3
Turquia	5,5	4,3	11,4	5,5	5,1	3,4	3,5
Polónia	4,2	3,2	6,9	5,9	0,1	2,8	3,6
INFLAÇÃO							
Mundial	4,2	3,7	4,7	8,7	6,8	5,7	4,3
Países desenvolvidos	2,1	1,5	3,1	7,3	4,6	2,7	2,1
Estados Unidos	2,8	1,7	4,7	8,0	4,1	2,9	2,0
Zona Euro	2,2	1,3	2,6	8,4	5,4	2,4	2,2
Alemanha	1,7	1,4	3,2	8,7	6,0	2,5	2,2
França	1,9	1,3	2,1	5,9	5,7	2,3	2,0
Itália	2,4	1,3	1,9	8,7	5,9	1,1	2,0
Portugal	3,1	1,0	1,3	7,8	4,3	2,4	2,1
Espanha	3,2	1,2	3,1	8,4	3,5	2,8	2,5
Japão	-0,3	0,4	-0,2	2,5	3,3	2,0	1,5
Reino Unido	1,6	2,2	2,6	9,1	7,3	2,6	2,3
Países emergentes e em desenvolvimento	6,7	5,5	5,9	9,8	8,3	7,9	5,7
China	1,7	2,6	0,9	2,0	0,2	0,4	1,4
Índia	4,6	7,2	5,1	6,7	5,7	4,8	4,6
Brasil	7,3	5,5	8,3	9,3	4,6	4,3	3,7
México	5,2	4,1	5,7	7,9	5,5	4,5	3,9
Rússia	14,2	7,5	6,7	13,8	5,9	6,6	4,5
Turquia	22,6	9,8	19,6	72,3	53,9	52,6	29,0
Polónia	3,5	2,1	5,2	13,2	10,8	4,1	4,6

Previsões

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

Economia portuguesa

	Média 2000-2007	Média 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	1,7	-0,1	4,9	5,6	2,0	2,2	1,7
Consumo das Adm. Públicas	2,2	-0,2	3,8	1,7	0,6	1,0	0,8
Formação bruta de capital fixo	-0,4	-0,8	7,8	3,3	3,6	1,3	5,7
Bens de equipamento	3,4	2,3	16,0	7,2	5,7	-	-
Construção	-1,3	-2,2	6,6	0,9	1,3	-	-
Procura interna (contr. Δ PIB)	1,3	-0,4	6,0	5,0	1,7	1,8	2,3
Exportação de bens e serviços	5,3	2,3	12,0	17,2	3,5	4,2	5,0
Importação de bens e serviços	3,6	1,6	12,3	11,3	1,7	4,6	5,0
Produto interno bruto	1,5	-0,2	5,6	7,0	2,5	1,7	2,3
Outras variáveis							
Emprego	0,4	-0,6	2,2	3,3	2,3	0,9	1,3
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,1	11,1	6,7	6,1	6,5	6,5	6,4
Índice de preços no consumidor	3,1	1,0	1,3	7,8	4,3	2,4	2,1
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-9,2	-2,7	-0,8	-1,2	1,4	1,2	1,4
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-7,7	-1,5	1,0	-0,2	2,7	2,8	3,1
Saldo público (% PIB)	-4,5	-5,2	-2,8	-0,3	1,2	0,5	0,3

Previsões

Economia espanhola

	Média 2000-2007	Média 2008-2020	2021	2022	2023	2024	2025
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	3,7	-0,9	7,2	4,9	1,7	2,5	2,5
Consumo das Adm. Públicas	4,5	1,1	3,6	0,6	5,2	3,6	1,6
Formação bruta de capital fixo	5,7	-1,8	2,6	3,3	2,1	2,7	3,4
Bens de equipamento	4,9	-0,9	3,3	2,9	1,1	1,8	4,3
Construção	5,7	-3,0	0,5	2,2	3,0	3,5	3,0
Procura interna (contr. Δ PIB)	4,4	-0,9	6,9	3,9	1,7	2,4	2,4
Exportação de bens e serviços	4,7	1,1	13,4	14,3	2,8	3,0	2,3
Importação de bens e serviços	7,0	-1,0	15,0	7,7	0,3	1,9	2,8
Produto interno bruto	3,6	-0,2	6,7	6,2	2,7	2,8	2,3
Outras variáveis							
Emprego	3,2	-1,0	7,3	4,1	3,2	2,3	2,1
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	10,5	19,2	14,9	13,0	12,2	11,6	11,2
Índice de preços no consumidor	3,2	1,2	3,1	8,4	3,5	2,8	2,5
Custos de trabalho unitários	3,1	1,2	1,2	1,9	6,1	4,5	3,3
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-5,8	-0,2	0,8	0,4	2,7	3,1	3,1
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-5,1	0,3	1,6	1,1	3,6	4,1	4,1
Saldo público (% PIB) ¹	0,3	-6,8	-6,7	-4,6	-3,5	-3,0	-2,6

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

Previsões

A Fed e as incertezas quanto ao crescimento global influenciam os mercados financeiros no final do ano

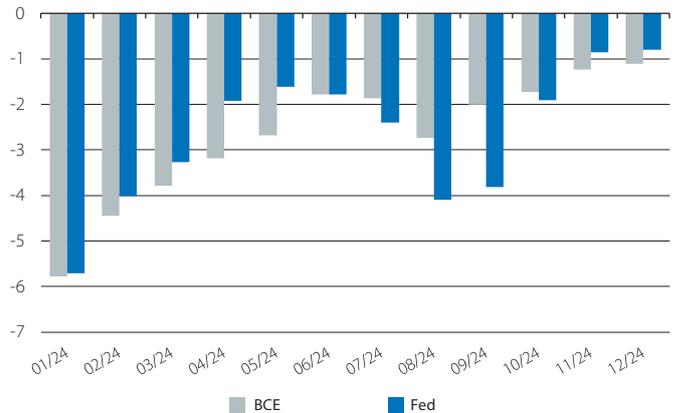
Os protagonistas de 2024 definem o rumo para 2025. O ano de 2024 foi o ano do início da flexibilização monetária. Muito do movimento nos ativos financeiros girou em torno do ajustamento das expectativas de política monetária dos investidores, com alguns episódios de alterações abruptas nas expectativas do mercado, à medida que os bancos centrais se ajustavam na sequência do fluxo de dados macroeconómicos. O outro acontecimento principal foi a vitória de Donald Trump, com os investidores a reagirem com expectativas de inflação mais elevada e algumas dúvidas sobre o crescimento económico global. Os mercados financeiros registaram outros marcos notáveis: o Banco do Japão encerrou a era das taxas negativas, as tensões geopolíticas no Médio Oriente aumentaram, as expectativas quanto aos benefícios da inteligência artificial (IA) impulsionaram o domínio das empresas tecnológicas nos mercados bolsistas, o S&P 500 registou dois anos consecutivos de ganhos acima dos 20% (pela primeira vez em mais de 25 anos), a bitcoin atingiu os 100.000 dólares e os ativos financeiros franceses sofreram uma revalorização (o prémio de risco francês quase duplicou e consolidou-se em níveis superiores ao espanhol). Em termos gerais, o ano de 2024 encerrou com uma nota positiva nas bolsas, com o dólar a ser a moeda mais forte, mas com uma recuperação significativa das taxas soberanas, perante a perspetiva de uma inflação mais elevada nos EUA, as incertezas em torno do futuro geopolítico global e a incerteza quanto à continuação da flexibilização da política monetária.

O BCE e a Fed convergem na direção, divergem na velocidade. O BCE e a Fed baixaram as taxas de juro em 25 p.b. em dezembro, deixando a *Depo* em 3,00% e os *fed funds* no intervalo 4,25%-4,50%. Nos dois casos, 100 p.b. abaixo dos picos atingidos em 2023. O tom do BCE apontava para uma nova flexibilização nos próximos meses, sustentada por uma maior confiança na eventual descida da inflação para o objetivo de 2% até 2025 e pela expectativa de uma reativação mais lenta da atividade. Por conseguinte, os mercados estão a prever uma nova descida de 25 p.b. em janeiro e apontam para novos cortes na primeira metade do ano, deixando a *Depo* entre 1,75% e 2,00% no 2S 2025. Em contraste, o discurso da Fed foi muito mais cauteloso, baseado em expectativas de inflação mais elevadas para os próximos dois anos e em menores riscos de arrefecimento do mercado de trabalho. No *dot plot*, os membros do FOMC projetaram apenas dois cortes em 2025, contra quatro na atualização de setembro. Desta forma, os mercados financeiros descontam totalmente um único corte até meados de 2025 (*fed funds* no intervalo 4,00%-4,25%), com uma probabilidade ligeiramente superior a 50% de um segundo corte até ao final do ano.

Forte recuperação das taxas de rendibilidade soberanas. Os mercados de dívida soberana fizeram uma leitura «hawkish», da mensagem da Fed e as taxas de juro dos *treasuries* recuperaram mais de 15 p. b. nos índices de referência de médio e longo prazo desde a reunião até ao final do mês. Não obstante a Fed ter redu-

Expetativas implícitas de cortes nas taxas de juro até dezembro de 2024

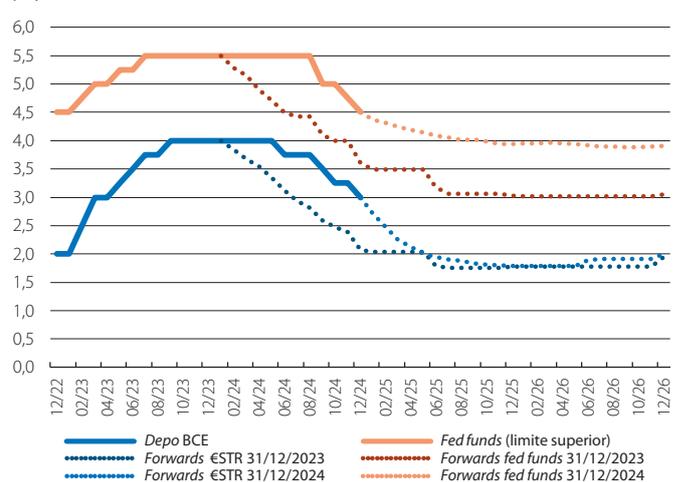
Número



Notas: Implícito nas curvas forwards de EFR e €STR. O número refere-se à média mensal. Cada corte corresponde a 25 p. b.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Expetativas de taxas de juro

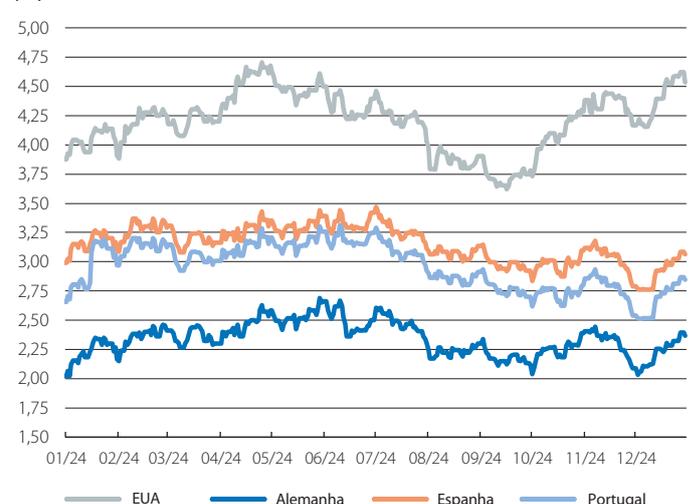
(%)



Nota: Forwards sobre a EFR e a taxa €STR da Zona Euro a partir das curvas de rendimento do mercado.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Reserva Federal, do BCE e da Bloomberg.

Taxas de juro soberanas a 10 anos

(%)



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

zido as taxas em 100 p.b., a expectativa de uma inflação mais elevada, associada a uma flexibilização monetária mais cautelosa no futuro, fez subir as *yields* soberanas. De facto, os rendimentos dos *treasuries* na parte longa da curva comportaram-se de forma totalmente oposta aos dos *fed funds*, subindo mais de 90 p.b. desde o início dos cortes. Do outro lado do Atlântico, enquanto a mensagem do BCE foi *dovish*, as taxas soberanas foram influenciadas pelas suas congéneres americanas e recuperaram 30 p.b. em dezembro, com os prémios de risco periféricos a permanecerem relativamente estáveis.

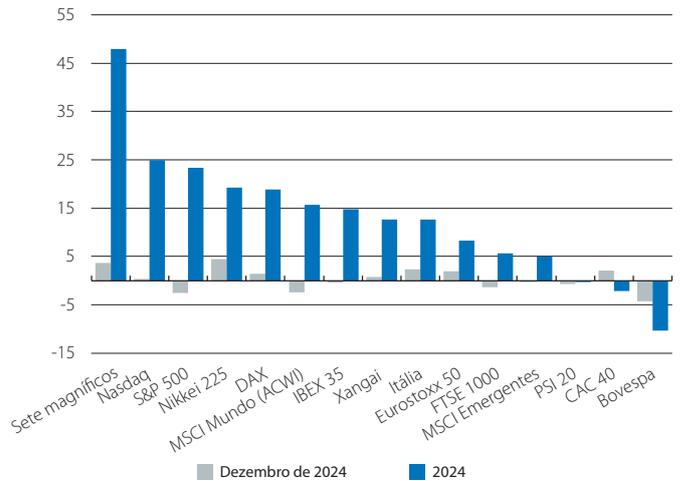
O ano foi positivo, mas o desempenho do mercado bolsista em dezembro foi misto. Em geral, o ano de 2024 foi positivo para os mercados bolsistas mundiais. O índice mundial MSCI ACWI acumulou ganhos de 15% (após +20% em 2023) e, salvo alguns casos excepcionais, a maioria dos principais índices bolsistas fechou o ano em alta. Os Sete Magníficos (Apple, Amazon, Alphabet, Meta, Microsoft, Nvidia e Tesla) destacaram-se com ganhos acumulados de quase 50% em 2024, impulsionados pelas expectativas de IA, tal como a bolsa japonesa (+19%), beneficiando de taxas de juro ainda próximas de 0% e de uma moeda enfraquecida. Contudo, o rali de 2024, com um estímulo em novembro após a vitória de Trump, perdeu força depois de a Fed ter arrefecido as expectativas de cortes de taxas na reunião de dezembro e, com exceção dos gigantes da tecnologia, as rendas variáveis registaram um último mês de ligeiras perdas nos EUA e em alguns países da Zona Euro. Em relação a 2025, a incerteza quanto aos efeitos das políticas económicas de Trump e à trajetória da política monetária pesou no sentimento dos investidores no final do ano. Em dezembro, a maior queda e volatilidade foi registada no Brasil (Bovespa caiu 4% e 10% no ano), onde a deterioração das perspetivas orçamentais levou a uma perda significativa da confiança dos investidores.

O dólar fortalece-se. A valorização do dólar continuou, com ganhos de mais de 2%, face a um cabaz de divisas (+5% desde a vitória de Trump e +7% no conjunto de 2024) e atingiu o seu nível mais elevado desde 2022. Em relação ao euro, o dólar fortaleceu-se em 2% em dezembro, atingindo mesmo \$1,03 (um mínimo de dois anos). Face ao iene, a valorização foi ainda maior (+11,5% em 2024 e +5% em dezembro), devido ao grande diferencial de taxas de juro e à relutância do Banco do Japão em voltar a aumentar as taxas (manteve-se em 0,25% em dezembro). A moeda com pior desempenho nos mercados emergentes foi o real brasileiro, que caiu mais de 20% em relação ao dólar no conjunto do ano, num contexto de turbulência fiscal.

Relativa estabilidade dos preços do petróleo e relativa volatilidade dos preços do gás. O petróleo Brent foi transacionado em dezembro numa faixa estreita entre 72 e 74 dólares, num mercado marcado por uma oferta relativamente abundante e pela expectativa de uma procura afetada pela fraqueza das economias chinesa e europeia. A cotação do Brent terminou 2024 quatro dólares abaixo do início do ano e longe dos 90 dólares registados no auge da tensão no Médio Oriente. Por sua vez, os preços do gás natural TTF sofreram avanços e recuos no mês passado, fechando finalmente em quase 50 euros/MWh (contra um preço médio de 35 euros/MWh no conjunto de 2024), condicionados pelo fim do acordo que permitia o escoamento do gás russo através de um gasoduto que atravessa a Ucrânia.

Principais índices bolsistas

Varição no período (%)

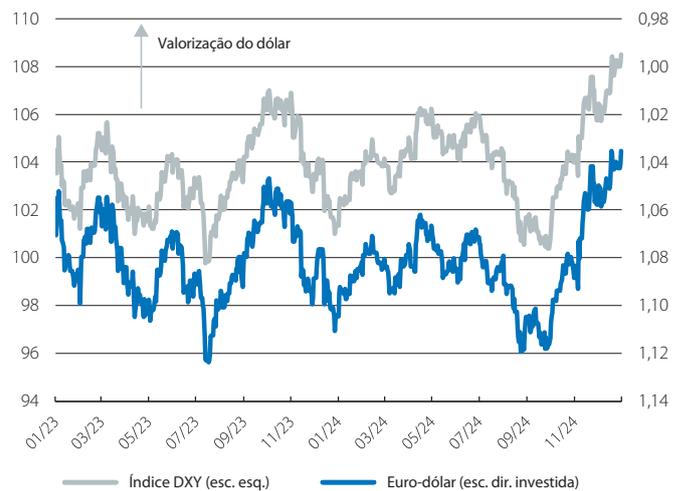


Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Evolução do dólar

Índice

Dólares por euro

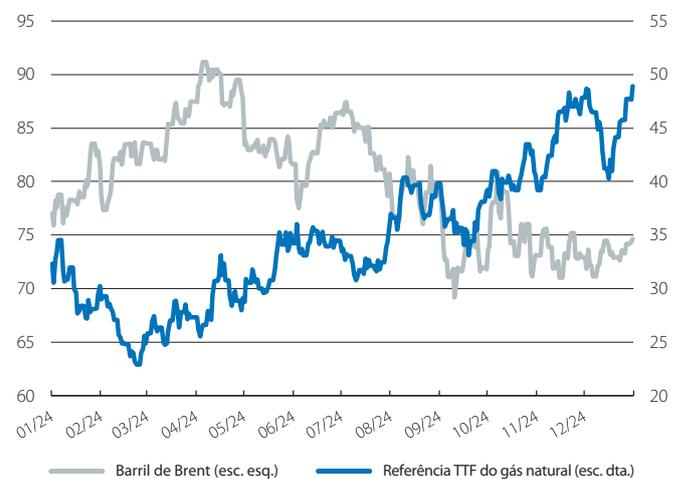


Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Preços da energia: petróleo e gás

(Dólar/barril)

(Euro/MWh)



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

Os limites da dívida

Agora que a normalização pós-pandémica se instalou e que nos aproximamos do fim da crise inflacionista, as preocupações com os níveis de dívida pública (ver o primeiro gráfico) estão a ressurgir, assim como os apelos a um reajustamento da dívida pública e à reconstituição dos *buffers* para dar à política orçamental margem de manobra quando necessário.

No entanto, a recuperação do espaço orçamental enfrenta obstáculos significativos na atual conjuntura. Por um lado, e para além da distensão cíclica da política monetária, prevê-se que a médio prazo as taxas de juro flutuem em torno de níveis algo mais altos que os antecipados há alguns anos,¹ elevando o custo médio da dívida pública. Por outro lado, o potencial de crescimento económico a médio prazo está rodeado de incertezas, desde a questão da inteligência artificial e os seus efeitos sobre a produtividade agregada até às consequências de um mundo menos globalizado e/ou mais fragmentado em áreas económicas. Além disso, o envelhecimento da população, a geopolítica (com as necessidades associadas às despesas de defesa) e os investimentos para a transição energética e a adaptação às alterações climáticas exercerão uma pressão crescente sobre as contas públicas. Soma-se a isso a inércia da despesa pública por razões de «economia política».

