

IIM06

INFORMAÇÃO MENSAL
JUNHO 2025



ECONOMIAS E MERCADOS INTERNACIONAIS

MERCADOS FINANCEIROS

O que é que significa se a Fed abrandar a redução do seu balanço?

ECONOMIA INTERNACIONAL

O mundo continua a observar as tarifas de Trump

Onde estamos e para onde vamos com as tarifas dos EUA?

Um mercado de trabalho europeu em mutação: o papel da imigração e dos novos empregos

ECONOMIA ESPANHOLA

A exposição do emprego em Espanha aos EUA: principais setores e características

ECONOMIA PORTUGUESA

Novo cenário macroeconómico

Novas previsões para o preço da habitação: 2025 deverá consolidar o ciclo ascendente

Comércio internacional de bens no 1T2025

INFORMAÇÃO MENSAL

Junho 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/

<https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-mercados/research>

deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista Chefe

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com

research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista Chefe

José Ramón Díez

Diretor de Economias e

Mercados Internacionais

Oriol Aspachs

Diretor de Economia Espanhola

Sandra Jódar

Diretora de Planeamento Estratégico

David Martínez Turégano

e Oriol Carreras

Coordenadores da *Informação Mensal*

Data de fecho desta edição:

4 de junho de 2025

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 PONTOS CHAVE DO MÊS

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *O que é que significa se a Fed abrandar a redução do seu balanço?*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

14 *O mundo continua a observar as tarifas de Trump*

16 *Onde estamos e para onde vamos com as tarifas dos EUA?*

19 *Um mercado de trabalho europeu em mutação: o papel da imigração e dos novos empregos*

23 ECONOMIA PORTUGUESA

25 *Novo cenário macroeconómico*

27 *Novas previsões para o preço da habitação: 2025 deverá consolidar o ciclo ascendente*

29 *Comércio internacional de bens no 1T2025*

32 ECONOMIA ESPANHOLA

34 *A exposição do emprego em Espanha aos EUA: principais setores e características*

Estabilidade Hegemónica em Tempos de Mudança

Saímos da conjuntura económica mundial há um mês com uma tarifa americana efetiva de 30% (3% antes do Dia L) e com a sensação de que só o comportamento dos mercados obrigacionistas foi capaz de trazer alguma sanidade às negociações comerciais, por vezes caóticas, com muitas frentes abertas para o governo americano. O momento e o desfecho do conflito comercial na primeira semana de junho refletem uma certa distensão das tensões, enquanto se aguarda a decisão final do Tribunal Comercial. Pelo caminho, os EUA chegaram a um acordo com o Reino Unido e assinaram uma trégua com a China para reduzir as tarifas recíprocas durante 90 dias. Tudo isto reduziu a tarifa média para 14,6% (cerca de 40% para a China e 10% para o resto do mundo), incluindo o mais recente aumento para 50% nas tarifas sobre o aço e o alumínio. Isto reflete um reajustamento da delicada estratégia da administração Trump de tentar assumir o mínimo de danos a curto prazo, ao mesmo tempo que procura um reequilíbrio benéfico para a economia americana a longo prazo.

Assim, perto do início do verão, encontramos tarifas sobre as importações americanas em níveis compatíveis com uma desaceleração ordenada da atividade global. No nosso cenário central, com uma tarifa média a rondar os 10%, o crescimento global situar-se-ia nos 2,9% (1,2% nas economias avançadas e 3,2% nas emergentes), com a UEM a avançar a taxas de 0,9% (2,4% em Espanha, 1,7% em Portugal), impulsionada pela queda dos preços da energia (cerca de 25% em euros até ao momento, este ano) e por uma política monetária que atingirá a zona neutra muito brevemente. O país mais negativamente afetado a curto prazo pelas hostilidades comerciais serão os próprios EUA, com uma combinação de crescimento e inflação em 2025 (1,3% e 2,9%, respetivamente) muito pior do que o esperado antes do anúncio dos aumentos das tarifas e perigosamente próxima da estagflação. Esta divergência na dinâmica cambial de ambos os lados do Atlântico, favorável à Europa pela primeira vez em muito tempo, continua a refletir-se no comportamento dos mercados financeiros, nos fluxos de poupança e na evolução da taxa de câmbio. O problema é que, após um período de quatro meses em que a economia global beneficiou do impulso que antecedeu o dia L pela antecipação das decisões de compra, o padrão da atividade global irá mudar acentuadamente nos meses centrais do ano. É difícil antecipar o efeito combinado do caos tarifário, da incerteza geopolítica, do aumento da inflação nos EUA e da forte desvalorização do dólar tanto nas decisões de consumidores e empresas como nos preços dos ativos financeiros.

Sobretudo quando temos um novo elefante na sala: a situação fiscal dos EUA em pleno processo de negociação orçamental, dados os atuais níveis de défice público (6,5% do PIB), de dívida pública (120% do PIB em termos brutos ou 96,5% em termos líquidos) e o elevado custo do serviço da dívida (3,8% do PIB). Estes indicadores fiscais são pouco compatíveis com a classificação mais elevada atribuída pela Moody's à dívida americana (AAA) antes da recente descida. Neste contexto, os rendimentos dos títulos a 10 anos (4,4%) e a 30 anos (4,95%) serão altamente sensíveis a um orçamento atualmente em negociação na Câmara dos Representantes, com alguns aspetos preocupantes, como a Secção 899, que poderá penalizar o investimento internacional. Isto deve-se especialmente à desconfiança percebida em relação ao dólar por parte de um bom número de investidores, embora as evidências sugiram que o movimento das últimas semanas seja mais uma questão de uma correção intensa (e algo desordenada) do que os primeiros sinais de uma mudança estrutural no seu papel tradicional como moeda de reserva, uma vez que o dólar ainda está a ser negociado 19% acima da sua taxa de câmbio real efetiva média dos últimos 20 anos. Mas, como Martin Wolf nos recordou recentemente, recorrendo à teoria da estabilidade hegemónica, o equilíbrio de uma economia mundial aberta depende da existência de uma potência económica capaz de fornecer bens públicos essenciais, mercados abertos ao comércio e uma moeda estável, para além de atuar como credor de última instância em caso de necessidade. Um papel que os EUA têm sido capazes de desempenhar desde 1945. A questão é saber se isto é compatível com a mudança estratégica da administração Trump, que parece procurar um regresso parcial ou total da principal potência mundial à reclusão. Isto deixaria a economia mundial sem este estabilizador económico, uma vez que a China não parece estar em condições de oferecer tal liderança a curto prazo. Portanto, com a geopolítica a ganhar destaque a cada minuto, o desenho da nova ordem económica mundial girará em torno da interação estratégica entre estas duas realidades económicas (EUA e China), que ameaçam sobrepor-se depois de terem seguido caminhos paralelos nas últimas décadas, das quais, no entanto, derivaram dinâmicas macroeconómicas concomitantes e, no fundo, mutuamente benéficas.

José Ramón Díez
Junho 2025

Cronologia

MAIO 2025

- 3** A OPEP aumenta a produção de crude à medida que se agravam as tensões internas.
- 28** Dúvidas jurídicas sobre as tarifas da Administração Trump aumentam a incerteza quanto aos seus efeitos globais.