Todos estes ingredientes podem aplicar-se sobre os quatro grandes fatores que delimitam a evolução da dívida pública: o nível de dívida inicial, os pagamentos de juros, o saldo público primário² e o crescimento do PIB. Por conseguinte, podemos observar a amplitude ou a estreiteza do caminho para a reconstituição dos *buffers* orçamentais em diferentes cenários económicos. Fá-lo-emos com um exercício simples sobre a sensibilidade da dinâmica da dívida.^{3,4}

Primeiramente, tendo em conta a relativa moderação do crescimento do PIB nominal nas últimas previsões do FMI e o aumento suave mas progressivo das taxas de juro da dívida antecipado pelos mercados financeiros, na primeira tabela mostramos o saldo primário mínimo que, se sustentado ao longo de 10 anos, permite atingir diferentes

1. Por exemplo, no final de 2019 os *forwards* do mercado para 2030 apontavam para uma taxa soberana espanhola a 10 anos de cerca de 2%, enquanto agora a situam perto de 4%. Este aumento é generalizado entre as principais economias e reflete uma mudança na visão do nível estrutural em que as taxas de juro de longo prazo devem assentar. Veja-se, por exemplo, Schnabel, I. (2024), *R(ising) star?*, discurso na *ECB and its Watchers XXIV Conference*.

2. Trata-se do saldo orçamental (total das receitas fiscais menos total das despesas públicas) sem os pagamentos de juros líquidos.

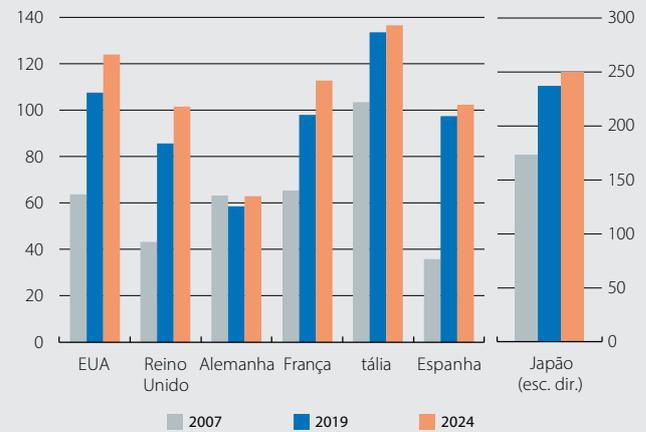
3. A evolução do rácio da dívida em relação ao PIB, d_t , é dada por:

$$d_{t+1} = d_t + \frac{i_{t+1} - g_{t+1}}{1 + g_{t+1}} d_t - b_{t+1}$$

onde i é a taxa de juro nominal média da dívida, g é o crescimento do PIB nominal e b é o saldo público primário.

Dívida pública

(% do PIB)



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

Saldo público primário:¹ dados e cenários com perspectiva de 10 anos

(% do PIB)

	2019 - dados	2024 - previsão da Comissão Europeia	Permite um rácio de dívida... ²		
			Estável a níveis de 2024	De volta aos níveis de 2019	Reduz a metade a distância até aos 60% ³
EUA	-2,7	-3,0	0,2	1,8	3,2
Japão	-1,6	-4,7	-4,3	-2,9	-0,2
Reino Unido	-0,1	-2,2	-0,1	1,5	2,8
Alemanha	2,1	-1,1	-0,4	0,1	-0,2
França	-0,9	-4,1	0,3	1,7	2,9
Itália	1,9	0,1	1,8	2,1	5,4
Espanha	-0,8	-0,5	-0,7	-0,2	1,5

Notas: 1. O saldo primário exclui pagamentos de juros; o valor positivo/negativo indica um excedente/défi ce. 2. A projeção pressupõe um PIB nominal baseado nas previsões do FMI e taxas de juro conforme os *forwards* do mercado (com refinanciamento anual de uma percentagem da dívida dada pelo prazo médio). 3. Para os EUA, Japão e Reino Unido, a referência é o nível de dívida de 2007.

Fonte: BPI Research, cálculos próprios a partir de dados e previsões da Bloomberg, da Comissão Europeia e do FMI (World Economic Outlook, outubro de 2024).

níveis de dívida.⁵ Tal sugere que, em relação a 2024, é necessário algum ajustamento orçamental para estabilizar a dívida ou corrigi-la suavemente nas principais economias, embora o esforço seja moderado (saldos semelhantes aos de 2019) na maioria dos casos. No entanto, uma recuperação mais substancial da margem de man-

4. O exercício não tem em conta a retroalimentação entre o saldo orçamental, o PIB e as taxas de juro. Mas, na realidade, se uma economia estabelecer uma trajetória de, por exemplo, saldo orçamental, isso afetará as suas trajetórias de PIB e taxas de juro.

5. Para cada país, simulamos o rácio da dívida entre 2025 e 2034 a partir da equação da nota 3. As previsões de crescimento do PIB nominal (g) provêm do World Economic Outlook do FMI de outubro de 2024 (assumimos que o ritmo de crescimento de 2029, último ano disponível, se mantém em 2030-2034). A taxa de juro da dívida evolui à medida que os refinanciamentos são atualizados com a taxa soberana média projetada pelos *forwards* de mercado no final de novembro de 2024.

bra orçamental exigiria um esforço orçamental significativo, claramente superior ao registado em 2015-2019.

Na mesma linha, se assumirmos que o saldo primário e o PIB nominal evoluem conforme as últimas previsões do FMI, a segunda tabela mostra-nos o limiar do custo médio a partir do qual as dinâmicas da dívida se desestabilizariam. Este exercício mostra que o FMI mantém uma perspetiva positiva para as contas públicas em Espanha e na Alemanha, uma vez que a trajetória orçamental prevista pelo FMI permite uma redução da dívida, mesmo que as taxas de juro acabem por ser superiores às expectativas do mercado. A perspetiva do FMI para o resto das principais economias avançadas é, no entanto, menos favorável, especialmente nos casos da França e dos EUA, onde as trajetórias orçamentais previstas pelo FMI só permitiriam a estabilização da dívida se as taxas de juro acabassem por ser muito mais baixas do que o previsto pelos mercados.

Por último, a terceira tabela mostra o crescimento mínimo do PIB nominal para evitar um desequilíbrio nas dinâmicas da dívida, caso se cumpram os percursos de saldo orçamental primário previstos pelo FMI e a evolução das taxas de juro projetadas pelos mercados financeiros. Tal como no segundo quadro, este exercício reflete a perspetiva positiva do FMI para a Espanha e Alemanha, enquanto, mais uma vez, as trajetórias orçamentais dos EUA e da França exigiriam uma aceleração acentuada do PIB nominal para manter a dívida estável.

Estes três exercícios também realçam as particularidades do Japão. Ao contrário das outras grandes economias, a dinâmica da dívida do Japão continua a ser apoiada por taxas de juro baixas e, de acordo com o FMI, é o país para o qual se prevê uma maior redinamização do crescimento nominal do PIB, o que lhe daria um apoio adicional para recuperar espaço orçamental. Mas, apesar destes ventos favoráveis, o seu rácio de dívida é muito superior ao das outras economias.

Em suma, a simulação de cenários para a dinâmica da dívida confirma que, nos próximos anos, as trajetórias das taxas de juro e do crescimento nominal do PIB criarão um ambiente em que não será tão fácil recuperar espaço orçamental sem um esforço proativo dos governos.

Taxas de juro média da dívida pública (%)

	2024 - previsão da Comissão Europeia	Média 2025-2029 segundo forwards de mercado ¹	Permite um rácio de dívida estável aos níveis de 2024 ²
EUA	4,1	4,1	1,7
Japão	0,6	0,7	1,7
Reino Unido	3,0	3,2	2,5
Alemanha	1,7	2,1	3,4
França	2,0	3,1	0,1
Itália	3,0	3,7	3,3
Espanha	2,5	3,0	3,9

Notas: 1. Forwards de mercado para a taxa soberana com um vencimento igual ao vencimento médio da dívida até 2024. 2. A projeção assume o PIB nominal e o saldo primário segundo as previsões do FMI e que, a cada ano, é refinanciada uma percentagem da dívida, dado o vencimento médio.

Fonte: BPI Research, cálculos próprios a partir de dados e previsões de Bloomberg, da Comissão Europeia e do FMI (World Economic Outlook, outubro de 2024).

Crescimento nominal do PIB (%)

	2019 - dados	2024 - previsão FMI	Média 2025-2029 segundo o FMI	Permite um de dívida estável aos níveis de 2024 ¹
EUA	4,3	5,2	4,0	6,4
Japão	0,2	2,9	2,8	1,7
Reino Unido	3,8	3,2	3,5	4,1
Alemanha	3,0	3,3	3,2	2,0
França	3,3	3,2	3,1	6,2
Itália	1,5	2,5	2,7	3,1
Espanha	3,4	6,1	4,2	3,3

Notas: 1. A projeção pressupõe um saldo primário de acordo com as previsões do FMI e taxas de juro conforme os forwards de mercado (com refinanciamento anual de uma percentagem da dívida dada pelo prazo médio).

Fonte: BPI Research, cálculos próprios a partir de dados e previsões de Bloomberg, da Comissão Europeia e do FMI (World Economic Outlook, outubro de 2024).

Taxas de juro (%)

	31-dezembro	30-novembro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2024 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	3,15	3,40	-25	-135,0	-135,0
Euribor 3 meses	2,71	2,93	-22	-119,5	-119,5
Euribor 12 meses	2,46	2,46	0	-105,3	-105,3
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	2,24	2,25	0	-101,9	-101,9
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,08	1,95	13	-32,2	-32,2
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,37	2,09	28	34,3	34,3
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,06	2,79	27	6,8	6,8
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	2,85	2,54	31	19,2	19,2
EUA					
Fed funds (limite superior)	4,50	4,75	-25	-100,0	-100,0
SOFR 3 meses	4,31	4,47	-16	-102,6	-102,6
Dívida pública a 1 ano	4,14	4,28	-14	-61,9	-61,9
Dívida pública a 2 anos	4,24	4,15	9	-0,8	-0,8
Dívida pública a 10 anos	4,57	4,17	40	69,0	69,0

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-dezembro	30-novembro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2024 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	58	56	2	-0,9	-0,9
Itraxx Financeiro Sénior	64	63	1	-3,2	-3,2
Itraxx Financeiro Subordinado	112	111	1	-10,5	-10,5

Taxas de câmbio

	31-dezembro	30-novembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,035	1,058	-2,1	-6,2	-6,2
EUR/JPY (ienes por euro)	162,780	158,410	2,8	4,5	4,5
EUR/GBP (libras por euro)	0,827	0,831	-0,4	-4,6	-4,6
USD/JPY (ienes por dólar)	157,200	149,770	5,0	11,5	11,5

Matérias-primas

	31-dezembro	30-novembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	536,5	535,7	0,1	5,1	5,1
Brent (\$/barril)	74,6	72,9	2,3	-3,1	-3,1
Ouro (\$/onça)	2.624,5	2.643,2	-0,7	27,2	27,2

Rendimento variável

	31-dezembro	30-novembro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2024 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	5.881,6	6.032,4	-2,5	23,3	23,3
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	4.896,0	4.804,4	1,9	8,3	8,3
Ibex 35 (Espanha)	11.595,0	11.641,3	-0,4	14,8	14,8
PSI 20 (Portugal)	6.377,3	6.418,3	-0,6	-0,3	-0,3
Nikkei 225 (Japão)	39.894,5	38.208,0	4,4	19,2	19,2
MSCI emergentes	1.075,5	1.078,6	-0,3	5,1	5,1

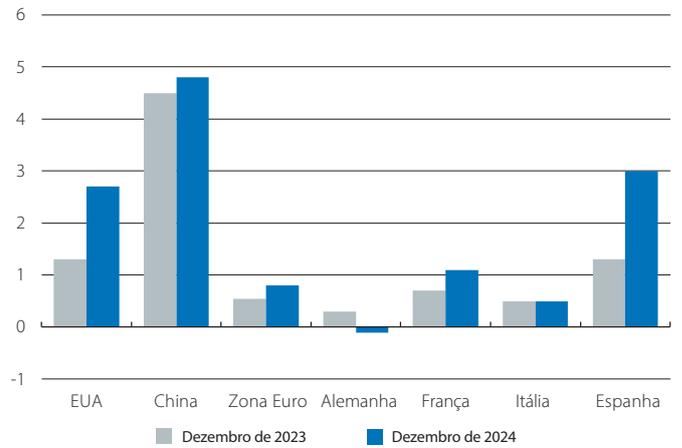
Um ano difícil, com uma economia internacional mais madura do ponto de vista cíclico

Resiliência, maturidade cíclica e desafios. Em 2024, a economia internacional apresentou uma resiliência notável e os dados disponíveis sugerem que o PIB mundial poderá ter registado um crescimento ligeiramente superior a 3%. A atividade foi apoiada por um mercado de trabalho consistente, por uma recuperação do poder de compra das famílias e pela perspectiva de uma flexibilização das condições financeiras, num ano em que a inflação continuou a descer e alcançou um nível próximo, ainda que ligeiramente superior, aos objetivos das autoridades monetárias. Esta onda deverá continuar em 2025, embora com menos força, devido à própria maturidade do ciclo económico, enquanto o mapa de riscos continuará a apresentar desafios exigentes, especialmente em termos de conflitos e tensões geopolíticas e de incertezas da política comercial. Por outro lado, por detrás da resiliência global existe uma notável disparidade regional. Nos EUA, a atividade económica continua estável e o crescimento do PIB supera as expectativas, ao passo que na Zona Euro o PIB continua a não descolar, afetado pela fraqueza dos países do núcleo central. Na China, as dificuldades no setor imobiliário e a fraca procura interna continuam a pesar sobre a economia, ainda que a solidez do setor externo ajude a manter o crescimento próximo, embora abaixo, de 5,0%.

Mercado de trabalho forte, com sinais de moderação. Os últimos indicadores sublinham tanto o papel de suporte desempenhado pelo mercado de trabalho como a perspectiva de que este apoio perderá algum ímpeto no futuro. Tanto nos EUA como na Zona Euro, verificam-se taxas de desemprego baixas (4,2% e 6,3%, respetivamente) e um nível de emprego elevado (mais de 70% da população com idades compreendidas entre os 15 a 64 anos). No entanto, nos EUA o desemprego aumentou 0,8 p.p. desde o seu mínimo de 2023, enquanto a criação de emprego diminuiu de mais de 250.000 novos postos de trabalho por mês no início do ano para 130.000 em média em outubro e novembro (as variações relacionadas com furacões e greves nesses meses tornam a média mais informativa do que os voláteis +36.000 empregos em outubro e +227.000 em novembro). Na Zona Euro, a taxa de 6,3% representa um nível de desemprego em mínimos históricos, mas os indicadores de sentimento apontam para um abrandamento na criação de empregos, tanto nos índices PMI (em dezembro, a componente de emprego atingiu um mínimo em quatro anos) como no indicador da Comissão Europeia (diminuindo de forma sustentada em 2024 e com o último dado de novembro ligeiramente inferior à média histórica).

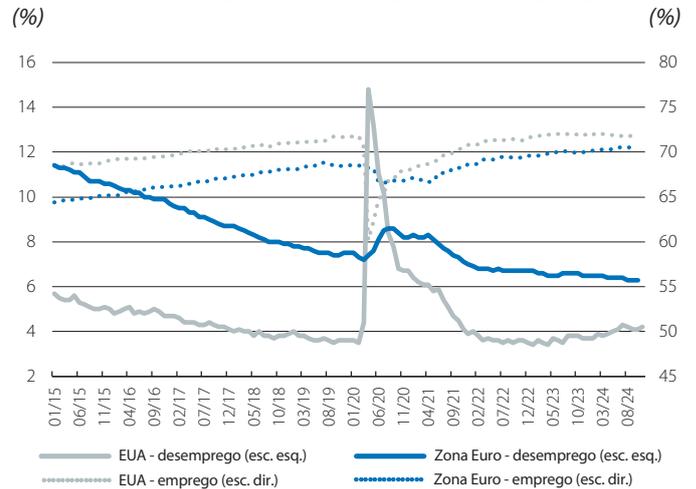
Desinflação: confiança no último quilómetro, resistências na última milha. A descida generalizada da inflação ao longo de 2024 também apoiou a atividade, nomeadamente ao ajudar a recuperação do poder de compra das famílias e ao abrir a porta à flexibilização da política monetária. Na Zona Euro, a inflação global fechou o ano em 2,4% em dezembro, mas o mais significativo foi a descida sustentada da inflação subjacente de 3,4% em dezembro de 2023 para 2,7% em dezembro de 2024, cuja inércia reforça a confiança de que a inflação deverá fixar-se definitivamente no objetivo de 2% do BCE já em 2025. Nos EUA, a inflação

Crescimento do PIB em 2024: expectativas do consenso dos analistas (%)



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

Economias avançadas: emprego e desemprego (%)

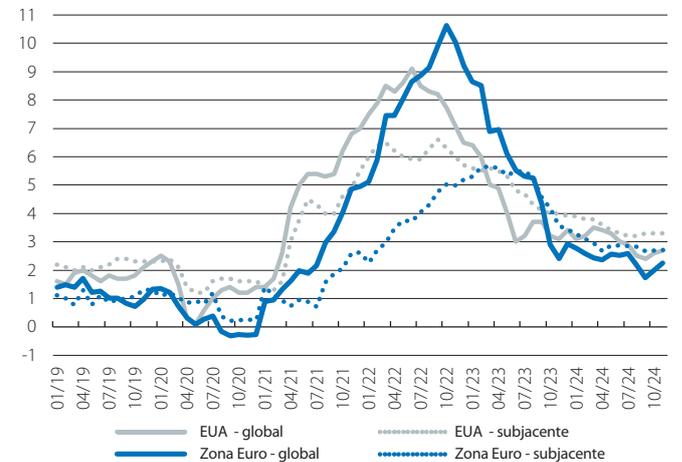


Nota: A taxa de desemprego é relativa ao total da população ativa e a taxa de emprego é relativa ao total da população do grupo etário (15-64 anos).

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

Economias avançadas: IPC

Variação homóloga (%)



Notas: IHPC para a Zona Euro. A inflação subjacente exclui os produtos alimentares e a energia.

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

também abrandou ao longo do ano (IPC global +2,7% em novembro de 2024 vs. 3,4% em dezembro de 2023), no entanto, os receios de uma maior resistência das pressões subjacentes aumentaram nos últimos meses, tanto devido aos sinais dos dados (inflação subjacente estável em 3,2%-3,3% desde o verão, de acordo com o IPC, e mesmo com alguma subida, conforme o índice preferido do Fed, o PCE, cuja inflação subjacente acelerou de 2,6% no verão para 2,8% em novembro) como devido às perspectivas inflacionistas das políticas económicas da nova Administração Trump.

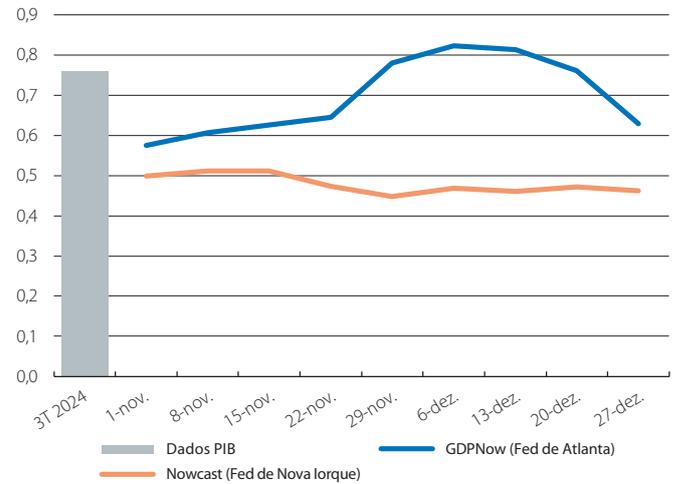
A atividade nos EUA mantém-se robusta. O consumo das famílias continua a impulsionar o crescimento económico nos EUA e, após contribuir com 0,6 p.p. para o aumento trimestral de 0,8% do PIB no 3T, os dados mais recentes refletem um consumo dinâmico também no último trimestre do ano. Assim, as vendas a retalho aumentaram 0,5% em termos mensais em outubro e subiram para 0,7% em novembro. Na mesma linha de robustez, o PMI composto subiu para 55,4 pontos em dezembro, impulsionado pelo setor dos serviços (56,8), e a média do 4T (54,8) ficou acima da média do 3T (54,3). Apesar disso, e apesar da fraqueza do setor industrial (com o seu PMI, em 49,4 pontos em dezembro, continuando em zona de contração, enquanto a produção industrial desceu 0,4% em termos mensais em outubro e 0,15% em novembro), os trackers do PIB sugerem que a economia poderá crescer cerca de 0,5%-0,6% em termos trimestrais no 4T.

A economia da Zona Euro não consegue ganhar impulso. O PMI composto da Zona Euro melhorou em dezembro, embora sem ultrapassar o limiar de 50 pontos, que sugere um crescimento positivo da atividade (49,6 vs. 48,3 em novembro), apesar do estímulo representado pela campanha de Natal para o setor de serviços (51,6 vs. 49,5 em novembro), enquanto na indústria transformadora há poucos indícios de reativação (PMI estagnado em 45 pontos). A fraqueza dos indicadores afeta as duas grandes economias da zona, com o PMI composto de dezembro na zona de contração tanto na Alemanha (48,0) como em França (47,5). No caso da Alemanha, outros indicadores de opinião e clima empresarial refletem a mesma mensagem de fraqueza: o indicador empresarial Ifo caiu em dezembro para 84,7 pontos, um valor mínimo desde maio de 2020, e o índice de sentimento económico ZEW de dezembro apontou que mais de metade dos inquiridos não antecipa alterações na situação atual.

Aceleração a curto prazo na China. O dinamismo contínuo no setor externo, o aumento do apoio fiscal e alguma melhoria das perspectivas do setor imobiliário podem levar a uma aceleração do gigante asiático a curto prazo. Assim, o PMI de serviços (Caixin) subiu para 52,2 pontos em dezembro (valor máximo em sete meses), enquanto o PMI da indústria transformadora manteve-se em expansão (50,5 pontos, embora perdendo força em relação aos 51,5 registados no mês de novembro). Por outro lado, em novembro, a produção industrial manteve um ritmo de expansão semelhante ao dos meses anteriores, crescendo 5,4% em termos homólogos, enquanto as vendas a retalho voltaram a refletir a fraca procura interna, crescendo 3,0% em termos homólogos (vs. 4,8% em outubro, 2,7% no 3T). Por sua vez, o investimento cresceu 3,3% em termos homólogos no ano até novembro (vs. 3,4% acumulado do ano até outubro), uma ligeira desaceleração, mas que mantém níveis elevados de investimento (em termos reais), dadas as fortes quedas dos preços dos bens de capital ao longo dos últimos anos.

EUA: PIB 3T e projeções 4T 2024

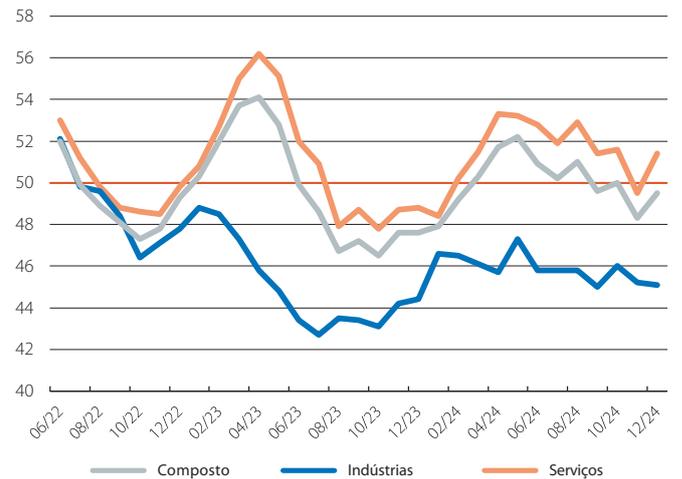
Varição em termos trimestrais (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados do BEA, do Fed de Atlanta e do Fed de Nova Iorque.

Zona Euro: PMI

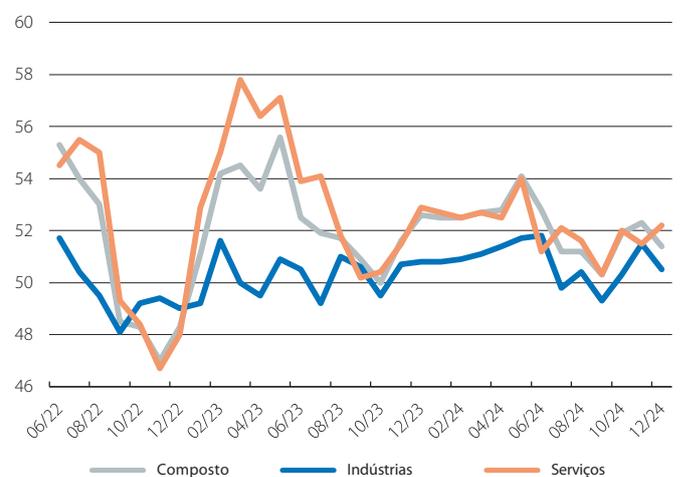
Índice



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

China: PMI Caixin

Índice



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

Exposição da economia europeia a um aumento de tarifas nos EUA: um olhar através das cadeias de valor

O impacto na UE de uma tarifa universal sobre as importações de bens dos EUA ultrapassa o efeito direto sobre as empresas exportadoras e far-se-á sentir indiretamente em toda a economia e através das cadeias de valor europeias e mundiais.

Para captar esta maior complexidade, partimos das tabelas *input-output* internacionais elaboradas pela OCDE,¹ que registam as transações de produtos intermédios e finais para 45 setores de 77 economias diferentes. Restringimos estas transações às importações de bens² realizadas pelos EUA do resto do mundo, que seriam objeto da tarifa universal, e, embora o último ano disponível seja 2020, utilizamos os dados de 2019 para evitar possíveis distorções derivadas da pandemia de COVID-19.

No primeiro gráfico, detalhamos um exemplo para ilustrar como o dado bruto das exportações para os EUA de um determinado setor num país da UE (a medida de exposição imediata) se relaciona com o valor acrescentado pelo mesmo, que está associado ao conjunto de exportações mundiais de bens para os EUA (a medida de exposição final).

A Espanha exportou para os EUA, em 2019, cerca de 1.300 milhões de dólares de fabrico de veículos automóveis, dos quais aproximadamente 20% correspondem ao valor acrescentado no próprio setor, um terço ao valor acrescentado noutras atividades económicas em Espanha (bens e serviços intermédios) e pouco mais de 40% ao valor acrescentado em países terceiros (de outros Estados-Membros da UE e do resto do mundo).

A atividade de fabrico de veículos automóveis, por seu lado, para além das suas exportações diretas, gera valor acrescentado indiretamente noutras exportações de bens para os EUA, tanto de outros setores da economia espanhola como, sobretudo, de outros países (pouco mais de 200 milhões de dólares, quase tanto como nas exportações diretas). No total, a exposição final do setor do fabrico de veículos automóveis em 2019 foi de cerca de 500 milhões de dólares, muito abaixo da exposição imediata.

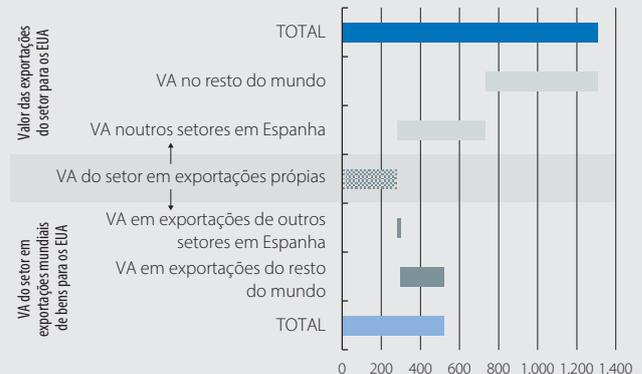
A posição nas cadeias de valor e a especialização produtiva como fatores-chave

No exemplo anterior, o valor acrescentado no setor associado às exportações mundiais de bens para os EUA é inferior ao valor das exportações diretas, mas, noutras casos, é igual ou superior, algo que acontece, por exemplo, em todas as atividades de serviços, uma vez que estas incluem

1. OCDE. *Inter-Country Input-Output tables*.
2. Produtos agrícolas, mineiros e industriais.

Valor das exportações de veículos motorizados de Espanha para os EUA e o valor acrescentado (VA) do setor nas exportações mundiais de bens para os EUA

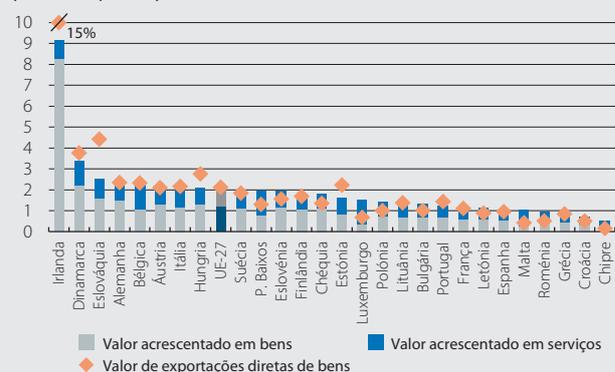
(milhões de dólares, 2019)



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

Exportações diretas para os EUA e o valor acrescentado (VA) em exportações mundiais de mercadorias para os EUA

(% do PIB, 2019)



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

apenas os efeitos indiretos via exportação de bens. O resultado para o conjunto de uma economia dependerá do peso dos diferentes fatores e da sua própria estrutura setorial. As diferenças agregadas para o conjunto da UE e os 27 Estados-Membros podem ser vistas no segundo gráfico.

Destacam-se países como a Irlanda – que se mantém claramente como a economia mais exposta às exportações para os EUA – e a Eslováquia, Hungria e Estónia, todos eles com uma elevada atividade industrial especializada na fase final (*downstream*) das cadeias de valor e com presença de multinacionais. Nestes países, as exportações brutas tendem a sobrestimar a dependência da economia do comércio com os EUA se as comparamos com o valor efetivamente acrescentado no território.

Valor acrescentado em exportações mundiais de bens para os EUA (% do valor acrescentado do setor, 2019)

	TOTAL	Agricultura	Mineração	Indústrias	Elettricidade	Saneamento	Construção	Comércio	Transporte	Restauração	TIC	S. financeiros	S. imobiliários	S. profissionais	S. administrativos	Administrações Públicas	Ensino	Saúde	Entretenimento	Outros serviços
UE-27	2,1	2,0	4,2	7,1	1,8	2,2	0,4	1,9	1,9	0,4	1,2	1,1	0,5	1,8	2,3	0,3	0,2	0,1	0,4	0,5
Irlanda	9,2	7,1	6,5	24,1	4,6	2,4	0,1	2,2	1,9	0,9	1,3	0,9	0,1	2,2	3,2	0,5	0,2	0,1	2,0	3,2
Dinamarca	3,4	2,8	5,6	14,5	1,8	1,9	0,9	2,4	2,3	1,4	1,6	1,0	0,8	3,1	3,3	0,3	0,4	0,4	0,2	1,2
Eslováquia	2,5	1,3	2,4	7,0	1,4	0,8	0,8	2,5	1,9	0,2	1,2	1,3	0,8	2,7	2,3	0,1	0,2	0,1	0,2	0,7
Alemanha	2,5	1,3	4,4	6,9	2,0	2,8	0,6	2,1	2,5	0,6	1,6	1,2	0,7	2,1	2,4	0,4	0,2	0,0	0,2	0,5
Bélgica	2,2	1,9	2,9	7,6	2,1	3,6	0,6	2,1	2,1	0,7	1,3	1,4	0,4	2,4	3,7	0,2	0,4	0,0	0,6	1,0
Áustria	2,1	2,5	4,4	6,7	2,1	2,9	0,6	2,2	1,9	0,4	1,1	1,4	0,5	1,9	1,9	0,1	0,1	0,0	0,3	0,3
Itália	2,1	1,8	3,3	6,6	2,2	2,4	0,6	2,1	2,1	0,5	1,4	1,6	0,5	2,2	2,3	0,4	0,2	0,1	1,2	0,5
Hungria	2,1	1,5	3,1	5,9	1,9	1,6	0,2	1,9	1,7	0,2	1,4	1,1	0,5	2,1	2,6	0,1	0,1	0,1	0,2	0,4
Suécia	2,0	3,5	7,3	6,8	1,5	2,8	0,6	2,1	2,0	0,6	1,3	1,0	0,6	1,7	2,6	0,4	0,1	0,1	0,5	0,6
Países Baixos	1,9	2,9	5,5	5,3	1,6	1,7	0,3	2,2	2,0	0,4	2,8	1,1	0,4	2,2	3,4	0,2	0,2	0,0	0,9	0,5
Eslovénia	1,9	1,5	3,2	4,8	1,9	2,3	0,7	1,8	1,7	0,2	1,0	1,0	0,4	1,9	1,9	0,2	0,2	0,1	0,2	0,4
Finlândia	1,8	2,9	4,3	5,7	1,7	2,8	0,2	1,7	2,4	0,2	1,3	1,0	0,3	1,8	2,4	0,5	0,3	0,0	0,2	0,3
Chéquia	1,8	1,3	2,4	4,2	1,3	2,4	0,4	2,0	1,5	0,4	0,8	1,1	0,5	1,6	1,8	0,2	0,1	0,1	0,1	0,5
Estónia	1,6	4,2	1,6	4,7	1,4	1,3	0,3	1,7	2,0	0,2	1,1	1,0	0,8	1,5	1,7	0,1	0,1	0,1	0,1	0,5
Luxemburgo	1,5	1,5	5,6	5,9	3,8	4,5	0,4	2,5	2,1	0,3	1,4	1,0	0,7	1,6	4,7	0,1	0,2	0,1	0,4	1,1
Polónia	1,4	1,1	2,0	3,4	1,2	1,2	0,5	1,5	1,6	0,3	0,9	0,8	0,4	1,5	1,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,5
Lituânia	1,4	1,4	4,2	3,3	1,2	0,8	0,3	1,3	1,9	0,1	0,7	0,7	0,5	1,2	1,8	0,1	0,1	0,0	0,1	0,2
Bulgária	1,3	3,0	3,1	3,4	1,7	1,1	0,6	1,6	1,3	0,1	0,9	1,2	0,3	1,2	0,8	0,1	0,1	0,1	0,2	0,4
Portugal	1,2	2,0	7,2	4,6	1,5	2,0	0,2	1,4	1,4	0,1	0,7	0,8	0,2	1,1	1,5	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2
França	1,2	1,7	4,1	5,2	1,4	1,5	0,1	1,6	1,5	0,3	0,6	0,9	0,3	1,2	1,9	0,1	0,3	0,0	0,2	0,5
Letónia	1,1	3,8	1,1	3,3	1,1	0,9	0,2	1,4	1,5	0,1	0,8	0,7	0,3	1,2	0,9	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Espanha	1,1	2,0	5,0	3,9	1,5	1,8	0,2	1,4	1,4	0,1	0,7	0,7	0,2	0,9	1,3	0,2	0,1	0,1	0,3	0,5
Malta	1,1	0,4	1,2	3,2	1,3	0,5	0,5	1,2	1,4	0,1	0,7	0,4	0,2	1,7	3,2	0,3	0,1	0,0	0,7	0,2
Roménia	0,9	0,6	1,1	2,2	1,1	0,3	0,2	1,0	1,1	0,3	0,8	0,9	0,2	1,2	1,2	0,1	0,3	0,2	0,2	0,4
Grécia	0,9	3,3	9,6	3,2	1,6	0,5	0,2	0,9	1,4	0,0	0,3	0,6	0,3	1,2	0,6	0,1	0,0	0,0	0,1	0,2
Croácia	0,7	1,0	1,4	2,2	0,6	0,5	0,4	0,8	0,7	0,0	0,4	0,7	0,2	1,1	0,8	0,1	0,1	0,0	0,5	0,4
Chipre	0,5	4,1	2,5	0,9	0,3	0,3	0,2	0,4	1,6	0,0	0,7	0,6	0,1	1,1	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1

0% 5% ≥ 10%

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

O contrário acontece em países como o Chipre, Malta, Luxemburgo e Países Baixos, orientados para atividades de serviços situados no segmento inicial (*upstream*) das cadeias de valor e com uma sensibilidade maioritariamente indireta ao que possa acontecer com as tarifas sobre os bens aos quais acrescentam valor. Em menor medida, e com um maior peso industrial, também a Roménia, Croácia, Polónia, Chéquia e Bulgária mostram certa especialização *upstream* nas cadeias de valor que conduzem à exportação de bens de países terceiros para os EUA.

Entre as principais economias, tal como acontece para o conjunto da UE, as diferenças entre o valor das expor-

tações diretas e o valor acrescentado no total de exportações mundiais de bens para os EUA são pequenas, refletindo a sua diversificação produtiva. A Alemanha continua a ser a mais exposta, com 2,5% do seu PIB, seguida da Itália (2,1%, em linha com o agregado da UE) e, a alguma distância, da França (1,2%) e da Espanha (1,1%), ambas com uma contribuição equilibrada entre o valor acrescentado nos sectores dos bens e dos serviços.

Utilities, comércio, transporte, serviços profissionais e auxiliares, entre os mais afetados

De forma mais detalhada, a tabela mostra para o conjunto da UE e os Estados-Membros a percentagem de valor

acrescentado setorial que está associado às exportações mundiais de bens para os EUA.

Logicamente, os setores de bens são os que mostram uma maior percentagem de dependência. Agricultura, 2% para a UE no seu conjunto, incluindo valores elevados na Irlanda e sendo o setor mais afetado em termos relativos na Letónia e Chipre. A mineração apresenta uma percentagem ligeiramente superior ao 4% no total, destacando-se valores muito superiores na Grécia, Suécia e Portugal, países onde é o setor mais exposto.

A indústria transformadora é claramente o setor com uma maior percentagem de valor acrescentado associado às importações dos EUA, com 7% para o conjunto da UE, quase 25% no caso da Irlanda e cerca de 15% na Dinamarca. Entre as principais economias, o setor da indústria transformadora na Alemanha e em Itália apresenta uma percentagem semelhante à do agregado, acima de 5% em França e 4% em Espanha.

Nos serviços, no entanto, existe um bom número de ramos de atividade que mostram um grau de exposição similar ao do conjunto da economia, cerca de 2%. Estes incluem não só os serviços mais tradicionalmente associados à exportação de bens, como o transporte e o comércio – com uma importância semelhante em todos os Estados-Membros –, mas também outros como o fornecimento de eletricidade, gás e saneamento de águas (*utilities*), bem como os serviços profissionais e científicos – com percentagens destacadas na Dinamarca e na Eslováquia – e serviços administrativos e auxiliares – com valores elevados nos países do Benelux. Do restante conjunto de ramos de serviços, destaca-se a importância das tecnologias da informação e a comunicação nos Países Baixos, com uma percentagem próxima de 3%, em comparação com pouco mais de 1% no conjunto da UE.