MARÇO 2025

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

JANEIRO 2025

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

ABRIL 2025

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

FEVEREIRO 2025

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

DEZEMBRO 2024

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

Agenda

JUNHO 2025

- 2** Portugal: emprego e desemprego (abril).
- 3** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (maio).
- 3** Zona Euro: estimativa do IPC (maio).
- 4-5** Conselho do Banco Central Europeu.
- 17** Espanha: inquérito trimestral do custo da mão de obra (1T).
- 17-18** EUA: Comité de Mercado Aberto da Fed (FOMC).
- 18** Portugal: balança de pagamentos (abril).
- 20** Portugal: preços da produção industrial (maio).
- 23** Espanha: balança de pagamentos e PIIL (1T).
Portugal: preços da habitação (1T).
- 24** Portugal: desagregação do PIB por setores institucionais (1T).
- 25** Espanha: desagregação do PIB (1T).
Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (1T e abril).
- 26** Portugal: rácio de NPL (1T).
- 26-27** Conselho Europeu.
- 27** Espanha: estimativa do IPC (junho).
Zona Euro: índice de sentimento económico (junho).
- 30** Espanha: taxa de poupança das famílias (1T).
Portugal: estimativa do IPC (junho).

JULHO 2025

- 1** Zona Euro: estimativa do IPC (junho).
- 2** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (junho).
- 9** Espanha: contas financeiras (1T).
- 10** Portugal: comércio internacional (maio).
- 16** China: PIB (2T).
- 18** Portugal: balança de pagamentos (maio).
- 22** Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (maio).
- 23-24** Conselho do Banco Central Europeu.
- 24** Espanha: inquérito à população ativa (2T).
- 29** Espanha: previsão do PIB (2T).
- 29-30** EUA: FED: FOMC (Comité de Mercado Aberto).
- 30** Espanha: previsão do IPC (julho).
Portugal: previsão do PIB (2T).
Zona Euro: PIB (2T).
Zona Euro: índice de sentimento económico (julho).
EUA: PIB (2T).
- 31** Espanha: execução orçamental do Estado (junho).
Portugal: previsão do IPC (julho).
Portugal: execução orçamental (junho).
Portugal: atividade turística (junho).

Apesar dos desafios, Portugal cresce mais que a zona do euro

Este mês concretizámos a revisão de cenários na nossa publicação mensal. Apesar do contexto internacional muito incerto devido à volatilidade e inconstância da política comercial nos EUA e à permanência de risco geopolítico elevado, a revisão que efetuámos pode considerar-se ligeira, não traduzindo uma grande alteração do percurso da economia. Efetivamente, continuamos a admitir como cenário central que Portugal mantenha a trajetória de convergência com os parceiros comunitários, via um ritmo de crescimento superior. Ainda assim, urge estugar o passo, implementar reformas e limar arestas de forma, por exemplo, a assegurar que a trajetória do *stock* de capital (que abordámos na publicação anterior) se inverte e que Portugal garanta o maior aproveitamento dos fundos europeus possível para reforçar a sua produtividade de forma sustentável.

No que diz respeito à atividade, revimos a previsão do PIB em 2025 para 1,7%, uma revisão significativa (2,4% antes) que surge sobretudo na sequência do comportamento inesperado da atividade nos primeiros meses do ano, como explicamos num artigo desta publicação «Novo cenário macroeconómico». Conhecido o detalhe das contas nacionais foi possível confirmar que a redução da atividade no 1T (-0,5%) se ficou a dever ao recuo expressivo da despesa das famílias por normalização do rendimento disponível (o Banco de Portugal estima uma redução de 2,5%), depois dos ganhos consideráveis, *one-off*, registados no 4T24 derivados de prestações únicas (pensionistas) e alteração da fiscalidade (menor taxa de retenção de IRS, com efeitos ao início do ano). O Investimento registou também uma queda, possivelmente em reflexo da incerteza política do momento, enquanto a formação de inventários foi muito forte (traduzindo uma normalização depois de uma redução significativa no 4T24), impulsionando também as importações e fazendo com que o contributo da procura interna para o crescimento trimestral fosse quase nulo. Em contrapartida, as exportações recuaram, não se observando o movimento de antecipação de imposição de tarifas que sustentou a atividade noutros países, pelo que o contributo da frente externa foi bastante negativo (-0.65 p. p.) justificando a redução trimestral do PIB em 0.5 p. p.

As alterações de previsões mais recentes, pelas principais casas de research nacionais e internacionais, confirmam a nossa perspetiva. Efetivamente os novos cenários divulgados pelo Banco de Portugal, Comissão Europeia, OCDE ou EIU, entre outros, situam o crescimento da atividade económica em 2025 entre 1,6% (a mais pessimista, pelo Banco

de Portugal) e 1,9% (OCDE), globalmente em linha com a nossa perspetiva de estabilização-desaceleração ligeira da economia este ano.

Relativamente ao mercado de trabalho, antecipamos que este ano o desemprego se mantenha em torno de 6,4%, idêntico à previsão que avançámos em fevereiro; por um lado a população ativa continua a expandir acima das nossas previsões; mas em contrapartida a criação de emprego também tem surpreendido positivamente: no 1T2025 foram criados mais 122.000 postos de trabalho face ao período homólogo, concentrando-se nas atividades de Comércio por grosso, retalho e reparação de veículos; Construção; Atividades de informação e comunicação e Administração pública e segurança social. E nos inquéritos às empresas sobre os impedimentos de investimento e maior atividade, a falta de mão de obra especializada continua a surgir como fator impeditivo relevante.

Finalmente, a inflação deverá mesmo situar-se um pouco mais baixo do que prevíamos antes, 2,1% no final do ano, em termos médios. Uma revisão, que no seu conjunto não se pode classificar como sendo desfavorável, sobretudo no contexto internacional adverso em que vivemos.

Vale a pena também mencionar os ajustes que efetuámos na nossa apreciação do mercado imobiliário residencial. Num artigo incluído nesta publicação «Novas previsões para o preço da habitação: 2025 deverá consolidar o ciclo ascendente», explicamos como se mantém desequilibrado o binómio procura/oferta a favor da primeira, o que gera pressão adicional significativa sobre os preços. Efetivamente, diversos fatores têm suportado e deverão continuar a suportar a procura, entre outros o crescimento do rendimento disponível das famílias, a manutenção da procura robusta por parte de estrangeiros, os saldos migratórios positivos, a redução das taxas de juro, ou as medidas fiscais de incentivo aos jovens. Perante uma oferta via construção que tarda em responder e na ausência de oferta secundária – casas em segunda mão ou reforço do mercado de arrendamento – as pressões no sentido do encarecimento são significativas, justificando que agora a nossa previsão para o IPH este ano se situe acima dos 9%, acima do ano passado e superior ao que esperávamos em fevereiro. Este é mais um campo em que urge atuar dadas as tensões geradas por um crescente desajuste entre os rendimentos/salários dos residentes e os preços da habitação, com consequências imprevisíveis.

Paula Carvalho

Final de período, exceto quando é especificado o contrário

Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2019	Média 2020-2022	2023	2024	2025	2026
TAXAS DE JURO							
Dólar							
Fed funds (limite inferior)	3,18	0,54	0,67	5,25	4,25	4,00	3,25
SOFR 3 meses	3,62	1,01	1,07	5,37	4,37	4,07	3,35
SOFR 12 meses	3,86	1,48	1,48	4,95	4,19	3,75	3,41
Dívida pública 2 anos	3,70	1,04	1,21	4,46	4,24	4,10	3,90
Dívida pública 10 anos	4,69	2,57	1,76	4,01	4,40	4,60	4,50
Euro							
Depo BCE	2,05	0,20	-0,30	4,00	3,09	1,75	2,00
Refi BCE	3,05	0,75	0,20	4,50	3,24	1,90	2,15
€STR	-	-0,54	-0,38	3,90	3,06	1,70	2,06
Euribor 1 mês	3,18	0,50	-0,32	3,86	2,89	1,74	2,10
Euribor 3 meses	3,24	0,65	-0,21	3,94	2,83	1,76	2,11
Euribor 6 meses	3,29	0,78	-0,07	3,93	2,63	1,91	2,14
Euribor 12 meses	3,40	0,96	0,10	3,68	2,44	2,09	2,18
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,35	-0,21	2,55	2,02	1,89	1,97
Dívida pública 10 anos	4,30	1,54	0,14	2,11	2,22	2,30	2,40
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	1,69	0,18	2,77	2,26	2,48	2,63
Dívida pública 5 anos	3,91	2,19	0,38	2,75	2,48	2,67	2,84
Dívida pública 10 anos	4,42	3,17	0,99	3,09	2,90	3,00	3,20
Prémio de risco	11	164	85	98	68	70	80
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	3,33	0,07	2,33	2,03	2,01	2,14
Dívida pública 5 anos	3,96	3,94	0,35	2,42	2,15	2,31	2,49
Dívida pública 10 anos	4,49	4,67	0,96	2,74	2,68	2,85	3,10
Prémio de risco	19	314	82	63	46	55	70
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,13	1,09	1,05	1,14	1,15
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,87	0,86	0,83	0,81	0,80
EUR/JPY (yenes por euro)	129,56	126,41	129,91	156,99	161,18	158,00	154,00
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	80,1	71,0	77,3	73,1	61,7	62,8
Brent (euros/barril)	36,4	62,5	63,9	70,9	69,8	54,1	54,6

Previsões

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

Economia internacional

	Média 2000-2007	Média 2008-2019	Média 2020-2022	2023	2024	2025	2026
CRESCIMENTO DO PIB¹							
Mundial	4,3	3,3	2,5	3,5	3,3	2,9	2,9
Países desenvolvidos	2,7	1,5	1,7	1,7	1,8	1,3	1,3
Estados Unidos	2,7	1,8	2,1	2,9	2,8	1,3	1,3
Zona Euro	2,3	0,8	1,2	0,5	0,8	0,9	1,1
Alemanha	1,6	1,3	0,2	-0,1	-0,2	0,4	1,0
França	2,3	1,0	0,7	1,6	1,1	0,4	0,8
Itália	1,5	-0,3	1,6	0,8	0,5	0,6	1,0
Portugal	1,5	0,4	1,5	2,6	1,9	1,7	1,9
Espanha	3,6	0,7	0,6	2,7	3,2	2,4	2,0
Japão	1,4	0,4	-0,2	1,5	0,1	1,0	1,0
Reino Unido	2,8	1,2	1,0	0,4	1,1	1,1	1,2
Países emergentes e em desenvolvimento	6,3	4,9	3,1	4,7	4,3	3,9	3,9
China	10,6	8,0	4,7	5,4	5,0	4,2	3,9
Índia	7,2	6,7	3,8	8,9	6,7	6,8	6,6
Brasil	3,6	1,6	1,5	3,2	3,4	2,0	1,8
México	2,3	1,5	0,5	3,3	1,5	1,0	1,4
Rússia	-	1,4	0,6	4,1	4,3	1,7	1,3
Turquia	5,5	4,5	6,3	5,1	3,2	2,1	2,9
Polónia	4,2	3,7	3,6	0,1	2,8	3,6	3,3
INFLAÇÃO							
Mundial	4,1	3,7	5,5	6,6	5,7	4,3	3,9
Países desenvolvidos	2,1	1,6	3,7	4,6	2,6	2,3	2,3
Estados Unidos	2,8	1,8	4,6	4,1	3,0	2,9	2,6
Zona Euro	2,2	1,4	3,7	5,4	2,4	2,0	1,9
Alemanha	1,7	1,4	4,1	6,0	2,5	2,1	2,0
França	1,9	1,3	2,8	5,7	2,3	1,4	1,9
Itália	2,4	1,4	3,5	5,9	1,1	1,6	1,8
Portugal	3,1	1,1	3,0	4,3	2,4	2,1	2,0
Espanha	3,2	1,3	3,7	3,5	2,8	2,4	2,2
Japão	-0,3	0,4	0,7	3,3	2,7	1,5	1,5
Reino Unido	1,8	2,2	4,2	7,3	2,5	2,9	2,3
Países emergentes e em desenvolvimento	6,9	5,5	6,8	8,0	7,7	5,6	4,9
China	1,7	2,6	1,8	0,2	0,2	0,5	1,0
Índia	4,6	7,3	6,1	5,7	5,0	4,6	4,4
Brasil	7,3	5,7	6,9	4,6	4,4	4,9	4,2
México	5,2	4,2	5,7	5,5	4,7	4,4	3,7
Rússia	14,2	7,9	8,0	5,9	8,5	8,4	6,0
Turquia	22,6	9,6	34,7	53,9	58,5	36,1	26,1
Polónia	3,5	1,9	7,4	10,8	3,7	4,6	3,4

Nota: 1. Valores corrigidos de sazonalidade e de calendário para a Zona Euro, Alemanha, França, Itália, Portugal, Espanha, Polónia e França. Valores corrigidos de sazonalidade para os Estados Unidos e o Reino Unido.

Previsões

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

Economia portuguesa

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

Previsões

Economia espanhola

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

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

Previsões

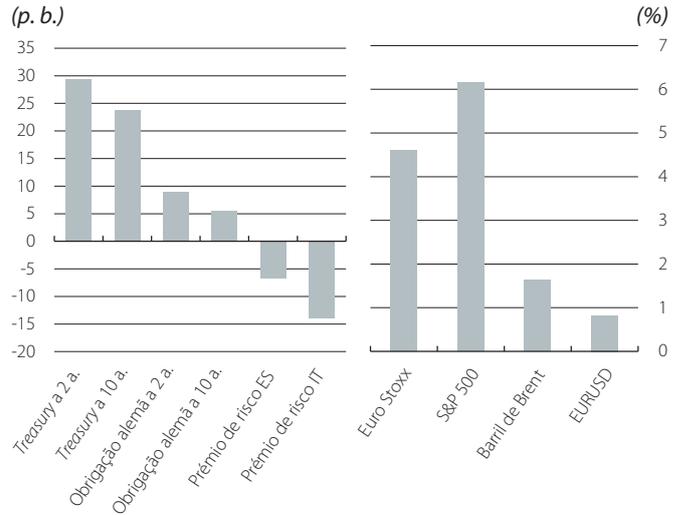
A incerteza quanto à política económica continua a influenciar o sentimento dos investidores

Mercados, entre o otimismo com a trégua comercial e as preocupações com a deterioração fiscal dos EUA. A trégua nas tensões tarifárias entre Washington e Pequim acabou por alimentar uma nova apetência pelo risco em maio, apoiada por dados económicos que confirmaram a resiliência da atividade e o progresso da desinflação, tanto nos EUA como na Europa. No entanto, o otimismo foi progressivamente desvanecido, à medida que o mês avançava, pela deterioração fiscal esperada nos EUA e noutras economias desenvolvidas, bem como pela volatilidade persistente da política comercial de Trump. As taxas soberanas recuperaram neste contexto, enquanto os investidores em rendimento variável optaram por ver o copo meio cheio, o que beneficiou sobretudo os setores cíclicos e fez com que os índices americanos eliminassem as perdas acumuladas no ano. No que respeita às moedas, o dólar voltou a mostrar grande sensibilidade, enquanto no mercado das matérias-primas, nomeadamente o ouro, que tinha acumulado um grande ganho no ano, não conseguiu capitalizar a incerteza fiscal.