A evolução recente das importações dos EUA sugere uma maior exposição da UE

A grande desvantagem de empregar a abordagem das cadeias de valor é o atraso com que são publicadas as tabelas *input-output* tanto a nível nacional como internacional. Para tentar resolver este inconveniente, realizámos uma estimativa para 2023 baseada nos dados de comércio bilateral dos EUA com o resto do mundo, desagregados por produtos.³ Devido a limitações de dados e para evitar riscos sobre a fiabilidade do exercício, mantemos a chamada matriz de coeficientes técnicos (quais os *inputs* e onde são utilizados no processo de produção) existente em 2019.

Para o conjunto da UE, a percentagem de valor acrescentado nas importações mundiais de bens para os EUA aumentaria 0,2 pontos até o 2,3%, um aumento coerente com o crescimento deste mercado como destino das exportações europeias.⁴ Por Estado-Membro, destaca-se o aumento na Eslovénia, que poderá estar ligado ao aumento da sua participação nas cadeias de valor de produtos farmacêuticos que a Suíça exporta para os EUA. Por sua vez, as principais economias apresentam um aumento de 2 décimas, situando-se no caso de Espanha em 1,3% do PIB. Em contrapartida, observa-se uma diminuição significativa nos Estados-Membros com maior percentagem de dependência, Irlanda e Dinamarca, sendo este último agora ultrapassado minimamente pela Eslováquia.

Vemos, portanto, nos últimos anos, uma tendência para uma maior exposição da economia europeia a uma tarifa universal sobre as importações dos EUA, que, no geral, se mantém ainda moderada, mas que apresenta casuísticas setoriais e por país que é necessário considerar ao avaliar os seus efeitos e as possíveis respostas por parte da UE. Nestes casos, é conveniente sublinhar a complexidade das cadeias de valor e o papel fundamental desempenhado pelas atividades de serviços enquanto fornecedores dos *inputs* necessários aos processos da indústria transformadora.

3. Utilizamos os dados de dois dígitos da classificação HS e a correspondência de produtos com os setores NACE disponíveis nas Nações Unidas.

4. Ver Focus «Exposição da economia europeia a direitos aduaneiros mais elevados nos EUA» no IM12/2024.

O novo quadro de governação económica da UE

No dia 30 de abril de 2024, entrou em vigor o novo quadro de governação económica da UE¹, com base nas propostas apresentadas pela Comissão em 2023.² As novas regras orçamentais mantêm o défice público de 3% e a dívida pública de 60% como limiares de referência, mas procuram simplificar as normas orçamentais, dando orientações sobre um único indicador orçamental definido em termos de despesas primárias líquidas (ver anexo técnico), e dar mais flexibilidade aos Estados-Membros através da elaboração de planos de médio prazo, que se tornam a base do novo quadro de governação económica. O que podemos esperar das contas públicas europeias nos próximos anos?

A Comissão dá luz verde aos primeiros planos fiscais ao abrigo das novas regras

A 21 de junho de 2024, a Comissão forneceu aos Estados-Membros orientações preliminares para a preparação dos seus planos estruturais orçamentais de médio prazo, incluindo o quadro de projeção da dívida de médio prazo e os principais pressupostos orçamentais, macroeconómicos e financeiros.³ Baseando-se nestas informações, a Comissão enviou aos 16 países com dívida e/ou défice superiores aos limiares⁴ uma trajetória de referência plurianual para as despesas primárias líquidas, bem como a trajetória associada para o saldo estrutural primário, enquanto para os restantes Estados-Membros incluiu informações técnicas com o valor mínimo exigido para o saldo estrutural primário no final do plano. As informações apresentadas incluíam, em ambos os casos, um cenário de ajustamento sem prorrogação por quatro anos e um cenário alternativo com uma prorrogação de três anos.

Na sequência desta orientação preliminar, a Comissão e as autoridades nacionais mantiveram diálogos técnicos antes da preparação dos planos, que, de acordo com o regulamento, tinham de ser apresentados até 20 de setembro de 2024, o mais tardar, e conter, entre outras, as seguintes informações:⁵ (i) a trajetória plurianual das despesas líquidas e a justificação para um eventual desvio em alta em relação à enviada pela Comissão, (ii) os pressupostos macroeconómicos e orçamentais subjacentes e a justificação para os desvios em relação às projeções

(iii) as medidas orçamentais-estruturais previstas, (iv) a coerência com as recomendações específicas por país do Conselho e as prioridades comuns da UE, bem como a complementaridade com o Plano de Recuperação e Resiliência e outros fundos europeus, e v) se for caso disso, os compromissos de reforma e investimento e o impacto subjacente a uma prorrogação de três anos do período de ajustamento.

A Comissão publicou, em 26 de novembro de 2024, o chamado pacote de outono do Semestre Europeu 2025, que faz o ponto da situação do novo quadro de governação económica.⁶ Dos 27 Estados-Membros, cinco não tinham apresentado os seus planos estruturais orçamentais de médio prazo devido a eleições ou à formação de novos governos, incluindo três países com dívidas e/ou défices acima dos limiares (Alemanha, Bélgica e Áustria). Daqueles que tinham enviado planos, a Comissão recomendou ao Conselho que adotasse os planos de 20 Estados-Membros, continuando a avaliar o plano da Hungria e recomendando que os Países Baixos apresentassem um plano revisto em conformidade com as informações técnicas recebidas.⁷ Cinco dos países com dívida e/ou défice acima dos limiares solicitaram a prorrogação do período de ajustamento por mais três anos (Itália, França, Espanha, Roménia e Finlândia). Por último, dos 17 países da Zona Euro obrigados a apresentar os seus projetos de orçamento anuais para o próximo exercício, três não o fizeram (Espanha, Bélgica e Áustria), enquanto nove deles não estavam total ou parcialmente alinhados com as recomendações orçamentais e a execução dos planos de médio prazo.

O próximo passo é o exame pelo Conselho das recomendações da Comissão,⁸ com particular atenção para os Estados-Membros com dívida e/ou défice acima dos limiares que incluíram nos seus planos um aumento médio anual das despesas primárias superior à orientação recebida,⁹ bem como a relevância das reformas e investimentos incluídos nos que solicitaram uma extensão do período de ajustamento. Se houver divergências, o Conselho recomendará a revisão dos planos a médio prazo apresentados ou a fixação de uma trajetória de despesas confor-

1. Ver Regulation (EU) 2024/1263 of the European Parliament and of the Council.

2. Para mais pormenores, consultar o artigo «Um novo quadro orçamental europeu para 2024... é possível?» no Dossier IM11/2023.

3. Tal como incluído nas previsões da primavera de 2024 da Comissão: European Economic Forecast. Primavera de 2024.

4. Alemanha, Áustria, Bélgica, Chipre, Eslováquia, Eslovénia, Espanha, Finlândia, França, Grécia, Hungria, Itália, Malta, Polónia, Portugal e Roménia.

5. Em 21 de junho de 2024, foram publicadas orientações sobre a forma de apresentar as informações nos planos: Notice – Guidance to Member States on the Information Requirements for the Medium-Term Fiscal-Structural Plans and for the Annual Progress Reports.

6. «Communication from the Commission to the European Parliament, the Council and the European Central Bank 2025 European Semester: bringing the new economic governance framework to life».

7. Apenas dois países (Dinamarca e Malta) apresentaram os seus planos até à data-limite de 20 de setembro de 2024. A partir da receção, a Comissão dispõe de seis semanas para proceder à avaliação (com possibilidade de prorrogação por mais duas semanas). No caso da Hungria, o plano foi apresentado em 4 de novembro.

8. O regulamento prevê um prazo de seis semanas a contar da recomendação da Comissão.

9. Consultar a tabela 2 do Anexo II da «Communication from the Commission to the European Parliament, the Council and the European Central Bank 2025 European Semester: bringing the new economic governance framework to life».

me as orientações recebidas da Comissão. Subsequentemente, tendo em vista o pacote da primavera do Semestre Europeu 2025, os países membros terão de apresentar o primeiro relatório anual de progresso sobre a implementação dos planos a médio prazo.

Que ajustamento orçamental está incluído nos planos a médio prazo? Perspetivas e riscos

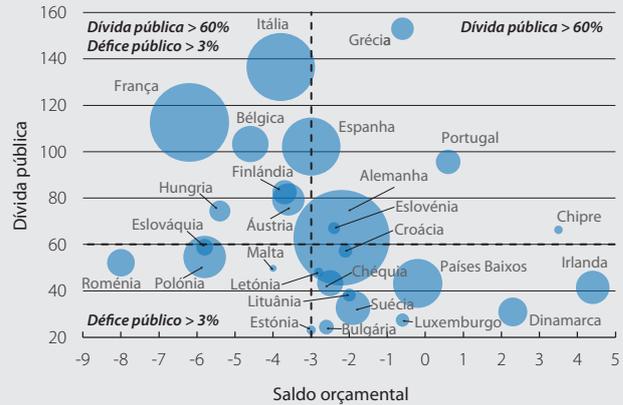
O estado das finanças públicas na UE está comprometido após os choques acumulados desde a Grande Crise Financeira em 2009, passando pela crise da dívida soberana na Zona Euro até 2012, a pandemia em 2020 e a invasão da Ucrânia e a crise energética desde 2022. O primeiro gráfico mostra como a grande maioria dos Estados-Membros da UE tem dívidas e/ou défices acima dos limiares, incluindo economias sistémicas como a Itália, a França e a Espanha, que têm níveis muito elevados de dívida pública (acima do limiar de 90% definido pela Comissão).

Não há dúvida de que a correção dos desequilíbrios orçamentais constitui um dos principais desafios políticos para a UE, tal como refletido nos esforços de consolidação incluídos nos planos a médio prazo. A fim de ilustrar este aspeto, dadas as dificuldades de interpretação da trajetória do novo referencial orçamental, preferimos resumir as trajetórias previstas para o saldo primário estrutural. Para o efeito, consideramos indicativos os valores comunicados pela Comissão em 21 de junho de 2024, que, ao contrário dos planos apresentados por cada um dos Estados-Membros, têm a vantagem de utilizar uma metodologia mais homogénea para estimar o PIB potencial.

Na ausência de dados relativos à Alemanha, à Bélgica e à Áustria, o segundo gráfico mostra o ajustamento anual médio indicado pela Comissão em relação aos valores estimados para 2024, tanto na hipótese de um período de ajustamento de quatro anos como no cenário que considera uma prorrogação de três anos. Entre os países que não solicitaram a prorrogação do período de ajustamento, destaca-se o ajustamento de 1,3 p.p. por ano na Eslováquia, 0,8 p.p. na Polónia e 0,7 p.p. na Hungria, sendo mais moderado na Eslovénia e em Malta e reduzido na Grécia, em Portugal e em Chipre. Quanto aos países que solicitaram uma prorrogação de três anos, o maior ajustamento é de 0,7 p.p. por ano na Roménia, seguido de 0,6 p.p. em Itália e França, 0,5 p.p. em Espanha e 0,3 p.p. na Finlândia. Tendo em conta o PIB nominal dos países disponíveis e os diferentes períodos de ajustamento, o aumento anual esperado do saldo primário estrutural será de cerca de 0,6 p.p. nos próximos quatro anos. Não é um pequeno esforço de consolidação para estas economias.

O cumprimento dos ajustamentos previstos não está isento de desafios, incluindo dificuldades políticas internas na aprovação de orçamentos para acompanhar a execução dos planos a médio prazo, como no caso da França, onde

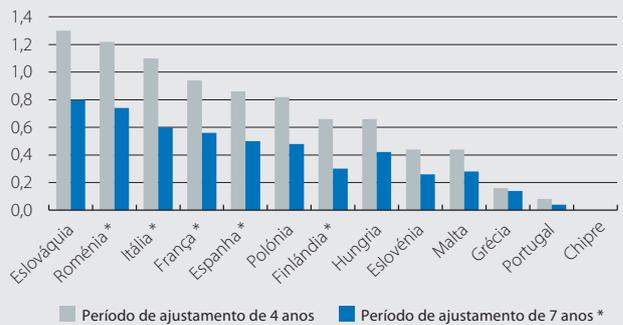
Saldo orçamental e dívida pública
(% do PIB, 2024)



Nota: A área dos círculos é proporcional ao PIB nominal em euros em 2024.
Fonte: BPI Research, com base nas previsões do outono de 2024 da Comissão Europeia.

Países com dívida e/ou défice acima dos limiares

Ajustamento anual médio do saldo primário estrutural em relação a 2024 (p. p. do PIB)



Nota: A Alemanha, a Bélgica e a Áustria não apresentaram os seus planos estruturais orçamentais a médio prazo.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Comissão Europeia.

a falta de apoio parlamentar levou a uma moção de confiança e à saída do governo. A complexidade do cenário geopolítico suscita também dúvidas decorrentes das crescentes necessidades de despesa para cobrir as prioridades comuns da UE, principalmente as ligadas à autonomia estratégica e à política de segurança e defesa, bem como para financiar o salto competitivo referido no relatório Draghi.¹⁰ E, tirando lições do passado, com um baixo crescimento potencial de partida e o esgotamento progressivo dos fundos do NGEU, será necessário ter muito cuidado para que o efeito contracionista dos ajustamentos orçamentais propostos não acabe por viciar o objetivo inicial de redução da dívida pública. Neste contexto, os mercados financeiros já registaram – embora moderadamente, por enquanto – novos episódios de diferenciação entre as obrigações soberanas dos Estados-Membros.

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

Anexo técnico

As novas regras orçamentais definem um único indicador de despesas primárias líquidas¹, com base no qual a Comissão envia aos Estados-Membros com dívidas e/ou défices superiores aos limiares uma trajetória de referência plurianual e informações técnicas aos outros países. Para os governos nacionais, este é o ponto de partida para a preparação de um plano orçamental estrutural de médio prazo com medidas de ajustamento de quatro anos,² com a possibilidade de prorrogação por mais três anos, se incorporarem reformas e investimentos para impulsionar o crescimento económico e apoiar as prioridades comuns da UE.³

A trajetória de referência para o indicador das despesas primárias líquidas é determinada pela necessidade de assegurar que a dívida siga uma trajetória claramente descendente após o período de ajustamento ou se mantenha em níveis prudentes, mesmo em cenários adversos. Além disso, deve também garantir que o défice seja reduzido e mantido abaixo dos 3% do PIB, tendo em conta os custos associados ao envelhecimento após o período de ajustamento. Em termos operacionais, isto implica a necessidade de cumprir uma série de requisitos.

No que diz respeito à dívida pública, o primeiro requisito é que o rácio em relação ao PIB tenha de diminuir continuamente nos 10 anos subsequentes ao período de ajustamento, de acordo com o cenário central para o crescimento, a inflação e as taxas de juro, bem como de acordo com três cenários de risco definidos pela Comissão, que consideram, respetivamente, um custo de financiamento mais elevado, um saldo primário estrutural mais baixo e um diferencial crescimento/custo de financiamento menos favorável.⁴ O segundo critério para a dívida pública é que, num ambiente de incerteza quanto ao cenário central, após cinco anos o rácio em relação ao PIB deve ser igual ou inferior ao valor no final do período de ajustamento, com

uma probabilidade de pelo menos 70%. Finalmente, a taxa anual de redução do rácio em relação ao PIB deve ser de, pelo menos, 0,5 p.p. se estiver entre 60% e 90% e de 1 p.p. se estiver acima de 90%.

Quanto ao défice público, o primeiro critério, já em vigor no anterior quadro de governação, consiste num ajustamento anual de, pelo menos, 0,5 p.p. por ano se o défice exceder 3% do PIB,⁵ enquanto o segundo requisito estabelece para os países com um défice estrutural superior a 1,5% do PIB um ajustamento anual do saldo estrutural primário de 0,4 p.p. se o período de ajustamento for de quatro anos ou de 0,25 p.p. no caso de uma extensão de três anos.

De um modo geral, as novas regras orçamentais definem um único indicador de referência em termos de despesas primárias líquidas, o que contribui efetivamente para simplificar as orientações orçamentais para os Estados-Membros, mantendo simultaneamente o rigor analítico necessário para avaliar a sustentabilidade da dívida pública. A revisão das regras implica, no entanto, algumas dificuldades. Fundamentalmente, as leituras políticas sobre a trajetória das despesas primárias líquidas não são imediatas e é difícil interpretar a magnitude dos ajustamentos orçamentais necessários e o seu impacto no crescimento económico.

Certos aspetos da metodologia poderiam também ser melhorados, como, por exemplo, os critérios de definição dos cenários de risco, que são algo arbitrários tanto na magnitude do *stress* (igual para todos os países, incluindo os desvios do saldo estrutural primário independentemente do ajustamento a efetuar) como no momento em que ocorrem (no final do período de ajustamento) e na sua duração (alguns são temporários, como a subida das taxas de juro, e outros são permanentes).

1. Definido pelo regulamento como despesa pública após deduções: (i) pagamentos de juros, (ii) medidas discricionárias em matéria de receitas, (iii) despesas ligadas a programas da UE totalmente financiadas por receitas de fundos da UE, (iv) despesas nacionais para o cofinanciamento de programas financiados pela UE, (v) elementos cíclicos das despesas com subsídios de desemprego e (vi) medidas de despesas e receitas associadas a acontecimentos pontuais ou temporários.

2. Quatro ou cinco anos, consoante a duração do período legislativo em cada Estado-Membro.

3. Estas incluem a transição ecológica e digital, a segurança energética, a autonomia estratégica, a estratégia de segurança e defesa, os desafios demográficos, os objetivos de emprego e a resiliência e convergência socioeconómicas.

4. Ver o «Debt Sustainability Monitor 2023».

5. O ajustamento refere-se ao saldo estrutural primário entre 2025 e 2027, e ao saldo estrutural total a partir de 2028.

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

ESTADOS UNIDOS

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	10/24	11/24	12/24
Atividade									
PIB real	2,5	2,9	3,2	2,9	3,0	2,7	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	8,6	5,3	4,9	2,9	3,4	3,5	3,8	3,9	...
Confiança do consumidor (valor)	104,5	105,4	102,7	106,3	98,9	102,2	109,6	112,8	104,7
Produção industrial	3,4	0,2	–0,1	–0,5	0,0	–0,4	–0,5	–0,9	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	53,5	47,1	46,9	49,1	48,8	47,1	46,5	48,4	49,3
Habitacões iniciadas (milhares)	1.552	1.421	1.481	1.407	1.340	1.332	1.312	1.289	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	307	312	322	325	329	332	334	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,6	3,6	3,7	3,8	4,0	4,2	4,1	4,2	...
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,0	60,3	60,3	60,2	60,1	60,1	60,0	59,8	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,8	–3,1	–2,8	–2,8	–2,8	–2,9	–3,0	–3,0	...
Preços									
Taxa de inflação geral	8,0	4,1	3,2	3,2	3,2	2,6	2,6	2,7	...
Taxa de inflação núcleo	6,2	4,8	4,0	3,8	3,4	3,2	3,3	3,3	...

JAPÃO

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	10/24	11/24	12/24
Atividade									
PIB real	0,9	1,5	0,7	–0,9	–0,9	0,5	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	32,2	35,2	36,5	38,9	37,0	36,8	36,2	36,4	36,2
Produção industrial	0,0	–1,4	–0,9	–4,3	–2,9	–1,8	–0,3	–2,0	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	9,5	7,0	13,0	11,0	13,0	13,0	–	–	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,6	2,6	2,5	2,5	2,6	2,5	2,5	2,5	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–2,1	–3,0	–1,9	–1,2	–1,0	–1,0	–1,0	–1,0	...
Preços									
Taxa de inflação geral	2,5	3,3	2,9	2,5	2,7	2,8	2,2	2,9	...
Taxa de inflação subjacente	1,1	3,9	3,9	3,2	2,2	2,0	2,2	2,4	...