Os bancos centrais mantêm-se cautelosos. A Fed optou por manter as taxas de juro inalteradas em maio, aguardando para avaliar o impacto das tarifas nos preços e na atividade, embora o presidente Powell tenha manifestado preocupação com o aumento dos riscos de estagflação decorrentes das tensões comerciais. Os dados de abril corroboram esta abordagem: várias medidas da inflação e dos preços no produtor abrandaram, uma vez que as vendas a retalho caíram e as despesas de consumo diminuíram, embora a confiança dos consumidores tenha recuperado fortemente em maio, na sequência da trégua comercial. A resiliência da economia norte-americana levou os investidores a descontar dois cortes nas taxas da Fed este ano em maio, contra quatro no final de abril. No caso do BCE, as oscilações foram menores: os investidores assumiram mais dois cortes nas taxas em 2025, e a probabilidade de um terceiro fluuiu em função das expectativas de inflação. Quanto a estas últimas, o mercado está a prever uma queda desde o *Liberation Day* (e espera que a inflação desça para 1,5% em três anos), enquanto os consumidores da Zona Euro esperam uma recuperação (3,1% em três anos) em abril, em ambos os casos influenciados pelas tarifas dos EUA.

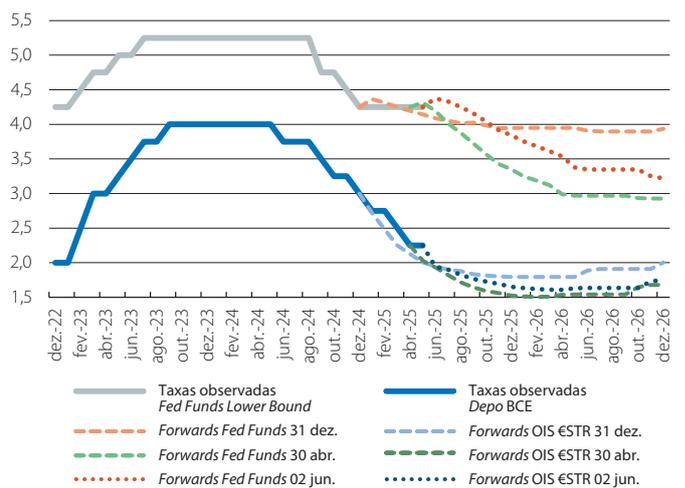
As preocupações com a sustentabilidade orçamental fizeram subir as taxas soberanas. O progresso parlamentar da reforma fiscal de Trump e a descida da notação de crédito dos EUA pela Moody's (a última agência a retirar a sua notação de triplo A) catalisaram uma subida significativa das taxas no mês, apesar de a reforma ter sido diluída durante a sua passagem pelo Congresso. Contudo, o aumento das rentabilidades dos *treasuries* concentrou-se na parte curta do espetro, devido às expectativas de subida das taxas da Fed. Também noutras mercados, as tensões orçamentais fizeram-se sentir: no Japão, principalmente em índices de referência de mais longo prazo, no contexto de uma redução gradual do balanço do banco central. Também no caso do Reino Unido, a limitada margem de manobra orçamental do Governo exerceu uma pressão ascendente sobre as taxas a mais longo prazo. A recuperação na Zona Euro foi mais moderada: a curva manteve-se plana e os diferenciais periféricos estreitaram-se, num movimento de normalização, na sequência da procura de refúgio em abril e de uma melhoria da apetência pelo risco.

Desempenho mensal dos principais ativos financeiros



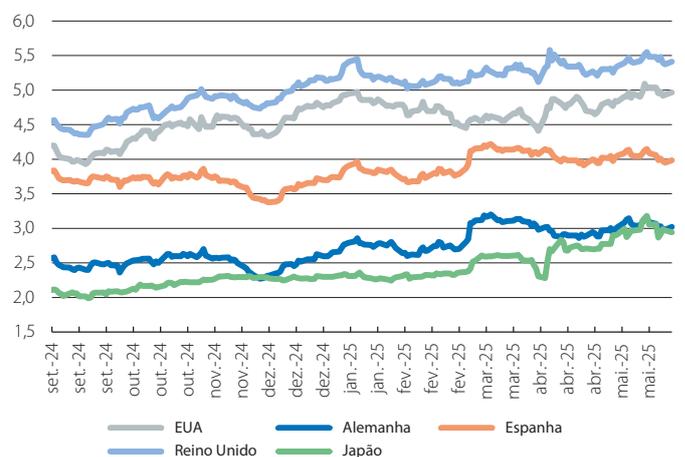
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

Expetativas do mercado para as taxas de intervenção



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

Evolução das taxas de juro soberanas a 30 anos



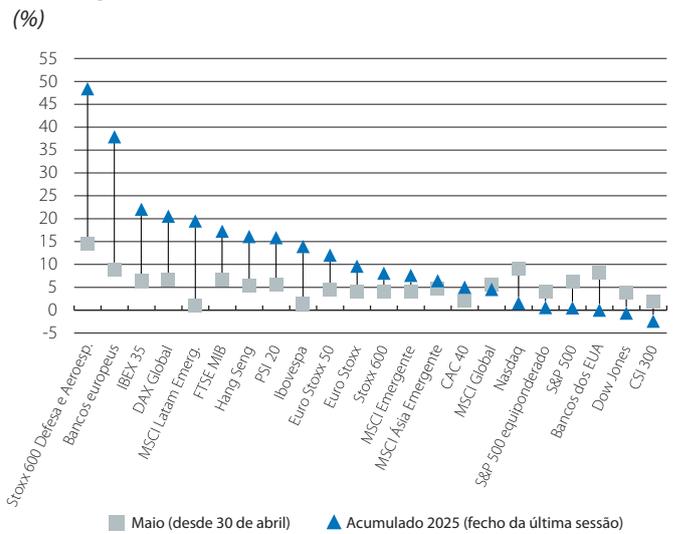
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

O mercado cambial traduziu a tensão entre os fatores comerciais e fiscais. O dólar apresentou duas tendências claras: a força no início do mês devido ao otimismo comercial e à resiliência do mercado de trabalho dos EUA em abril foi seguida de fraqueza após a descida da notação de crédito da Moody's, a aprovação da reforma fiscal e a turbulência no final do mês nas negociações comerciais entre os EUA e a China. O resultado líquido em relação ao euro foi um mês praticamente estável, deixando uma apreciação acumulada para o ano de cerca de 10%. Mas o principal beneficiário da trégua comercial acabou por ser o won sul-coreano, que também beneficiou da renovada estabilidade política do país. A libra esterlina, entretanto, desvalorizou-se ligeiramente com dados económicos mistos do Reino Unido e dúvidas sobre os planos orçamentais do Governo. Relativamente às moedas emergentes, as moedas latino-americanas apresentaram desempenhos mistos, dependendo dos seus fundamentos e da sua exposição ao comércio mundial, com o peso mexicano a valorizar-se na sequência da trégua comercial entre a China e os EUA.

O rendimento variável, o principal beneficiário da trégua comercial entre a China e os EUA. O aumento da apetência pelo risco e a resiliência da economia beneficiaram os setores tipicamente cíclicos (tecnologia ou bens industriais), que lideraram os ganhos nos EUA e na Europa, enquanto os setores mais defensivos, como os cuidados de saúde e os bens de consumo básicos, ficaram para trás. Os índices norte-americanos de empresas de grande capitalização recuperaram as perdas acumuladas no ano, encontrando-se já em território positivo. Na Europa, os mercados alemão, italiano e espanhol destacaram-se pelo seu dinamismo, em comparação com avanços mais moderados em mercados com um maior número de empresas consideradas defensivas, como o mercado francês. Os mercados emergentes participaram de forma seletiva no rali: o México e o Brasil destacaram-se positivamente, apoiados pela sua dinâmica interna favorável. Quanto aos índices chineses, o CSI 300 apresentou ganhos mais suaves, apesar do estímulo monetário implementado, refletindo algum ceticismo dos investidores quanto à sua durabilidade e impacto no crescimento chinês, enquanto o Hang Seng registou ganhos mais fortes, impulsionados pelo setor tecnológico. Os restantes índices asiáticos (japonês, sul-coreano e indonésio) beneficiaram mais da trégua comercial entre os EUA e a China.