CHINA

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	10/24	11/24	12/24
Atividade									
PIB real	3,0	5,2	5,2	5,3	4,7	4,6	–	–	–
Vendas a retalho	–0,8	7,8	8,3	4,7	2,6	2,7	4,8	3,0	...
Produção industrial	3,4	4,6	6,0	5,8	5,9	5,0	5,3	5,4	...
PMI indústrias (oficial)	49,1	49,9	49,3	49,7	49,8	49,4	50,1	50,3	50,1
Setor exterior									
Balança comercial ^{1,2}	899	865	865	841	863	895	935	964	...
Exportações	7,1	–5,1	–3,3	–1,7	4,4	5,4	12,5	7,0	...
Importações	0,7	–5,5	0,9	1,7	2,6	2,4	–2,3	–3,9	...
Preços									
Taxa de inflação geral	2,0	0,2	–0,3	0,0	0,3	0,5	0,3	0,2	...
Taxa de juro de referência ³	3,65	3,45	3,5	3,5	3,5	3,4	3,1	3,1	3,1
Renminbi por dólar	6,7	7,1	7,2	7,2	7,2	7,2	7,1	7,2	7,3

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

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

ZONA EURO

Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

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

Preços

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	10/24	11/24	12/24
Inflação geral	8,4	5,5	2,7	2,6	2,5	2,2	2,0	2,2	2,4
Inflação núcleo	3,9	5,0	3,7	3,1	2,8	2,8	2,7	2,7	2,7

Setor externo

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	10/24	11/24	12/24
Balança corrente	0,0	2,1	2,1	2,6	3,1	3,6	3,7	...	...
Alemanha	4,4	5,8	5,8	6,1	6,3	6,2	6,1	...	...
França	-1,2	-1,0	-1,0	-0,5	-0,4	-0,1	-0,2	-0,3	...
Itália	-1,7	0,0	0,0	0,5	0,9	1,0	1,1	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	90,9	94,7	95,1	95,2	95,2	95,6	95,0	94,1	93,4

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	10/24	11/24	12/24
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	6,7	2,7	0,1	0,3	0,4	0,8	1,2	1,0	...
Crédito às famílias ^{2,3}	4,4	1,7	0,5	0,3	0,3	0,6	0,8	0,9	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,8	4,6	5,2	5,1	5,1	4,9	4,6	4,4	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	2,0	4,4	4,9	4,8	4,8	4,7	4,4	4,3	...
Depósitos									
Depósitos à vista	6,3	-8,5	-10,8	-8,8	-5,5	-2,5	0,1	1,5	...
Outros depósitos a curto prazo	4,5	21,1	21,1	18,4	14,4	10,5	7,3	6,1	...
Instrumentos negociáveis	3,7	20,3	19,9	20,5	19,7	21,9	20,1	17,0	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,5	2,7	3,3	3,2	3,1	3,0	2,7	2,6	...

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

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

Novo ano inicia com esperança de que atividade continue a crescer

Indicadores sintéticos de atividade e sentimento apontam para aceleração no 4T. Os indicadores coincidentes do Bdp, disponíveis até novembro, sugerem aceleração do ritmo de expansão da atividade global para 1,3% no 4T (1,2% no 3T) e do consumo privado para 2,85% (2,4%). Esta tendência é confirmada pelos indicadores parcelares, com as vendas a retalho com e sem combustíveis a acelerarem face ao 3T, o mesmo a acontecer nos levantamentos e compras com cartão e na venda de automóveis, que no 4T aumentaram 11,9% yoy (-4,4% no 3T). Embora com desempenhos mais voláteis, também as vendas de cimento e a produção industrial deverão terminar o 4T com melhor desempenho do que no trimestre anterior; e os dados do turismo sugerem que este continua a contribuir para a expansão da atividade. Os dados relativos ao comércio externo são ainda escassos, mas sugerem bom desempenho do setor exportador. Por sua vez, verifica-se que o indicador de clima económico foi mais forte no 4T, com melhorias em todos os setores, sobretudo serviços. Olhando para 2025, as perspetivas continuam positivas, suportadas pela resiliência do consumo, que beneficia da robustez do mercado de trabalho, da recuperação do rendimento disponível, tanto por via de aumentos salariais como desaceleração da inflação, e do acumular de poupanças. Com efeito, no 3T a taxa de poupança aumentou para 10,7%, o nível mais elevado desde 2010 (excluindo os anos da pandemia). Também parece plausível aceleração do investimento, tanto por via da redução dos custos de financiamento como pelo facto de entrarmos no penúltimo ano de execução dos fundos NG EU. Ou seja, internamente, os fatores apontam para robustez da economia, que, no entanto, poderão ser contrabalançados por fatores externos relacionados, por exemplo, por aumento do protecionismo e/ou impacto nos preços das principais matérias-primas do eventual agravamento de fatores geopolíticos.

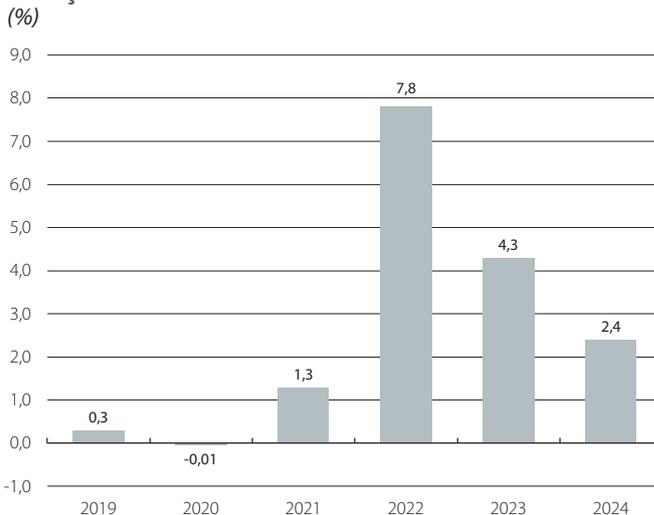
Inflação de 2,4% em 2024. Em dezembro passado o IPC Global situou-se em 3,0% (2,5% em novembro) e o IPC Subjacente em 2,8% (2,6% em novembro), situando a inflação média de 2024 em 2,4%. O índice da energia (4,9% homólogos) e dos produtos alimentares não transformados (3,4% homólogos) foram os dois agregados que apresentaram os contributos mais relevantes para a aceleração do IPC total em dezembro. Olhando já para 2025, a nossa atual previsão para a inflação média situa-se nos 2,1%, valor que marcaria em definitivo o debelar do ciclo inflacionista dos últimos anos. O horizonte dos preços parece mais favorável: no campo alimentar os mercados de futuros dos principais produtos agrícolas apontam para preços mais próximos dos prevalentes antes do início da guerra na Ucrânia. Ao nível dos serviços, nas telecomunicações, por exemplo, o aumento da concorrência e o anúncio por parte de algumas operadoras de que vão manter os preços no mesmo nível também faz prever uma inflação contida nesta rubrica depois de dois anos a subir ao ritmo do IPC global.

Preços da habitação continuaram fortes no 3T 2024. Este dado do IPH divulgado no final de dezembro passado foi pujante: +3,7% trimestral (+3,9% no 2T 2024) e +9,8% homólogo (+7,8% no 2T 2024). Foram transacionadas 40.909 habitações,

Variações homólogas, nível

		3T 2024	4T 2024	Último mês disponível
Indicadores sintéticos	Indicador de clima económico (yoy)	1,8	2,7	dezembro
	Indicador de sentimento económico (nível)	102,3	106,5	novembro
	Indicador diário de atividade (yoy)	3,9	2,8	dezembro
Consumo	Indicador de confiança	-13,1	-15,0	dezembro
	Comércio por grosso e retalho (yoy)	4,6	6,6	novembro
	Vendas a retalho excl. Combustíveis	4,1	6,4	novembro
	Levantamentos e compras com cartão deflacionados (yoy)	7,0	12,0	novembro
	Venda de carros (yoy)	-4,0	11,9	dezembro
Investimento	Indicador de FBCF	2,2	2,1	setembro
	Importações de bens de capital (acum. ano)	3,9	4,8	outubro
Oferta	Vendas de cimento (yoy)	1,8	3,8	novembro
	Produção industrial (yoy)	-0,8	1,2	novembro
Procura	Consumo eletricidade corrigido temperatura&dias úteis (yoy)	2,1	0,9	dezembro
	Nº Turistas não residentes (yoy)	15,2	22,3	novembro
	Nº de voos (yoy)	1,4	3,0	dezembro
Comércio externo	Exportações de b&s (acumul. ano, yoy)	3,5	4,6	outubro
	Importações de b&s (acumul. ano, yoy)	1,2	2,0	outubro
Mercado de trabalho	Varição no desemprego registado (mil pessoas)	16,5	9,2	outubro
	Varição no emprego (mil pessoas)	62,1	71,8	outubro

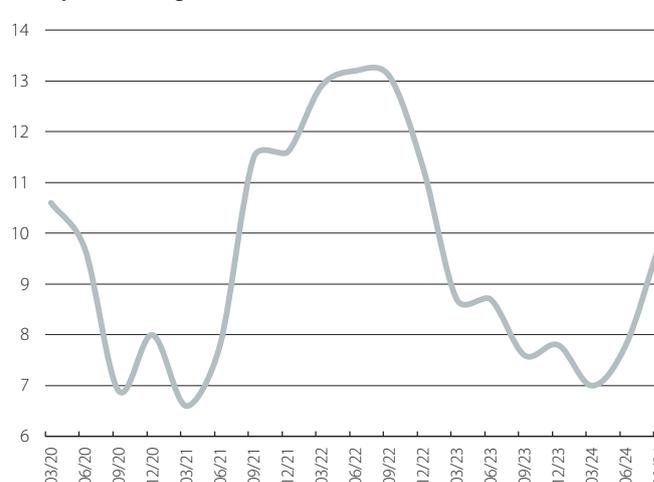
Inflação média anual (%)



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

Índice de preços da habitação

Variação homóloga (%)



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

mais 19,4% que no 3T 2023 e em cadeia o aumento das transações foi de 10,2%. O preço médio das casas transacionadas aumentou para 221,3 mil euros (mais 4,3% face ao 2T 2024). A saída deste dado novamente muito forte alimenta a expectativa de uma valorização média de preços em 2024 muito mais perto da cifra de 2023 e a previsão atual do BPI Research (6,8%) já se encontra bastante enviesada em baixa, tendo em conta não só o dado do 3T como todos os indicadores disponíveis do 4T 2024.

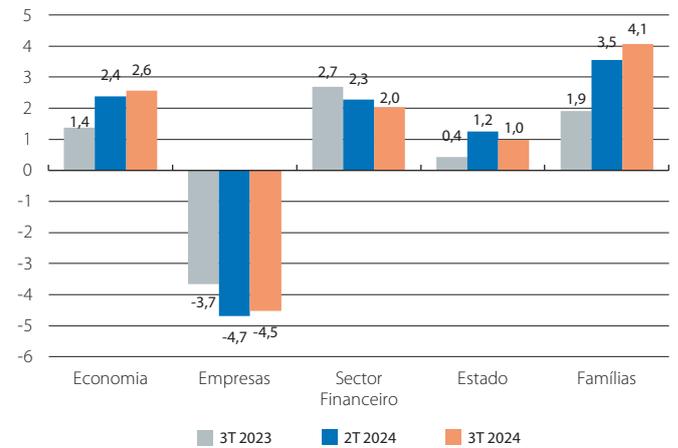
Capacidade de financiamento da economia aumenta para 2,6% do PIB no 3T 2024. Este movimento reflete essencialmente o aumento da capacidade das famílias para 4,1% do PIB (3,5% no 2T), resultante do aumento da poupança, face ao trimestre anterior, em 8,4%, permitido pelo maior crescimento do rendimento disponível do que do consumo que avançaram 2,3% e 1,6%, respetivamente. Nos restantes setores, salienta-se a diminuição de 2 décimas da necessidade de financiamento do setor empresarial, para -4,5% e a redução da capacidade de financiamento da AP e do setor financeiro para 1% e 2%, respetivamente.

Tudo parece encaminhado para um novo excedente das contas públicas em 2024. De facto, os dados em contabilidade nacional revelaram um excedente orçamental de 2,8% do PIB no acumulado do ano até ao 3T (face a 3,3% em igual período de 2023), com a receita a aumentar menos do que a despesa (7,7% e 8,9%, respetivamente). No entanto, não é exatável que o excedente orçamental termine 2024 nestes níveis, uma vez que, tipicamente, o saldo orçamental regista défices no 4T de cada ano, pelo que o excedente deverá ser inferior a 1% do PIB. Os dados mensais (em contabilidade pública) apontam, por sua vez, para um excedente de 0,9% do PIB até novembro, com o aumento da receita (5,3% homólogo) a ser suportado, em grande medida, pelas contribuições para a Segurança Social, enquanto o aumento da despesa (10,4%) é, em mais de metade, explicado pelas transferências correntes. Esta informação sugere que a nossa previsão de 0,5% do PIB para o conjunto do ano (em contabilidade nacional) possa ser ligeiramente ultrapassada.

O ciclo ascendente das taxas de juro não teve efeitos na qualidade dos ativos do sistema bancário. De facto, os dados do 3T revelam que o rácio de NPLs total permaneceu inalterado nos 2,6% (mínimos da série), com redução dos empréstimos *non-performing* em praticamente todos os segmentos, com exceção do crédito ao consumo & outros fins. Outro sinal positivo prende-se com a percentagem de empréstimos em *stage 2* (ou seja, cujo risco de crédito aumentou significativamente, mas ainda sem incumprimento), que reduziu pelo terceiro trimestre consecutivo, para 9,6%. A série deste indicador não é muito extensa, mas o rácio registado no 3T representa um dos mais baixos do histórico recente e fica apenas 0,2 p. p. acima do registado no final de 2019. Entretanto, a carteira de crédito ao sector privado não financeiro continua a recuperar a um ritmo bastante positivo: em novembro, aumentou 2,0% homólogo, um comportamento liderado pela carteira de crédito à habitação (+2,6% homólogo), que atingiu o valor mais elevado desde o início de 2016. De igual modo, a carteira de crédito ao consumo manteve um dinamismo expressivo, aumentando quase 6% homólogo em novembro. Por fim, a carteira de crédito das SNF voltou a crescer, ainda que ligeiramente (0,3%), o que não acontecia desde setembro de 2022.

Capacidade/necessidade de financiamento da economia

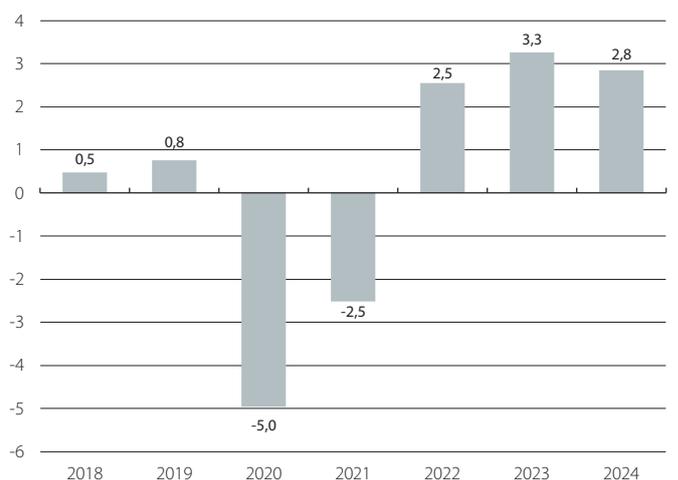
(% do PIB)



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

Saldo Orçamental (Contabilidade Nacional)

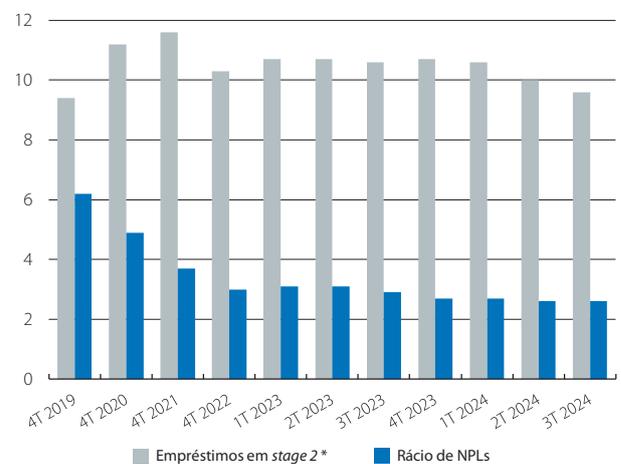
Saldo orçamental no acumulado do ano até ao 3T (% do PIB)



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

Empréstimos em stage 2 e rácio de NPLs

(% do total de empréstimos)



Nota: * Empréstimos cujo risco aumentou significativamente, mas sem estarem em incumprimento.

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

Exportamos mais e melhor

O dinamismo do setor exportador português tem-se revelado consistentemente positivo, evidente no incremento da importância das exportações de bens e serviços em volume no PIB, que em 2015 representavam cerca de 38% e que em 2024 se aproximam dos 46% (45,5% em 2023).

Este comportamento positivo tem sido acompanhado por um ganho de quota evidente no facto de o ritmo de crescimento das exportações nacionais exceder o das importações mundiais.¹ Em termos médios anuais as primeiras cresceram 5,4% entre 2015 e 2023, enquanto as segundas apenas avançaram 3,6%. Excluindo combustíveis, cujos preços registam flutuações mais significativas, a evolução é semelhante, ligeiramente mais forte.

Graficamente é evidente que as exportações portuguesas apenas cresceram menos do que as importações mundiais em 2020, que coincidiu com o ano em que a economia esteve mais fechada com o intuito de controlar a pandemia.

Em termos médios, entre 2015 e 2023, o contributo² das exportações de bens portugueses foi semelhante ao das importações mundiais (2,5% versus 2,6%), mas o das exportações de serviços foi bastante mais forte do que o contributo das importações de serviços para as importações mundiais totais (2,8% versus 0,9%).

Como se caracterizam as exportações portuguesas?

Até outubro 2024, as exportações de bens situavam-se em 69,9 mil milhões de euros; o crescimento médio anual desde 2015 foi de 6,7% e caracterizam-se por uma estrutura

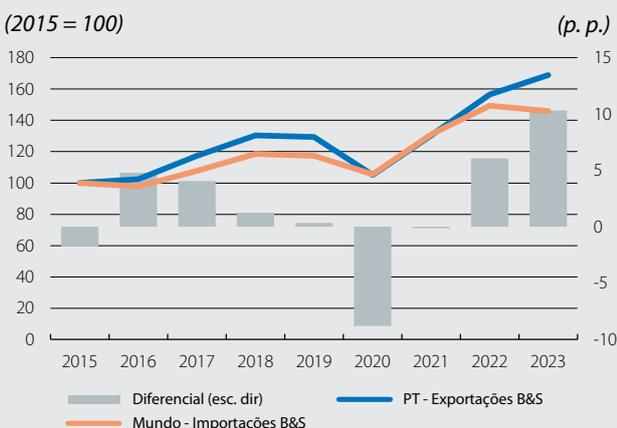
muito diversificada, evidente no facto de os 10 produtos mais exportados representarem 62,4% do total exportado.

O material de transporte – automóveis e partes – é o principal produto exportado, representando cerca de 13% das exportações de bens, relativamente estável face à quota de 2015, mas cerca de 4 pontos percentuais abaixo da quota em 2019 (16,8%). Em termos médios anuais as exportações deste setor cresceram 6,1%, mais do que o crescimento das exportações totais de bens (c. 5,5%). Mas nos primeiros 10 meses de 2024, as vendas ao exterior do setor contraíram 2,5% homólogo, sugerindo que também em Portugal o setor estar-se-á a ressentir da crise que enfrenta.

Em segundo lugar surgem os produtos alimentares, que têm vindo a ganhar peso nas exportações de bens, representando atualmente 8,3% da exportação total de bens (cerca de 6,5% em 2015), mas que apresenta um movimento ascendente significativo desde 2023. O crescimento médio anual foi de 8,3%, mas no acumulado de 2024 avançaram 13%.

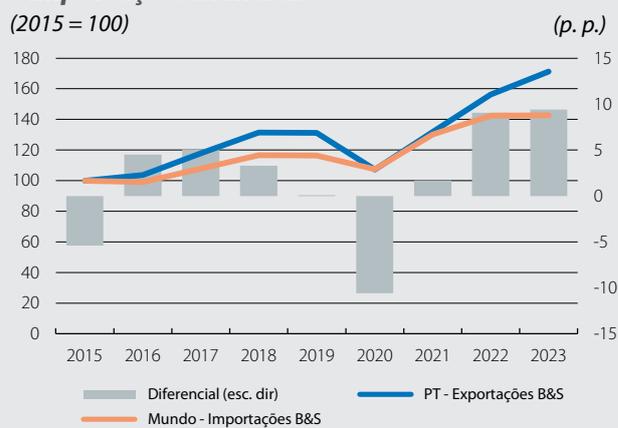
O terceiro item mais exportado desde 2015 são os produtos informáticos, eletrónicos e óticos – uma alteração significativa no ranking dos bens exportados, já que em 2015 ocupava o 13º lugar. Atualmente a quota destes produtos é 7,3%, não muito distante do 2º classificado. Nos 10 primeiros meses de 2024, a exportação destes produtos aumentou 10,4%; em termos médios anuais, desde 2015, o ritmo de expansão é de aproximadamente 17%, com contributos muito fortes nos anos de 2016, 2017, 2019 e 2022.

Exportações portuguesas e importações mundiais



Fonte: BPI Research, com base em dados de WTO.

Exportações (sem combustíveis) portuguesas e importações mundiais



Fonte: BPI Research, com base em dados de WTO.

1. A informação disponível é a preços correntes.

2. Contributo para o crescimento das exportações totais que incluem bens e serviços.

Embora só apareça em 8º lugar no ranking dos produtos mais exportados, destacamos o crescimento significativo das exportações de produtos farmacêuticos, cujo ritmo de crescimento médio anual entre 2015 e 2024 é de 16,9%, representando atualmente 4,9% das exportações totais (1,9% em 2015). Entre 2022 e 2024, o setor internacionalizou-se de forma mais evidente, o que estará associado ao reconhecimento internacional da indústria da saúde portuguesa, nomeadamente ao nível da formação académica nacional e da sua classificação em 5º lugar num conjunto de 82 países com maior número de investigadores por milhão de habitantes (2022).

Embora a diversificação dos bens exportados seja elevada, os principais mercados não se alteraram significativamente desde 2015, com os cinco principais destinos a absorverem quase 62% do total exportado. Estes destinos são Espanha, Alemanha, França, EUA e Reino Unido e todos eles, exceto o Reino Unido apresentam ritmos de crescimento superiores ao total.

Entre estes, destaca-se o incremento das vendas para os EUA, a um ritmo superior a 8%, e que o colocou como o 4º principal destino dos bens portugueses, destacando-se as vendas de produtos farmacêuticos e de produtos petrolíferos refinados.

E, sobretudo, o dinamismo das exportações para a Alemanha, que desde 2015 crescem em média 5,8%, revelando particular dinamismo desde 2022. Nos primeiros 10 meses de 2024, o crescimento foi de 19% (!), com contributos significativos dos produtos farmacêuticos, informáticos, eletrónicos e óticos e do equipamento de transporte. Estes três bens representam, em 2024, 12,4%, 19,5% e 18,6%, respetivamente, da exportação de bens para a Alemanha.

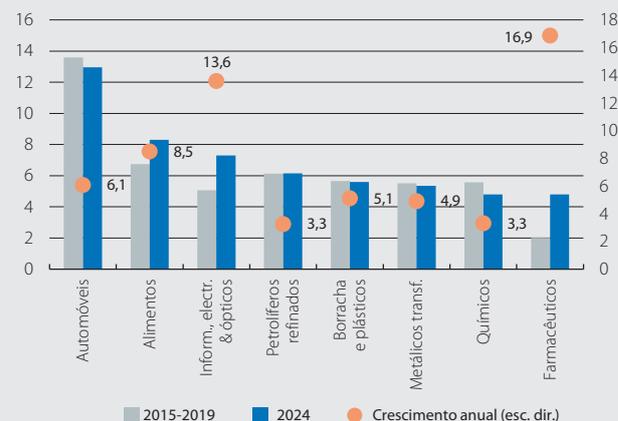
Relativamente às exportações de produtos farmacêuticos para a Alemanha ainda não é possível tirar conclusões claras se se trata de uma alteração estrutural ou apenas de um movimento pontual, pois o registo da quota de 12% em 2024 representa uma alteração muito significativa face aos níveis entre os 2,5% e 3% observados desde 2015. Contudo, há sinais que sugerem que as vendas de medicamentos para a maior economia europeia não voltarão a quotas próximas dos 3%, pois, como já referido, a indústria da saúde portuguesa tem vindo a ganhar prestígio internacionalmente e porque há notícias que indicam entrada de investimento alemão no setor farmacêutico.

Já no caso dos produtos informáticos, eletrónicos e óticos, o facto de representar praticamente 1/5 do valor exportado para este país, parece refletir uma tendência de crescimento gradual desde 2015, passando de uma quota de 8,6% nesse ano, para 16,8% em 2019, atingindo os 19,5% em 2024.

No caso dos equipamentos de transporte, a tendência é inversa, partindo de 25% em 2015 para 18,6% em 2024.

Exportações de bens

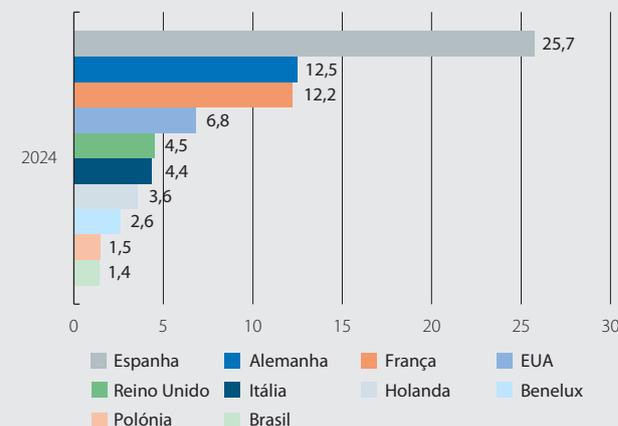
% do total, crescimento médio anual entre 2015 e 2024



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

Destino das exportações de bens

(% do total)



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

Nos serviços, até setembro, as exportações ascendiam a 43,5 mil milhões de euros, registando um crescimento médio anual de 9,4% desde 2015. Mas a sua estrutura pouco se alterou na última década e, ao contrário dos bens, está excessivamente dependente de um único produto: turismo. Este setor, acrescido dos serviços de transporte de passageiros (8,6% do total dos serviços exportados), representa 59,7% das exportações de serviços. Nas 2ª e 3ª posições estão os serviços fornecidos por empresas, com destaque para os serviços de consultoria, e os serviços de telecomunicações, informáticos e informação, observando-se, também aqui, um ganho de importância na exportação deste tipo de serviços.

A balança tecnológica espelha este ganho de quota das exportações de bens e serviços com maior incorporação de tecnologia, com os respetivos créditos a crescerem a um ritmo médio anual de 15,5% entre 2015 e 2024, e respetivo saldo superavitário 38,4%. Este crescimento traduziu-se no aumento do peso no PIB de 0,9% em 2015 para

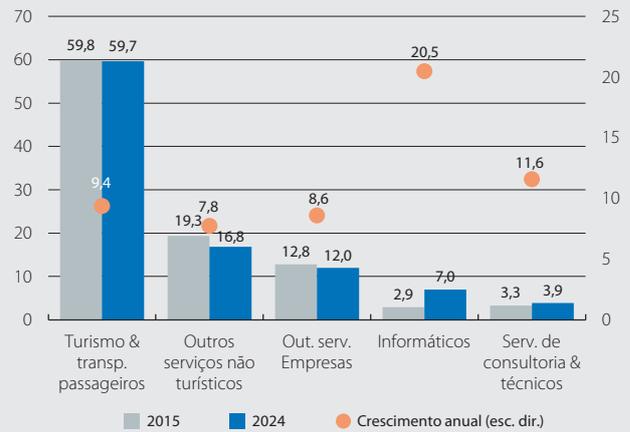
2,1% em 2024, no caso dos créditos, e de 0,1% para 0,8% no caso do saldo.

Concluindo, as empresas portuguesas mantêm um ímpeto de internacionalização e a qualidade dos bens e serviços exportados está a melhorar, com ganhos de quota na exportação de bens que incorporam tecnologias de ponta, refletindo também os ganhos no campo educacional, na medida em que são setores necessitados de recursos humanos altamente qualificados. O mesmo ocorre, ainda que mais lentamente, nos serviços com cariz mais técnico. A atual conjuntura de maior incerteza por via da possibilidade que 2025 seja marcado pelo agravamento do grau de protecionismo comercial a nível global constituirá um desafio cuja dimensão dependerá do tipo de incremento do protecionismo: incidirá em setores específicos ou se serão medidas mais generalizadas? No entanto, haverá fatores mitigadores. Por um lado, não há evidência de que as exportações portuguesas para os EUA entre 2017 e 2021 tenham sido particularmente afetadas pela política da primeira presidência de Trump. Por outro, maioritariamente Portugal exporta para parceiros europeus, com quem a regra da livre circulação de bens e serviços está assegurada, reduzindo o impacto de uma eventual redução do comércio internacional mundial.

Teresa Gil Pinheiro

Exportações de serviços

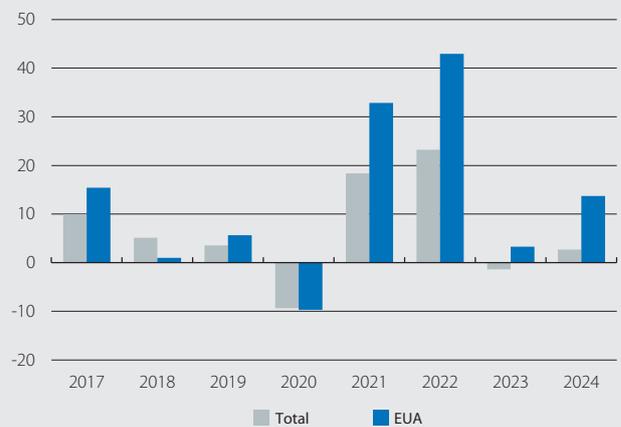
(% do total, crescimento médio anual entre 2015 e 2024)



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

Exportações de bens

Crescimento anual (%)



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

Falemos de preços, não de inflação

No recente surto inflacionista falámos muito de inflação e, paradoxalmente, pouco falámos do que lhe está subjacente: os preços. A inflação superou os dois dígitos no seu pico em outubro de 2022 (10,2%) e recentemente ronda já cifras em torno do valor objetivo de 2%. Neste artigo, queremos dar uma perspetiva diferente: independentemente da taxa de inflação, como evoluíram os preços neste surto? Isto é, dado que este surto inflacionista está a caminho de ser debelado, como estão os preços hoje face ao início do surto e face ao seu pico? Como se comportam os diferentes agregados/categorias? Estão todos mais caros ou existem hoje alguns preços mais baixos?

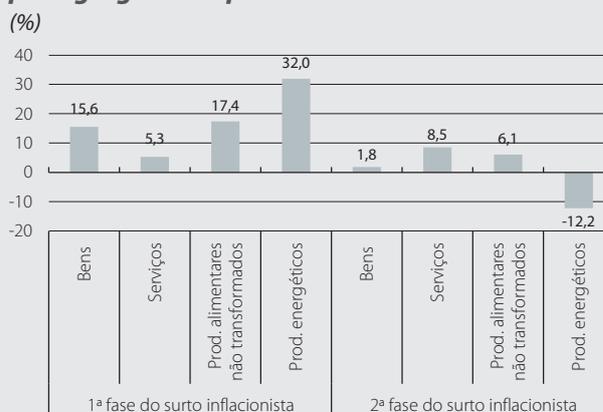
A primeira fase do surto inflacionista

Definimos como primeira fase do surto a altura a partir da qual a inflação começou a subir de forma mais consistente (julho de 2021) até ao mês em que registou a taxa mais elevada (outubro de 2022). Neste período, o índice de preços de uma forma global escalou 11,4% significando que o conjunto de bens e serviços considerados representativos da estrutura de consumo da população residente em Portugal subiu nessa grandeza. Por agregados especiais, a subida de preços dos Bens neste espaço temporal foi de 15,6%, muito superior à subida de preços dos Serviços (5,3%). Por sua vez, os Produtos alimentares não transformados tiveram um aumento de preços de 17,4% e os Produtos energéticos um aumento ainda mais extraordinário: 32%.

De facto, a energia foi o dínamo inicial do surto inflacionista e este efeito exacerbou-se após a invasão da Ucrânia pela Rússia e a crise energética que se seguiu, com efeitos no preço da referência europeia para o gás natural (TTF holandês) e, por conseguinte, no mercado grossista de eletricidade (onde o preço marginal é muitas vezes formado via preço das centrais que usam gás para produzir eletricidade). Recordar que em 2021 a Rússia era o terceiro principal fornecedor de gás natural a Portugal.

Depois, nesta primeira fase, ocorreu a pressão sobre as *commodities* alimentares. Portugal tem um baixo nível de autossuficiência nos cereais e fertilizantes. A Rússia é uma importante produtora de fertilizantes e a Ucrânia uma importante produtora de cereais. No óleo de girassol, mais de 70% das exportações mundiais em 2021 tinha origem nos dois países envolvidos em guerra. A produção de cereais ucraniana diminuiu 29% na campanha de 2022-2023 e ocorreram também bloqueios aos portos ucranianos no mar negro que paralisaram as exportações. As importações provenientes da Ucrânia de milho e óleo de girassol em 2021 representavam 35% e 31%, respetivamente, do total das importações nacionais destes produtos. Tudo isto se refletiu nos mercados de *commodities* alimentares e justifica que os preços dos bens alimentares

Variação de preços no consumidor por agregados especiais



Nota: 1ª fase de julho de 2021 a outubro de 2022. 2ª fase de outubro de 2022 a outubro de 2024.
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

mais básicos no consumidor tenham incrementado quase 20%. Analisando agora não pelos agregados especiais, mas sim por classes COICOP,¹ confirmamos que as classes que englobam a alimentação e a energia foram as que de facto aumentaram mais de preço entre estas duas datas: Habitação, água, eletricidade, gás e outros combustíveis (+20,4%), e, Produtos alimentares e bebidas não alcoólicas (+18,1%).

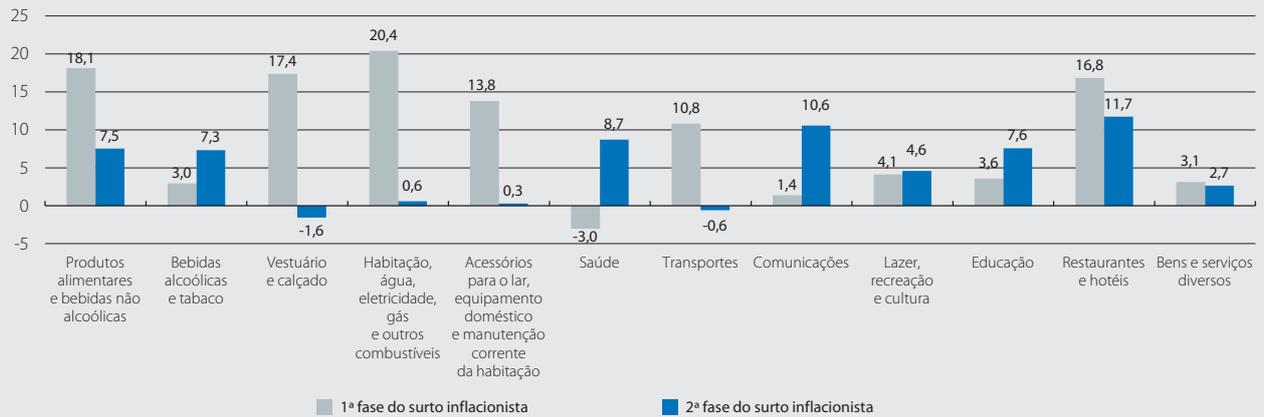
A segunda fase do surto inflacionista

Considerámos a segunda fase do surto inflacionista entre o pico da taxa de inflação (outubro 2022) e o último dado de que dispomos com detalhe à data em que escrevemos (outubro 2024). Esta segunda fase é a que justifica que possamos chamar ao conjunto destes três anos uma época de surto inflacionista – o evento de disseminação generalizada pelo cabaz de compras. De facto, a energia e os alimentos, foram o rastilho, mas de seguida há a contaminação do cabaz. Ou seja, os picos de preço nestes bens não foram episódicos nem se reverteram suficientemente rápido para que não ocorresse a dispersão que se lhe seguiu. Antes de mais porque a energia é input na produção de muitos bens e serviços. A correia de transmissão funciona da seguinte forma: em Portugal os custos com a energia equivalem a 7% do valor da produção do tecido empresarial como um todo, mas 29% do valor da produção das empresas do setor dos Transportes terrestres. Como muitos dos bens têm de ser transportados dessa forma, as empresas do setor refletem o aumento dos custos energéticos no preço dos seus serviços que se traduz posteriormente em aumento de preço de outros bens e serviços não energéticos. À parte disso existem

1. Classificação do Consumo Individual por Objectivo da OCDE.

Variação de preços no consumidor por classes COICOP

(%)



Nota: 1ª fase de julho de 2021 a outubro de 2022. 2ª fase de outubro de 2022 a outubro de 2024.
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

também setores de serviços com uma exposição direta forte aos preços da energia: os custos da energia equivalem a 14% do valor da produção do setor da Restauração, por exemplo.

Olhando então para os agregados especiais nesta segunda fase do surto, os preços dos Bens aumentaram 1,8%, os preços dos Serviços 8,5%, e, os preços dos Produtos alimentares não transformados 6,1%. Por sua vez, os preços dos produtos energéticos recuaram (-12,2%), o que também serviu de apoio à moderação da inflação como um todo. Por classes COICOP são agora categorias de Serviços a liderar o aumento de preços neste horizonte temporal: Restaurantes e Hotéis (+11,7%) e Comunicações (+10,6%).

Existirão agora preços mais baixos face ao início do surto? A resposta é: depende da granularidade com que quisermos fazer a análise. Naquela que fizemos até agora, todos os agregados especiais e as 12 classes COICOP apresentam hoje preços mais caros do que em julho de 2021. Face a outubro de 2022 a resposta muda: na classe de Vestuário e calçado os preços estão 1,6% inferiores e nos Transportes residualmente abaixo (-0,6%). Se aumentarmos a granularidade para categorias «mais finas»² há 16 com preços mais baixos³ do que no início do surto e outras (32) com preços acima de 20% mais altos⁴ face ao início do surto.