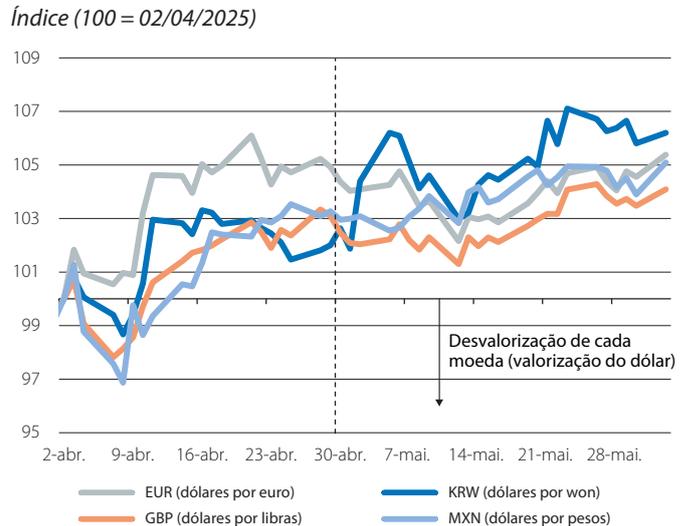
Comportamento misto das matérias-primas. A referência europeia do gás natural registou um dos maiores ganhos mensais devido a uma confluência de: as medidas da Comissão Europeia para eliminar o fluxo de gás russo para a UE, a redução do fornecimento da Noruega devido à manutenção e a falhas em infraestruturas-chave e os níveis ainda baixos de armazenamento. A dinâmica do petróleo foi mais complexa, com ganhos modestos, com os investidores a tentarem equilibrar o maior otimismo em relação à procura global; com sinais de que a OPEP+ estava a considerar novos aumentos de produção em julho (finalmente aprovados, e para além dos mais de 400.000 barris já planeados em junho); e com algum otimismo em relação às negociações entre os EUA e o Irão sobre o programa nuclear iraniano. Dentre os metais industriais, o cobre beneficiou do otimismo em relação à atividade industrial global. Quanto aos metais preciosos, o ouro manteve-se estável, devido a uma menor procura de moeda de refúgio e a preocupações orçamentais, enquanto a platina registou uma subida acentuada, impulsionada pela procura chinesa face aos elevados preços do ouro e aos sinais de esgotamento dos depósitos existentes.

Desempenho de índices bolsistas



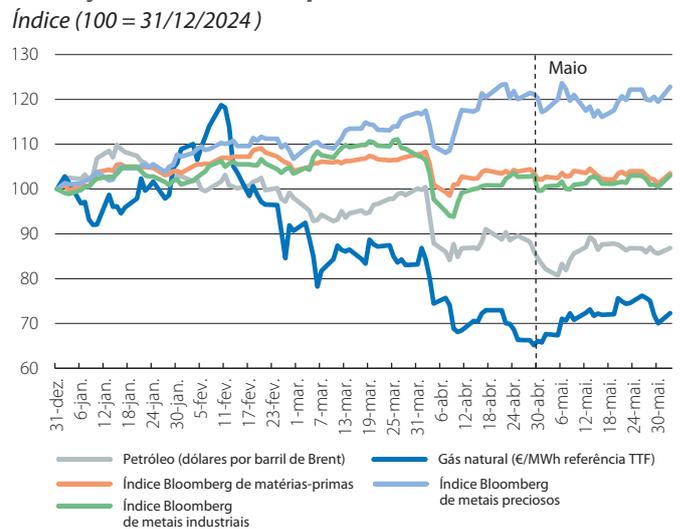
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

Desempenho de moedas selecionadas face ao dólar



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

Evolução das matérias-primas



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

O que é que significa se a Fed abrandar a redução do seu balanço?

A Reserva Federal (Fed) anunciou, em março de 2025, um abrandamento do ritmo de redução do balanço a partir de abril. A decisão responde tanto à proximidade das reservas do nível considerado adequado como à necessidade de evitar tensões de liquidez nos mercados financeiros. No presente artigo, avaliamos o impacto desta decisão e atualizamos as nossas projeções para o balanço da Fed em comparação com as estimativas feitas no final do ano passado.¹

Como é que o QT está a ser implementado?

No decurso dos anos de política monetária expansionista (2019-2022), a Fed iniciou um programa de compra de ativos para injetar liquidez e estimular a economia, que resultou numa acumulação de ativos sem precedentes, atingindo 35% do PIB dos EUA em meados de 2022. Posteriormente, a crise inflacionista exigiu uma política monetária restritiva, que incluiu a redução do balanço do banco central para retirar liquidez do sistema financeiro. Conhecido como «*quantitative tightening*» (QT), ou contração quantitativa, este programa foi implementado com uma estratégia passiva que consiste em não renovar a carteira de obrigações do Tesouro e de títulos garantidos por hipotecas (MBS) na data de vencimento.² Na sequência do seu lançamento em junho de 2022, o programa de QT foi implementado em diferentes fases, com variações na intensidade do ritmo de redução do balanço. No início, o processo foi acelerado, mas a partir de meados de 2024 começou a moderar-se progressivamente. Desde abril de 2025, a Reserva Federal reduziu ainda mais o ritmo, limitando os resgates mensais de *treasuries* a 5.000 milhões de

dólares, mantendo o limite máximo de MBS em 35.000 milhões de dólares, o que reduziu o balanço para 28% do PIB. Caso se tivesse mantido o ritmo de redução anunciado em junho do ano passado, as nossas estimativas sugerem que, até ao final de 2025, a Reserva Federal poderia ter reduzido o balanço para cerca de 25% do PIB. Ora, à velocidade em vigor a partir de abril, o balanço atingiria um nível semelhante, mas ligeiramente superior, próximo de 26% do PIB, e para atingir os níveis anteriormente estimados, seriam necessários pelo menos mais seis meses.

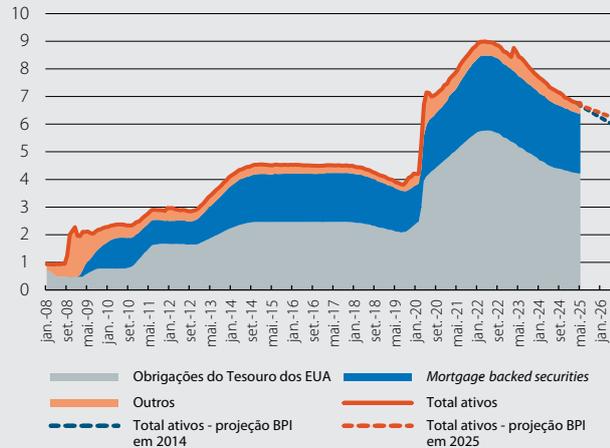
Por quanto tempo é que o processo pode durar?

Até à data, os mercados absorveram o QT e a alteração da sua intensidade sem disfunções nem perturbações. Contudo, o principal risco é que a Fed retire mais liquidez do que o desejado, o que poderia levar a episódios de stress financeiro. A Fed tem por objetivo reduzir o balanço para um nível de reservas «amplo», ou seja, não tão abundante como no passado, mas suficiente para assegurar que o sistema financeiro opere sem restrições de liquidez e que a taxa efetiva dos fundos federais (EFFR) não seja excessivamente sensível às variações diárias do nível de reservas. É difícil estimar com exatidão este nível de equilíbrio, que é identificado mais pelos seus efeitos do que por uma medida específica, pelo que a Fed utiliza vários indicadores para avaliar a adequação do volume de liquidez.

Um dos indicadores é a elasticidade da taxa de juro efetiva em relação às reservas, ou seja, a variação da taxa de juro em resposta a alterações no montante das reservas. Sempre que a elasticidade é elevada (o que, para uma curva de

Fed: ativos no seu balanço

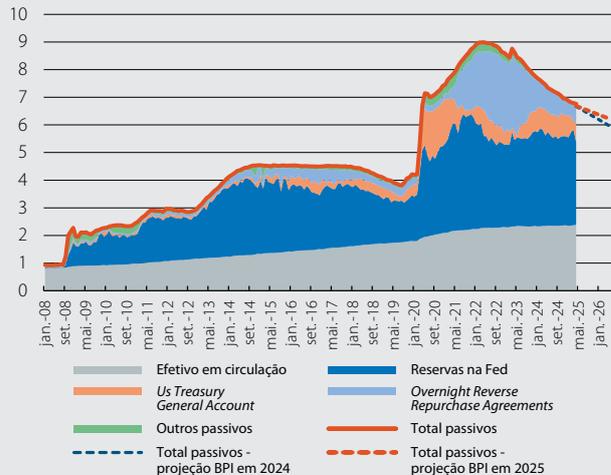
(Biliões de dólares)



Fonte: BPI Research, com base em dados da Fed e previsões próprias.

Fed: passivos no seu balanço

(Biliões de dólares)



1. Ver Focus «Balanços: a normalização não tão visível da política monetária» no IM11/2024.

2. Ao adquirir ativos financeiros, a Fed paga através da criação de novas reservas que são depositadas nas contas dos vendedores na Fed, aumentando assim a liquidez do sistema. No seu balanço, estes ativos são refletidos como ativos para a Fed e as reservas criadas como passivos. Quando o Fed vende ou deixa vencer esses ativos, não recebe um investimento em efetivo, mas diminui o saldo das reservas, reduzindo a liquidez.

procura, implica que entra em território mais negativo), pequenas alterações nas reservas têm um efeito maior sobre a EFFR, tornando mais difícil para a Reserva Federal controlar as taxas e, assim, implementar a sua política monetária. Inversamente, se a elasticidade for próxima de zero, a EFFR praticamente não se altera, mesmo com grandes variações nos stocks. Encontramo-nos atualmente neste último caso (ver segundo gráfico), com reservas abundantes e necessidades de liquidez cobertas. Em condições ideais, o QT terminaria quando a elasticidade passasse de quase zero para ligeiramente negativa. Todavia, é difícil identificar esse ponto, uma vez que, ao longo do tempo, se verificam alterações na procura e na oferta de reservas que estão fora do controlo da Reserva Federal.

Uma segunda medida é o montante de reservas que as instituições financeiras não bancárias mantêm através de operações de financiamento *overnight*, designadas por «ONRRP».³ No início do novo ciclo de subida das taxas, a Fed utilizou as ONRRP para encorajar as entidades a depositarem o seu excesso de liquidez, em vez de o oferecerem no mercado, o que exerceu uma pressão descendente sobre o EFFR e tornou mais difícil a implementação da política monetária. Proporcionando uma taxa de juro atrativa às ONRRP, a Fed conseguiu que estas estabilizassem a sua liquidez, fazendo dessa taxa um limite inferior para a EFFR. Conforme mostra o primeiro gráfico, esta foi a maior rubrica do passivo reduzida desde o início do QT, caindo de 2,5 biliões de dólares em junho de 2022 para 632.000 milhões de dólares, aproximando-se dos níveis pré-pandémicos.⁴ No caso de as entidades não bancárias não terem excesso de liquidez, a ONRRP cairá para zero e o QT drenará as reservas diretamente dos bancos, o que poderá começar a fazer com que a elasticidade das reservas passe de zero para território negativo.

Com base nestes indicadores, a Fed sugeriu que as reservas totais de 10%-11% do PIB⁵ seriam um bom ponto de partida, estando atualmente perto dos 13%. Pressupondo que a Fed mantém o atual ritmo de redução, as reservas atingiriam 10%-11% no 2T 2026, pelo que, na ausência de fricções de liquidez, a Fed tem luz verde para continuar a redução do balanço durante o próximo ano.

3. As *Overnight Reverse Repurchase Agreements* (ONRRP) são operações overnight em que a Fed pede dinheiro emprestado, dando títulos como garantia, a fim de reduzir a liquidez no sistema financeiro.

4. As outras contas do passivo mantiveram-se relativamente estáveis: as reservas bancárias que os bancos mantêm em depósitos na Reserva Federal diminuíram de 3,1 biliões de dólares para 3 biliões, enquanto os dólares em circulação (notas e moedas) aumentaram ligeiramente, de 2,3 biliões para 2,4 biliões; e a conta do Tesouro dos EUA na Reserva Federal (TGA, em inglês) reduziu-se de 800 para 700 biliões.

5. Waller, Christopher. «A Conversation with Federal Reserve Governor Christopher Waller». The Brookings Institute, 2024.

Elasticidade da procura de reservas

(p. b.)



Nota: Estimativas diárias em tempo real da inclinação da curva de procura de reserva utilizando a metodologia descrita por Afonso, Giannone, La Spada e Williams (2022, revista em 2024).

A elasticidade indica em quantos p.b. o diferencial entre a taxa EFFR e a taxa IORB se deslocaria em resposta a um aumento das reservas equivalente a 1% do total dos ativos dos bancos.

Fonte: BPI Research, com base na Fed de Nova Iorque.

Porque é que a Fed está a moderar o ritmo do QT?

À medida que a Fed se aproxima do nível de chegada desejável, mas, como vimos, sem uma medida exata de quando parar o QT, prefere ir mais devagar para não sujeitar o sistema financeiro a um episódio de stress de liquidez. O Presidente da Fed, Powell, descreveu-o como «um avião que, perto da aterragem, abranda para chegar corretamente à pista». Esta prudência é ainda mais relevante no contexto atual.

Os mercados de dívida soberana nos EUA têm estado altamente voláteis devido à incerteza em torno da política económica da administração Trump. A implementação errática da imposição de tarifas significou que as rentabilidades soberanas registaram muita volatilidade. E as dúvidas sobre a sustentabilidade fiscal, com um défice próximo de 7% do PIB e sem qualquer correção material à vista, colocaram uma pressão adicional sobre as taxas soberanas, que já teve o seu primeiro impacto com um fraco leilão a 20 anos em meados de maio. A retirada abrupta da Fed como grande compradora de *treasuries* representa um risco adicional para a estabilidade financeira que, embora não seja explicitamente reconhecido pela Fed, esta querará sem dúvida evitar.