Concluindo, o *outcome* do surto inflacionista redonda naquilo que pretendemos ilustrar no último gráfico: preços e salários cerca de 17% acima daqueles do início do

Evolução de preços e salários

(Julho de 2021 = base 100)



Nota: Remuneração do trabalho refere-se à remuneração bruta mensal média regular e os preços refere-se ao índice do cabaz total do IPC.
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

surto que contribuíram para salários reais apenas 1,5% acima. O comportamento das curvas atesta o que se conhece da teoria económica destes ciclos – numa primeira fase ajustam os preços e numa segunda face há o *catching up* dos salários, mais viscosos.

Tiago Belejo Correia

2. São 127 categorias.

3. Destacam-se Equipamento para receção, registo e reprodução de som e imagem (-18,5%), Meios ou suportes de gravação (-15,9%), e Equipamento audiovisual, fotográfico e de processamento de dados (-14,7%).

4. Destacam-se os Óleos e gorduras (+40,4%), Férias organizadas (+37,2%), e Gás (+37,1%).

Indicadores de atividade e emprego

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

	2022	2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	10/24	11/24	12/24
Índice coincidente para a atividade	5,9	3,5	2,1	1,4	1,1	...	1,2	1,3	...
Indústria									
Índice de produção industrial	0,8	-3,1	1,4	1,4	-0,8	...	4,7	-2,2	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-3,4	-7,4	-7,9	-6,7	-6,2	-3,9	-4,1	-3,5	-4,1
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	6,2	7,5	-17,6	7,8	11,6	...	8,7	...	...
Compra e venda de habitações	1,3	-18,7	-4,1	10,4	19,4	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária)	13,8	9,1	5,5	6,8	8,5	...	12,0	13,7	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	158,9	19,1	13,1	9,5	7,8	...	6,7	6,4	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	15,2	7,6	6,3	4,3	-0,4	11,9	5,5	12,3	17,9
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	5,5	1,1	1,8	2,2	3,9	...	5,7	5,7	...
Indicador coincidente do consumo privado	4,1	2,9	2,4	2,2	2,5	...	2,8	3,0	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-29,7	-28,6	-24,6	-18,7	-14,3	-14,3	-13,9	-14,0	-15,0
Mercado de trabalho									
População empregada	3,3	2,3	1,4	1,0	1,2	...	1,4	1,3	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,1	6,5	6,8	6,1	6,1	...	6,6	6,7	...
PIB	7,0	2,3	1,4	1,6	1,9	...	-	-	-

Preços

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

	2022	2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	10/24	11/24	12/24
Inflação global	7,8	4,4	2,2	2,7	2,2	2,4	2,3	2,5	3,0
Inflação subjacente	5,6	5,1	2,3	2,4	2,5	2,6	2,6	2,6	2,8

Setor externo

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

	2022	2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	10/24	11/24	12/24
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	23,2	-1,4	-5,5	-3,7	0,8	...	2,7	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	31,7	-4,0	-7,3	-5,6	-0,9	...	0,0	...	...
Saldo corrente	-4,7	1,3	3,1	4,4	5,2	...	5,7	...	...
Bens e serviços	-4,8	3,3	4,6	5,2	5,8	...	6,1	...	...
Rendimentos primários e secundários	0,1	-2,0	-1,5	-0,8	-0,7	...	-0,4	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	-2,5	5,0	6,9	8,0	8,5	...	9,3	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2022	2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	10/24	11/24	12/24
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	6,4	-2,3	2,7	5,6	6,0	...	6,6	7,0	...
À vista e poupança	12,0	-18,5	-14,8	-8,6	-6,7	...	-3,6	-0,7	...
A prazo e com pré-aviso	-1,2	22,2	27,1	24,0	20,9	...	18,0	15,1	...
Depósitos das Adm. Públicas	12,4	-12,4	9,1	4,5	29,1	...	7,3	11,1	...
TOTAL	6,5	-2,6	2,9	5,6	6,7	...	6,6	7,1	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	1,8	-1,5	-0,8	-0,3	1,1	...	1,5	2,0	...
Empresas não financeiras	-0,6	-2,1	-1,7	-1,7	-0,6	...	-0,2	0,3	...
Famílias - habitações	3,3	-1,4	-0,7	0,1	1,5	...	2,1	2,6	...
Famílias - outros fins	2,7	-0,3	1,5	2,5	4,0	...	4,1	4,2	...
Administrações Públicas	-2,7	-5,5	5,9	-5,8	-4,1	...	-3,8	-4,0	...
TOTAL	1,6	-1,7	-0,5	-0,5	0,9	...	1,4	1,8	...
Taxa de incumprimento (%)²	3,0	2,7	2,7	2,6	2,6	...	-	-	-

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 termina 2024 no pódio

2024 foi um ano de surpresas. O consenso dos analistas publicado pela Funcas, em janeiro, situava a previsão de crescimento do PIB para o conjunto do ano em 1,6%. Este valor quase duplicou em novembro para 3,0%, ligeiramente acima dos 2,8% estimados pelo BPI Research em setembro. Na mesma ótica, o Banco de Espanha reviu em alta as suas previsões de crescimento do PIB em dezembro passado, para 3,1% em 2024 e 2,5% em 2025 (mais 0,3 p.p. do que nas suas previsões anteriores em ambos os casos). Relativamente à inflação, o Banco de Espanha manteve a previsão praticamente inalterada, com um pequeno ajustamento em alta de 1 décimo de ponto percentual em 2026, para 1,8%.

Prevíamos, no final do ano passado, uma mudança no padrão de crescimento no sentido de um maior peso da procura interna, após dois anos em que o motor do crescimento foi a procura externa. O processo de normalização do setor do turismo e o esgotamento das poupanças acumuladas durante a pandemia levaram-nos a acreditar que esta mudança no padrão de produção seria acompanhada por um ligeiro abrandamento. As exportações, em especial as exportações de serviços turísticos e não turísticos, continuaram a bater recordes e o consumo das famílias foi mais dinâmico do que o previsto, o que explica as sucessivas revisões em alta ao longo do ano. Os principais indicadores sugerem que o bom desempenho da economia continuou durante o 4T 2024. Espera-se que, até 2025, o crescimento se mantenha dinâmico, embora provavelmente não tão dinâmico como em 2024.

O PIB continuou a crescer de forma dinâmica no 3T 2024.

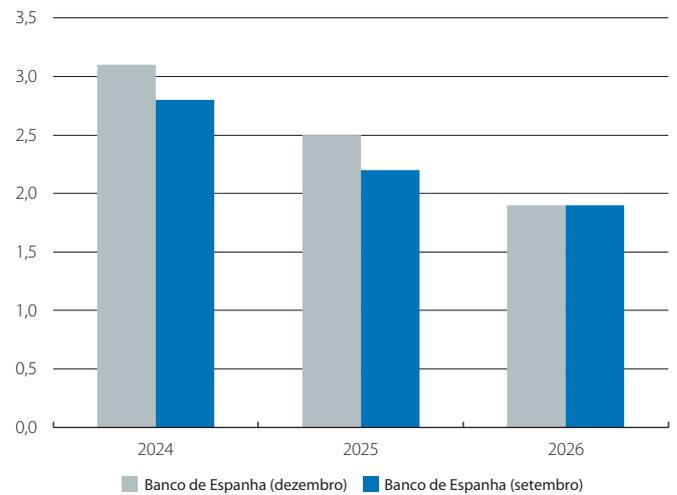
Na segunda estimativa do PIB do 3T, o INE confirmou que o crescimento económico se situou em 0,8% em termos trimestrais, um ritmo de crescimento semelhante ao do 2T, e 6,6% acima do nível do 4T de 2019. A alteração do padrão de crescimento foi reiterada, dado que o consumo das famílias e o consumo público aumentaram 1,2% e 2,5%, respetivamente; o ritmo mais rápido dos últimos dois anos. Em sentido contrário, o investimento caiu 1,3% e permanece 0,5% abaixo do nível do 4T 2019. Por fim, as exportações continuaram a crescer de forma bastante dinâmica, mas o crescimento mais forte das importações fez com que o setor externo desse um contributo negativo de 0,2 p.p. para o crescimento em termos semestrais.

Os principais indicadores apontam para um bom crescimento no 4T.

Na ausência da publicação dos dados de crescimento do último trimestre do ano, os principais indicadores de atividade mantiveram os bons registos do resto do trimestre. O indicador de consumo do BPI Research cresceu 3,2% em dezembro, em termos homólogos, e fechou o melhor trimestre do ano com um aumento de 4,0%. Por conseguinte, o con-

Espanha: projeções do PIB do Banco de Espanha

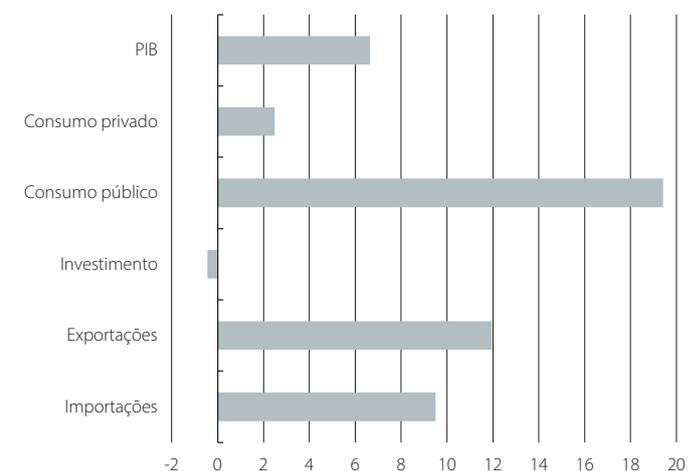
Varição homóloga (%)



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

Espanha: o PIB e as suas componentes

Varição no 3T 2024 em relação ao 4T 2019 (%)



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.

sumo espanhol cresceu, em média, 3,5% em termos homólogos em 2024 (4,8% em 2023), enquanto a inflação se moderou para 2,8% em média (3,5% em 2023). Os índices de confiança das empresas, por outro lado, mantêm-se confortavelmente na zona de expansão, acima dos 50 pontos: o PMI dos serviços aumentou fortemente em dezembro para 57,3 (53,1 em novembro), enquanto o PMI da indústria transformadora se manteve a um nível semelhante ao do mês anterior (53,3 em dezembro vs.53,1 em novembro).

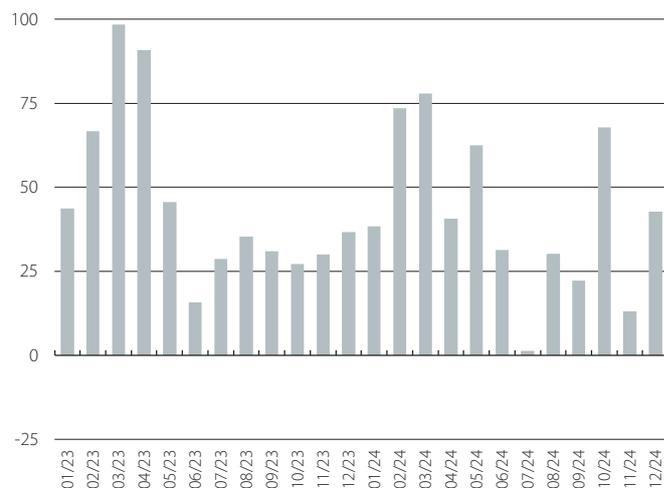
Um bom ano para o emprego. A criação de emprego, fundamental para compreender o desempenho da economia ao longo de 2024, voltou a acelerar em dezembro, com 35.500 novos inscritos na segurança social, contra 29.900 no mesmo mês de 2023. Neste sentido, o mercado de trabalho espanhol encerrou o ano com um aumento de mais de 500.000 novos inscritos, elevando o número total de inscritos na Segurança Social para 21.337.962. O aumento, em termos corrigidos de sazonalidade, foi de 42.700, pelo que o crescimento trimestral das inscrições no 4T acelerou para 0,5%, em comparação com 0,3% no trimestre anterior. Por fim, o número de desempregados diminuiu em 25.300, elevando o número total de desempregados para 2,56 milhões, o valor mais baixo desde dezembro de 2007.

O bom desempenho do mercado de trabalho aumenta o rendimento das famílias. O rendimento disponível bruto das famílias (RDB) cresceu 8,2% em termos homólogos no 3T. Este aumento do RDB deveu-se principalmente à solidez do mercado de trabalho, que impulsionou o crescimento das remunerações dos trabalhadores por conta de outrem para 7,4%, enquanto as prestações sociais cresceram menos, 5,8%. Como o aumento da despesa de consumo final foi de 6,6% (inferior ao aumento do rendimento bruto), a taxa de poupança aumentou. Nomeadamente, a taxa de poupança acumulada no quarto trimestre aumentou 0,3 p.p. para 13,7%.

A inflação continua a aumentar, mas mantém-se moderada. Durante o 4T, a inflação tem registado uma tendência ascendente, depois de ter atingido em setembro o seu nível mais baixo desde o início de 2021. Conforme os dados divulgados pelo INE, a inflação subiu pelo terceiro mês consecutivo em dezembro para 2,8%, mais 0,4 p.p. do que em novembro, impulsionada sobretudo pelos preços dos combustíveis e, em menor grau, pelos preços dos serviços relacionados com o lazer e a cultura. A inflação subjacente, por outro lado, recuperou 0,2 p.p. para 2,6%. Tanto os dados relativos à inflação global como à inflação subjacente ficaram abaixo do intervalo esperado pelo BPI Research no cenário atual que realizámos em setembro, em grande parte porque os preços da energia se mantiveram mais moderados do que o esperado. Se confirmada, a inflação global média em 2024 situar-se-ia em 2,8% em termos homólogos (3,5% em 2023) e a inflação subjacente média em 2,9% (6,0% em 2023).

Espanha: inscritos na Segurança Social

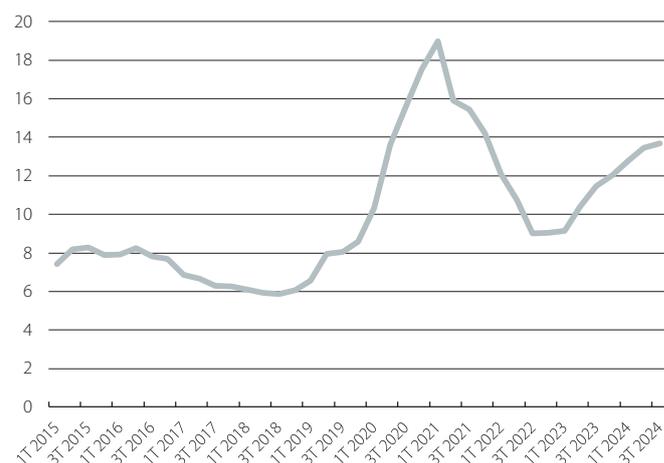
Varição mensal (milhares) *



Nota: * Dados corrigidos de sazonalidade.
 Fonte: BPI Research, com base em dados do MISMM.

Espanha: taxa de poupança das famílias

Rendimento disponível bruto(%)



Nota: Acumulado em quatro trimestres.
 Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.

Espanha: inflação

Varição homóloga (%)



Nota: A inflação subjacente exclui os produtos alimentares não transformados e a energia.
 Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.

O apetite dos estrangeiros por comprar uma casa em Espanha após a pandemia

A procura por habitação em Espanha por parte de estrangeiros cresceu de forma muito significativa após a pandemia. De acordo com os dados das transações imobiliárias do Ministério da Habitação e da Agenda Urbana (MIVAU), os estrangeiros compraram 125.857 imóveis no último ano até o 3T 2024, representando 18,4% do total, o que significa um aumento de 30,7% em relação a 2019.¹ Em comparação, as transações realizadas por espanhóis estão 17,7% acima do nível de 2019. Não há dúvida de que a procura estrangeira é um pilar fundamental para explicar a força da procura por habitação no ciclo expansivo atual. Como veremos, grande parte desta procura provém de estrangeiros que residem em Espanha, um grupo que tem vindo a aumentar nos últimos anos, durante os quais se tem registado uma chegada notável de imigrantes ao país.

Diferenças entre os compradores estrangeiros residentes e não residentes

Entre os compradores estrangeiros, verifica-se uma diferença de comportamento entre os que residem em Espanha e os que não residem. Estes dois grupos apresentam, em geral, motivos de compra diferentes: os não residentes tendem a adquirir uma habitação em Espanha por motivos de lazer e preferem as zonas turísticas, enquanto os residentes normalmente o fazem por razões de trabalho ou educação, sendo mais comum que comprem em áreas mais urbanas.² Também existem diferenças em relação ao preço médio por metro quadrado das habitações adquiridas: os não residentes adquirem habitações de maior preço por metro quadrado (2.895 €/m² no 1S 2024) do que os residentes (1.734 €/m²) e os nacionais (1.659 €/m²).³ Em termos de nacionalidades, os principais compradores não residentes são oriundos de países europeus, com os britânicos, alemães, holandeses, belgas e franceses a liderarem (48,5% do total). Entre os estrangeiros residentes, os marroquinos foram os principais compradores no 1S 2024, seguidos pelos romenos e italianos, liderando a quota de transações em várias comunidades autónomas, com exceção da Galiza e Madrid, onde os portugueses e os chineses, respetivamente, foram as nacionalidades com maior número de compras.

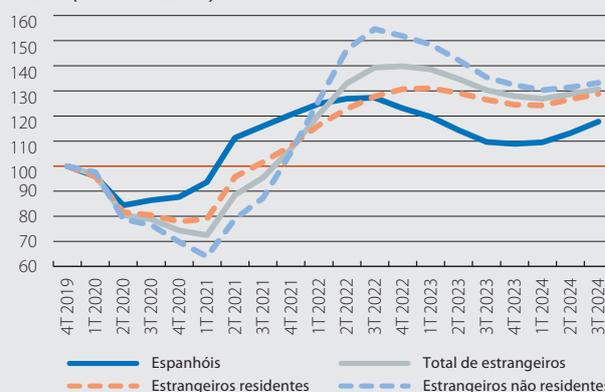
1. Segundo o Colegio de Registradores, as compras e vendas por parte de estrangeiros representaram 14,9% do total, cerca de 87.600 compras e vendas, acumulado dos quatro trimestres até o 3T 2024. Neste artigo, usamos os dados do MIVAU (procedentes de Notariado), dado que permitem distinguir entre estrangeiros residentes e não residentes.

2. As compras e vendas de estrangeiros não residentes representam cerca de 44% do total de compras e vendas de estrangeiros (dados acumulados de quatro trimestres até o 3T 2024).

3. Dados sobre o preço médio e nacionalidades do Notariado: «Relatório analítico de compra e venda de imóveis por parte de estrangeiros 1S 2024».

Espanha: compra de imóveis por nacionalidade e residência do comprador

Índice (100 = 4T 2019)



Fonte: BPI Research, com base em dados do Ministério da Habitação e da Agenda Urbana.

No gráfico, observa-se que, durante a pandemia, as compras de estrangeiros não residentes desceram de forma mais acentuada (-30,2% em comparação com -22,1% dos estrangeiros residentes e -12,2% dos espanhóis em 2020), devido às restrições à mobilidade internacional naquele momento. No entanto, as aquisições de não residentes experimentaram um forte aumento em 2021 e, especialmente, em 2022, superando amplamente o crescimento dos residentes e dos espanhóis.

Com o aumento das taxas de juros, as transações desceram em todos os tipos de comprador em 2023. No entanto, a queda foi mais moderada para os estrangeiros residentes (-4,7%) do que para os não residentes (-12,9%) e para os espanhóis (-11,6%), pois o aumento das taxas de juro coincidiu com um fluxo migratório⁴ muito significativa, que tem impulsionado a compra de habitação por parte de estrangeiros residentes.⁵

Diferenças regionais: os estrangeiros escolhem zonas turísticas e urbanas

O aumento da compra de imóveis por estrangeiros não afetou todo o território de forma igual, pois estas aquisições estão concentradas em zonas turísticas (arquipélagos e o arco mediterrânico) e urbanas (especialmente em Barcelona e Madrid). A tabela apresenta as 10 províncias com o maior número de compras por estrangeiros no 3T 2024 (acumulado de quatro trimestres). Estas províncias

4. Aumento de cerca de 1 milhão de pessoas estrangeiras entre 2022 e 2023.

5. Para uma análise sobre a relação entre o aumento da população e o aumento do preço da habitação, consulte «População e preço da habitação em Espanha: uma relação estreita», publicado no Relatório Setorial Imobiliário 1S 2024.

concentram 76% do total de compras por estrangeiros, 90% das compras de não residentes, mas apenas 66% das compras de residentes, o que revela uma maior dispersão geográfica destas últimas.

Alicante é a província com mais compradores estrangeiros, onde estes representam aproximadamente metade do total das compras, com grande presença de não residentes (68,6% do total de estrangeiros). Outras províncias turísticas, como Málaga ou as Baleares, também se caracterizam pelo elevado peso dos estrangeiros não residentes. Por outro lado, os estrangeiros residentes predominam em Barcelona, Madrid e Valência.

O fim dos vistos dourados terá um impacto limitado

Em 2013, foi aprovada a Lei14/2013, que permitia a pessoas não residentes na UE obter permissões de residência em Espanha em troca de investimentos significativos no país, como a compra de imóveis por mais de 500.000 euros. Segundo dados do Governo, desde que a lei foi aprovada até outubro de 2024, foram concedidos 15.149 Golden Visas ligados a investimentos imobiliários, na sua maioria a cidadãos da China, Rússia, Reino Unido, EUA, Reino Unido e EUA, Ucrânia, Irão, Venezuela e México. As principais províncias de investimento são Barcelona, Madrid, Málaga, Alicante, Ilhas Baleares e Valência, que representam 90% das autorizações concedidas em toda a Espanha.⁶

A Comissão Europeia tem manifestado, em várias ocasiões, a sua preocupação relativamente a este tipo de programas que oferecem residência em troca de investimento, uma vez que podem expor a UE a riscos de segurança, branqueamento de capitais e evasão fiscal, preocupação que se intensificou após a guerra na Ucrânia. Vários países estão a retirar este tipo de esquemas.⁷ Em Espanha, a lei que põe fim aos vistos Gold foi aprovada em janeiro de 2025 e entrará em vigor em abril. No entanto, o impacto desta eliminação sobre o mercado imobiliário deverá ser limitado, pois representam uma fração muito pequena do total das compras e vendas.

6. A Lei Orgânica 1/2025, de 2 de janeiro, de medidas em matéria de eficiência do Serviço Público de Justiça, deixa sem efeito os artigos 63 a 67 da Lei14/2013, que estabeleciam as condições para optar pelo Golden Visa.

7. A Irlanda suprimiu o seu visto Gold em fevereiro de 2023, Portugal eliminou o seu visto de investimento imobiliário em 2023 e os Países Baixos suprimiram o seu em janeiro de 2024. A Albânia tinha previsto introduzir um Golden Visa em 2022, mas a Comissão Europeia instou o país a abster-se.

Top 10 de províncias por compras e vendas de habitação por parte de estrangeiros

	Número	Varição entre 2019 e o 3T 2024	% de estrangeiros *	% de não residentes **
Total (Espanha)	125.857	30,7%	18,4	44,0
Alicante	28.239	35,3%	50,9	68,6
Málaga	14.094	36,1%	38,1	72,1
Barcelona	10.930	35,5%	16,6	16,9
Madrid	8.459	11,2%	10,2	13,0
Valência	8.380	35,4%	20,4	22,4
Múrcia	7.349	42,0%	28,4	57,2
Baleares	5.689	2,2%	37,7	66,8
Santa Cruz de Tenerife	4.931	24,1%	38,6	56,2
Las Palmas	4.069	15,6%	28,8	56,0
Girona	3.983	9,8%	27,6	56,5

Notas: Dados acumulados de 4 trimestres até o 3T 2024. * Compras e vendas de estrangeiros, em percentagem do total de compras e vendas. ** Compras e vendas dos não residentes, em percentagem do total de estrangeiros.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Ministério da Habitação e da Agenda Urbana.

Turismo internacional de negócios desde a pandemia

Na sequência de um 2023 em que os principais indicadores turísticos regressaram aos níveis máximos de 2019, o setor turístico espanhol não só continua a não mostrar sinais de esgotamento cíclico, como manteve a sua atratividade ao longo de 2024, especialmente entre os turistas internacionais. Estimamos que, em 2024, cerca de 94 milhões de turistas estrangeiros visitaram o país, o que representa um aumento de 9 milhões em relação a 2023 (um crescimento de 10%).¹

Não obstante a elevada competitividade do modelo turístico espanhol, a recuperação dos diferentes tipos de turistas tem sido irregular. O presente artigo analisa como se alteraram os motivos das visitas internacionais, comparando a situação atual com a de 2019, para avaliar se houve mudanças significativas nos padrões de consumo relevantes para o setor. Neste sentido, são utilizadas as estatísticas do INE relativas às chegadas de turistas internacionais (FRONTUR), que distinguem três grandes motivos de viagem: lazer, recreação e férias; razões profissionais e de negócios; e outras razões.

A principal razão para os estrangeiros visitarem Espanha é para férias e lazer. Durante o ano de 2024, 81 milhões de turistas estrangeiros visitaram o nosso país por este motivo (os chamados turistas de férias e de lazer), cerca de 8 milhões mais do que em 2019. Contudo, o grupo que regista um crescimento mais rápido é o dos turistas por «outras razões», que aumentaram mais de 40% em relação a 2019 (2,4 milhões de visitas adicionais em 2024). Incluem-se nesta categoria as viagens que podem ir desde visitas a familiares e amigos, a estudos, tratamentos médicos ou mesmo peregrinações religiosas, entre outras. Embora seja verdade que o seu impacto no total das chegadas é consideravelmente mais reduzido do que no caso do lazer e recreação, este já representa 8,2% das chegadas ao país, mais 2 pontos do que em 2019.

Por último, as chegadas por motivos profissionais e de negócios, os chamados turistas de negócios, são as únicas que ainda não recuperaram os níveis anteriores à pandemia: existe uma diferença de cerca de 240.000 chegadas em relação aos níveis de 2019 e são também atualmente as que menos crescem (5,7% em 2024, em comparação com 11% para lazer e 21% por outras razões). Relativamente aos principais emissores de turistas de negócios, os maiores decréscimos registam-se nas chegadas de turistas portugueses, belgas e britânicos, entre outros, destacando-se apenas o aumento das visitas de cidadãos dos EUA.

1. Neste artigo, os dados reportados consideram os 12 meses acumulados até novembro, os últimos dados disponíveis à data de fecho deste artigo, e são comparados com o mesmo período de 2019 e 2023.

Espanha: chegadas de turistas por objetivo de viagem

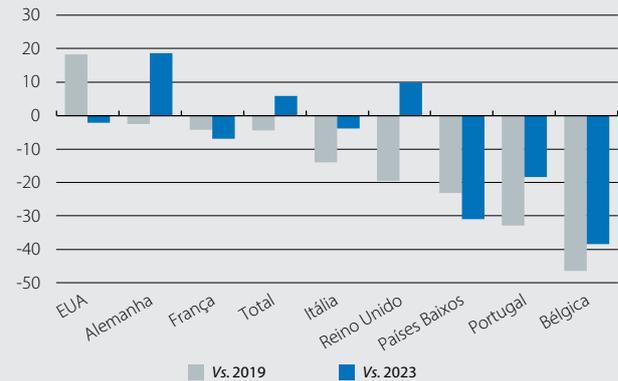
Varição em 2024 (%)



Nota: Os dados referem-se à média de 12 meses até novembro.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.

Espanha: chegadas de turistas de negócios por origem

Varição em 2024 (%)



Nota: Os dados referem-se aos 12 meses até novembro.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.

A evolução do trabalho pós-pandemia, com um aumento significativo do teletrabalho, a utilização exponencial de ferramentas que facilitam as reuniões virtuais e os cortes nos custos de deslocação das empresas explicam a quebra do turista internacional que se deslocava para reuniões noutros países, com estadias mais breves. Efetivamente, as estadias de menos de três dias dos turistas de negócios sofreram uma redução de 16% entre 2024 e 2019.

Em contrapartida, as chegadas com estadia de longa duração estão a aumentar, ou seja, as chegadas que implicam deslocações a feiras e eventos profissionais que não podem ser efetuadas virtualmente. As chegadas com uma duração entre 4 e 15 noites cresceram 11% em relação a 2019 e representam agora 46% das chegadas de turistas de negócios, mais 6 pontos do que em 2019. O setor MICE (*Meetings, Incentives, Conferences, and Exhibitions*), que

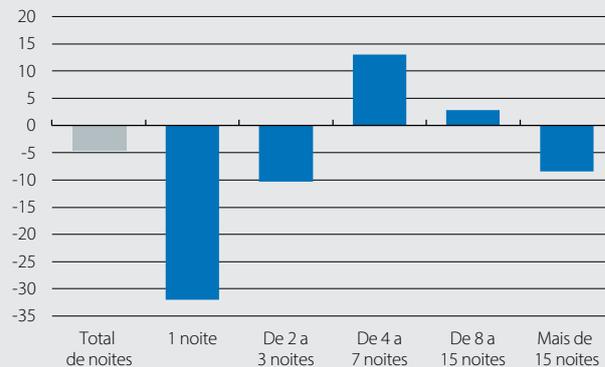
engloba a realização de feiras e eventos de natureza setorial e empresarial, está, de facto, a tornar-se cada vez mais atrativo no país, com um aumento do número de expositores e de participantes em 2023 e 2024. A maioria deste segmento de negócio está concentrada nas regiões com maior dinamismo económico e projeção internacional: As regiões de Madrid, Catalunha, Andaluzia e Valência representam 75% dos turistas de negócios no país.²

Seja como for, o turismo de negócios representou 6,0% do total de chegadas no período 2016-2019, um volume que foi reduzido para 5,4% em 2024. Assim sendo, este segmento de negócio é suscetível de ser melhorado a médio e longo prazo, o que poderá ser uma razão adicional para a chegada de turistas nos próximos anos. A recuperação deste segmento é particularmente relevante para o sector do turismo espanhol. Primeiramente, porque são turistas que gastam mais: em 2024, cerca de 1.400 euros por turista (mais 100 euros do que a média dos turistas de férias) e cerca de 240 euros por dia (mais 50 euros por dia do que a média dos turistas). As receitas associadas às viagens de negócios atingiram, em 2024, 7.126 milhões de euros. Em segundo lugar, devido ao facto de este grupo ser particularmente relevante para o nosso setor hoteleiro: no ano de 2024, 86% dos turistas de negócios ficaram alojados num hotel no nosso país, em comparação com 68% dos turistas de férias ou 33% dos turistas por outras razões.

2. O nosso país é anfitrião de feiras e eventos setoriais que são líderes mundiais: em Madrid, a FITUR (turismo), a Fruit Attraction (setor agroalimentar) e a ARCOmadrid (arte); em Barcelona, o Mobile World Congress (telecomunicações e TI) e a Alimentaria (setor agroalimentar). Segundo os dados dos próprios organizadores, em 2024, o número de participantes e de expositores nestas feiras aumentou a dois dígitos em relação a 2023, na ordem dos 10-19%.

Espanha: turistas de negócios por duração da estadia

Varição entre 2019 e 2024 (%)



Nota: Os dados referem-se à média de 12 meses até novembro.

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

Espanha: despesa média por turista por objetivo da viagem

(Euros por turista)

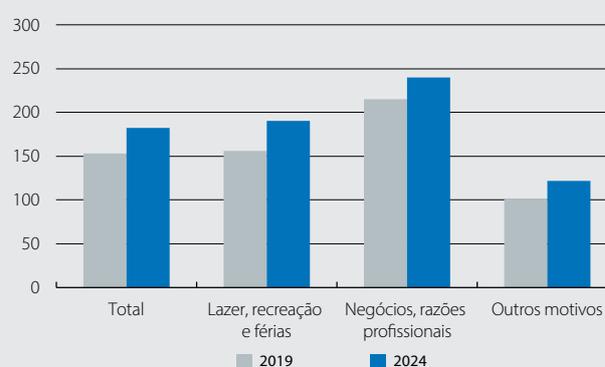


Nota: Os dados referem-se à média de 12 meses até novembro.

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

Espanha: despesa média diária por turista, por objetivo da viagem

(Euros por dia)



Nota: Os dados referem-se à média de 12 meses até novembro.

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

Indicadores de atividade e emprego

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	10/24	11/24	12/24
Indústria									
Índice de produção industrial	2,0	-1,4	-1,3	-0,5	0,3	0,6	1,9	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-0,8	-6,5	-8,0	-5,2	-5,5	-2,9	-8,0	-5,2	...
PMI das indústrias (valor)	51,0	48,0	45,9	50,7	52,8	51,5	54,5	53,1	53,3
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	0,6	0,5	0,5	2,0	4,6	10,2	11,8	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	14,8	-10,2	-10,2	-11,0	-10,0	-1,1	3,7	...	...
Preço da habitação	7,4	4,0	4,2	6,3	7,8	8,2	...	...	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	129,8	18,9	18,9	15,8	14,3	12,3	11,9	11,5	...
PMI dos serviços (valor)	52,5	53,6	51,2	54,3	56,6	55,2	54,9	53,1	57,3
Consumo									
Vendas a retalho ¹	2,2	2,5	2,8	1,1	0,5	2,6	3,4	1,0	...
Matrículas de automóveis	-5,4	16,7	11,7	3,1	8,5	1,7	7,2	6,4	28,8
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-26,5	-19,2	-19,1	-17,2	-14,4	-13,6	...	...	...
Mercado de trabalho									
População empregada ²	3,6	3,1	3,6	3,0	2,0	1,8	...	...	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	13,0	12,2	11,8	12,3	11,3	11,2	...	...	...
Inscritos na Segurança Social ³	3,9	2,7	2,6	2,6	2,4	2,3	2,5	2,4	2,4
PIB	6,2	2,7	2,3	2,6	3,2	3,3	...	...	...

Preços

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	10/24	11/24	12/24
Inflação global	8,4	3,5	3,3	3,1	3,5	2,2	1,8	2,4	2,8
Inflação subjacente	5,2	6,0	4,5	3,5	3,0	2,6	2,5	2,4	2,6

Setor externo

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	10/24	11/24	12/24
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	22,9	-1,4	-1,4	-6,9	-4,9	-1,8	-0,9	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	33,4	-7,2	-7,2	-9,8	-7,1	-3,1	-2,1	...	...
Saldo corrente	4,8	39,8	39,8	41,2	45,4	49,6	51,5	...	...
Bens e serviços	12,1	58,8	58,8	60,5	65,5	69,3	71,5	...	...
Rendimentos primários e secundários	-7,3	-19,1	-19,1	-19,2	-20,1	-19,7	-20,0	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	17,5	56,0	56,0	56,0	61,5	66,2	68,0	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros⁴

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	10/24	11/24	12/24
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	3,1	0,3	0,3	3,3	5,2	4,3	4,7	5,6	...
À vista e poupança	3,6	-7,4	-7,4	-5,2	-1,9	-1,6	-0,4	1,4	...
A prazo e com pré-aviso	-3,0	100,5	100,5	96,7	68,0	47,5	39,2	32,4	...
Depósitos das Adm. Públicas ⁵	-0,8	0,5	0,5	-4,6	-4,1	14,8	17,0	20,2	...
TOTAL	2,8	0,3	0,3	2,7	4,5	5,1	5,7	6,8	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	-0,4	-3,4	-3,4	-2,6	-1,3	-0,3	0,1	0,4	...
Empresas não financeiras	-0,7	-4,7	-4,7	-3,6	-1,8	-0,6	-0,1	0,2	...
Famílias - habitações	-0,2	-3,2	-3,2	-2,5	-1,5	-0,7	-0,3	0,1	...
Famílias - outros fins	0,0	-0,5	-0,5	-0,1	0,7	1,2	1,9	1,9	...
Administrações Públicas	0,6	-3,5	-3,5	-4,8	-2,7	-5,4	-2,4	-3,0	...
TOTAL	-0,3	-3,4	-3,4	-2,7	-1,4	-0,7	0,0	0,2	...
Taxa de incumprimento (%)⁶	3,5	3,5	3,5	3,6	3,4	3,4	3,4	...	...

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

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

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

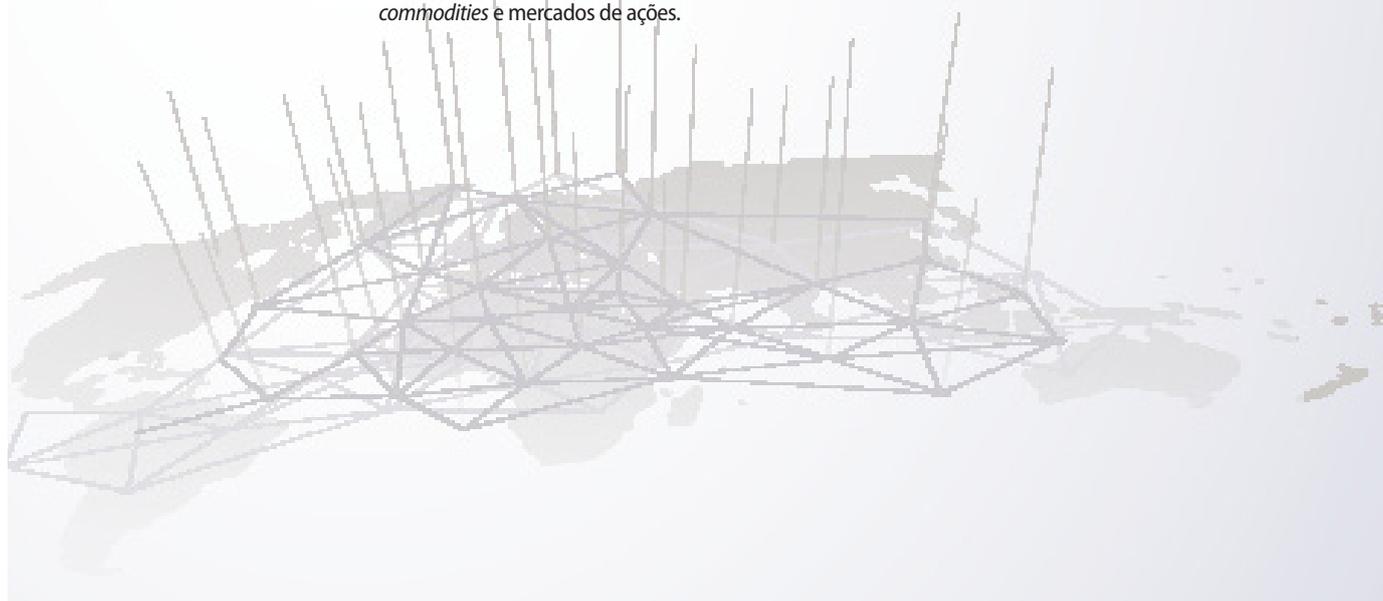
Análise pontual de temas económicos relevantes na economia portuguesa (atividade, preços, contas públicas, contas externas, mercado imobiliário, setor bancário), espanhola e europeia; breve comentário aos principais eventos de política monetária (FED e BCE).

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 (UEEF), 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