Taxas de juro (%)

	31-maio	30-abril	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2025 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	2,40	2,40	0	-75,0	-210,0
Euribor 3 meses	2,00	2,16	-16	-71,9	-175,7
Euribor 12 meses	2,09	2,05	4	-37,0	-160,0
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	1,77	1,75	2	-47,1	-158,9
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	1,78	1,69	9	-30,6	-120,4
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,50	2,44	6	13,3	-1,2
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,09	3,11	-2	3,1	-15,0
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	2,98	3,00	-3	12,7	-13,6
EUA					
Fed funds (limite inferior)	4,25	4,25	0	0,0	-100,0
SOFR 3 meses	4,32	4,27	6	1,9	-101,4
Dívida pública a 1 ano	4,10	3,85	25	-4,4	-99,4
Dívida pública a 2 anos	3,90	3,60	29	-34,4	-82,5
Dívida pública a 10 anos	4,40	4,16	24	-16,9	12,5

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-maio	30-abril	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2025 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	58	68	-11	0,1	5,8
Itraxx Financeiro Sénior	62	73	-11	-2,0	3,2
Itraxx Financeiro Subordinado	107	129	-21	-5,0	2,5

Taxas de câmbio

	31-maio	30-abril	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2025 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,135	1,133	0,2	9,6	4,4
EUR/JPY (ienes por euro)	163,460	162,010	0,9	0,4	-3,7
EUR/GBP (libras por euro)	0,843	0,850	-0,8	1,9	-0,8
USD/JPY (ienes por dólar)	144,020	143,070	0,7	-8,4	-7,7

Matérias-primas

	31-maio	30-abril	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2025 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	555,0	547,6	1,4	3,5	2,0
Brent (\$/barril)	63,9	63,1	1,2	-14,4	-18,5
Ouro (\$/onça)	3.289,3	3.288,7	0,0	25,3	39,7

Mercado acionista

	31-maio	30-abril	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2025 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	5.911,7	5.569,1	6,2	0,5	10,4
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	5.366,6	5.160,2	4,0	9,6	6,6
Ibex 35 (Espanha)	14.152,2	13.287,8	6,5	22,1	24,7
PSI 20 (Portugal)	7.388,5	6.992,3	5,7	15,9	8,2
Nikkei 225 (Japão)	37.965,1	36.045,4	5,3	-4,8	-1,4
MSCI emergentes	1.157,3	1.112,8	4,0	7,6	8,9

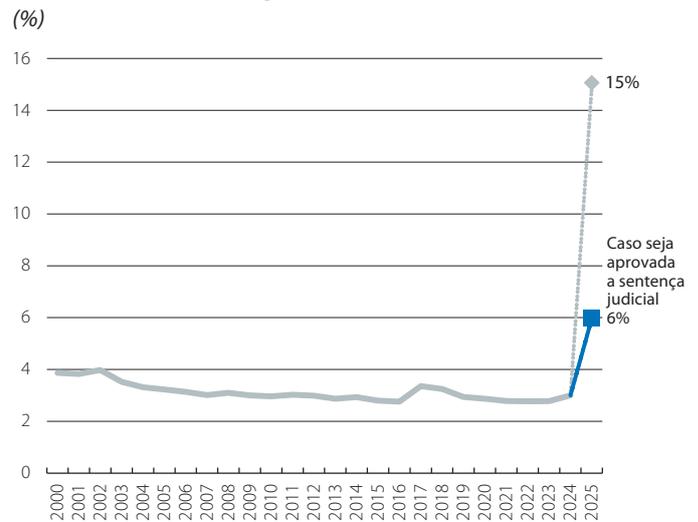
Os anúncios de Donald Trump prejudicam os indicadores econômicos

Abertura das negociações sobre tarifas, mas com novas frentes de incerteza. Na sequência da escalada sem precedentes entre a China e os EUA, que levou as tarifas recíprocas para muito além dos 100%, ambos os países concordaram, em 12 de maio, em reduzir substancialmente as tarifas durante 90 dias e em iniciar negociações (ver «Onde estamos e para onde vamos com as tarifas dos EUA?», neste relatório). As tensões continuam, no entanto, não só com a China, mas também com a UE, que foi surpreendida pelo anúncio de uma tarifa de 50%, finalmente adiada para 9 de julho, na sequência do compromisso europeu de acelerar as conversações. À incerteza sobre o impacto económico das tarifas e o resultado das negociações comerciais somam-se agora as dúvidas jurídicas sobre as medidas tomadas por Trump desde fevereiro. O Tribunal de Comércio Internacional dos Estados Unidos decidiu, a 28 de maio, que Trump não tinha autoridade para aumentar o protecionismo geral em relação ao Canadá, ao México e à China, bem como para impor as tarifas universais e «recíprocas» anunciadas a 2 de abril. Por enquanto, teremos de esperar pelo resultado, uma vez que um tribunal federal aceitou o recurso do Governo e as tarifas permanecem em vigor, pelo menos até ser tomada uma decisão final a 9 de julho. Além disso, Trump ordenou a duplicação das tarifas sobre o alumínio e o aço para 50 por cento a partir de 4 de junho. O debate sobre o futuro das finanças públicas acompanha de perto todos estes desenvolvimentos, uma vez que a incerteza também afeta os planos de Trump de utilizar as tarifas para financiar o seu plano de redução de impostos. O Congresso aprovou o chamado *The One Big Beautiful Bill Act*, que inclui extensões de reduções fiscais, novas isenções e cortes nos programas sociais e que poderá custar 2,5 biliões de dólares ao longo da próxima década.

A Alemanha liderou o crescimento no início do ano. A revisão dos números do PIB do 1T mostra uma composição díspar por país. A Alemanha reviu o seu crescimento para 0,4% em cadeia, contra os 0,2% iniciais, e Itália confirmou 0,3%. Os dois países basearam o seu crescimento na procura interna, com o setor externo a beneficiar de um aumento das exportações (+3,2% e +2,8% em cadeia, respetivamente) devido a um efeito de «antecipação» das tarifas. As existências foram o único fator que contribuiu para o crescimento (+1,0 p. p.) em França, que apenas cresceu 0,1%, num contexto de queda do consumo privado (-0,2%) e das exportações (-1,8%). Os indicadores mensais já apontavam, em certa medida, para este padrão de crescimento. A produção industrial na Zona Euro cresceu 2,6% em março, graças a um aumento de 3,5% na Alemanha. Em França e em Itália, a produção industrial praticamente estagnou em março. O incremento das encomendas à indústria na Alemanha, em especial as encomendas do estrangeiro (3,6% e 4,7%, respetivamente), não se verificaram em França e Itália. As vendas a retalho também registaram uma subida em março na Alemanha (+0,4% em termos mensais), enquanto em França e Itália continuam fracas (-0,1% e -0,3%, respetivamente). Em França, as exportações de bens retomaram o seu ritmo (+5,6%), na Alemanha mantiveram o seu andamento (+1,2%) e em Itália diminuíram (-1,0%).

Esta tendência não é sustentável e deve-se a um efeito de antecipação que se inverterá nos próximos meses. O índice PMI de clima empresarial da Zona Euro prevê uma perda de dinamismo no

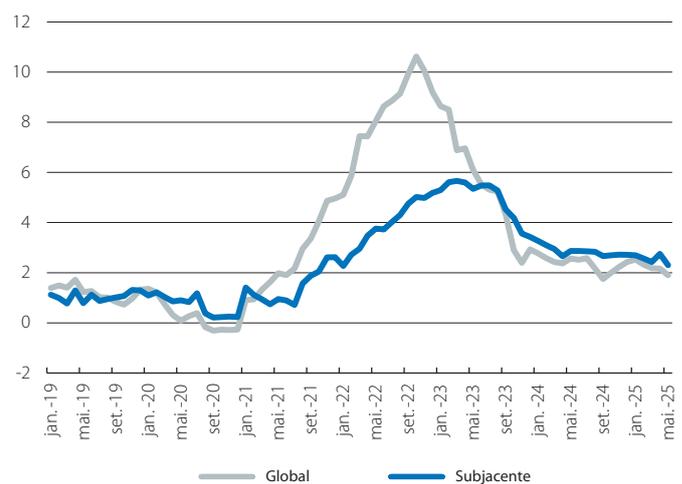
EUA: tarifa efetiva aplicada



Fonte: BPI Research, com base em dados da OMC, do USITC, da Casa Branca e cálculos próprios.

Zona Euro: inflação global

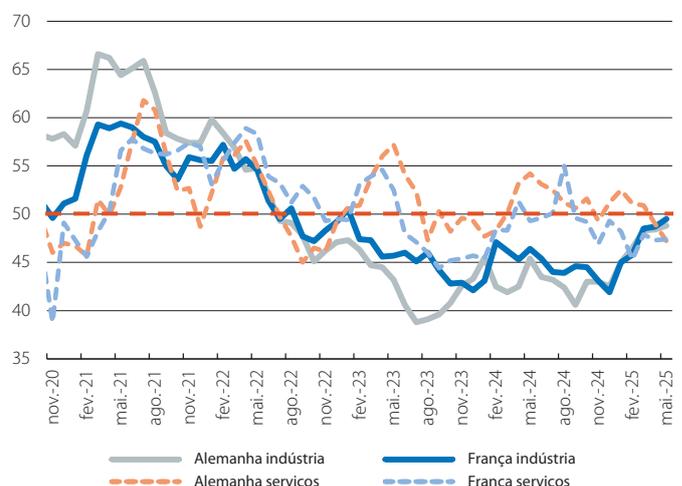
Variação homóloga (%)



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

Zona Euro: PMI por componentes

Índice (>50 expansão; <50 contração)



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

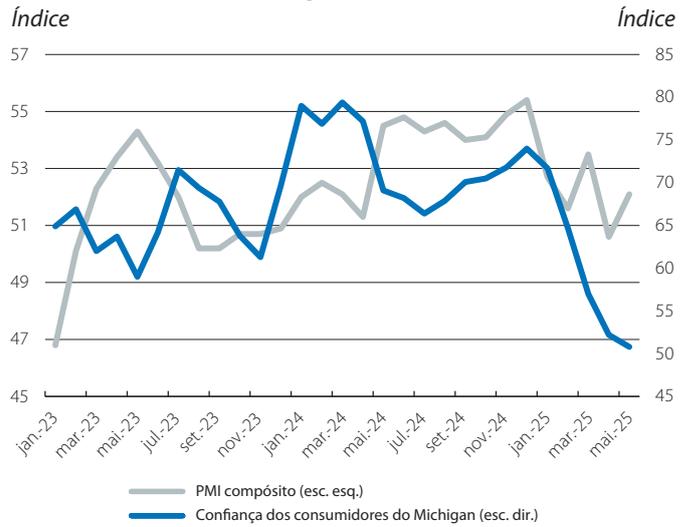
2T (49,5 em maio vs. 50,4 no 1T), devido ao abrandamento da atividade dos serviços (48,9 vs. 51,0 no 1T), enquanto a indústria transformadora está a aguentar-se um pouco melhor (49,4 vs. 47,6). O índice de sentimento económico da Comissão Europeia subiu um ponto em maio para 94,8, mas ainda está abaixo do limiar dos 100. Na Zona Euro, a confiança dos consumidores continua a situar-se entre os níveis mais baixos dos últimos dois anos, apesar da resiliência do mercado de trabalho (a taxa de desemprego desceu em abril para um mínimo histórico de 6,2%). Em maio, a inflação global moderou-se em 0,3 p. p. para 1,9%, com a inflação subjacente a diminuir em 0,4 p. p. para 2,3%, graças à descida dos serviços (-0,8 p. p. para 3,2%). No cômputo geral, os indicadores apontam para uma economia bastante fraca, sem pressões inflacionistas.

Sinais mistos nos EUA para o 2T, após uma queda no 1T. Confirmou-se que o PIB diminuiu 0,1% em cadeia no 1T, principalmente devido a um forte aumento das importações (mais de 9%). Relativamente ao 2T, os sinais são mistos, num contexto de elevada incerteza devido à política tarifária de Trump. O mercado de trabalho mantém-se forte: o desemprego manteve-se em 4,2% em abril e foram criados 170.000 postos de trabalho não agrícolas, acima da média dos três meses anteriores. No entanto, o consumo está a dar sinais de fraqueza. As vendas a retalho registaram um crescimento de apenas 0,1% em abril, após uma recuperação de 1,7% em março, uma volatilidade que reflete o avanço do consumo antes das tarifas. Além disso, a confiança dos consumidores está a deteriorar-se: o índice de Michigan caiu para um mínimo de três anos e o índice do Conference Board mantém-se em níveis baixos. Do lado empresarial, a trégua comercial de 90 dias com a China proporcionou algum alívio: o PMI subiu em maio 1,5 pontos para 52,1, em comparação com uma média de 52,6 no 1T. Esta recuperação explica-se, no entanto, em grande parte, por um aumento recorde das existências, no meio de receios de escassez futura devido às tarifas e de dúvidas contínuas sobre a fraqueza da indústria, cuja produção estagnou em abril, depois de ter caído 0,3% em março.

Os riscos para a inflação nos EUA estão concentrados no lado ascendente. Até agora, o impacto do aumento das tarifas nos preços finais tem sido limitado. A inflação global desceu 0,1 p.p. em abril para 2,3%, graças à descida dos preços da energia, enquanto a inflação subjacente se manteve em 2,8%. Porém, as componentes de preços dos indicadores de sentimento económico e de clima alertam para o risco de novos aumentos. Os empresários comunicaram em maio o maior aumento de preços desde agosto de 2022. As expectativas de inflação dos consumidores também são elevadas: o inquérito de maio da Universidade de Michigan colocou a inflação esperada a um ano no seu nível mais elevado desde 1981.

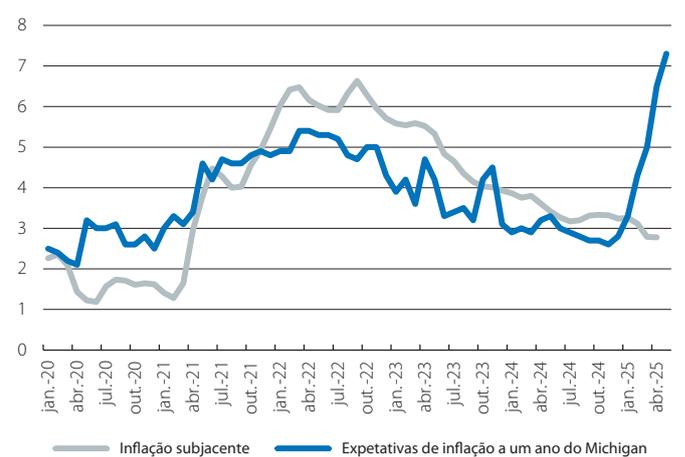
A economia da China mostra sinais de arrefecimento no início do 2T. Tendo crescido 1,2% em cadeia no 1T, os indicadores disponíveis apontam para um abrandamento generalizado da atividade no início do 2T. A produção industrial registou em abril um crescimento homólogo de 6,1% (vs. 7,7% em março), as vendas a retalho de 5,1% (vs. 5,9%) e o investimento em áreas urbanas manteve um ritmo de cerca de 4,0%. A confiança das empresas e dos consumidores também está a sofrer: em abril, o PMI da indústria transformadora caiu 1,5 pontos para 49,0, enquanto o PMI dos serviços permaneceu praticamente estagnado (50,1 vs. 50,3). Em termos homólogos, as exportações cresceram 8,1% (vs. 12,4%), graças ao sucesso da estratégia de «rotação» da China para os seus vizinhos do Sudeste Asiático como mercados alternativos aos EUA. Persistem, no entanto, as tensões comerciais e prevê-se que os progressos nas negociações sejam lentos.

EUA: índices de confiança



Fonte: BPI Research, com base em dados da Universidade de Michigan e da S&P Global.

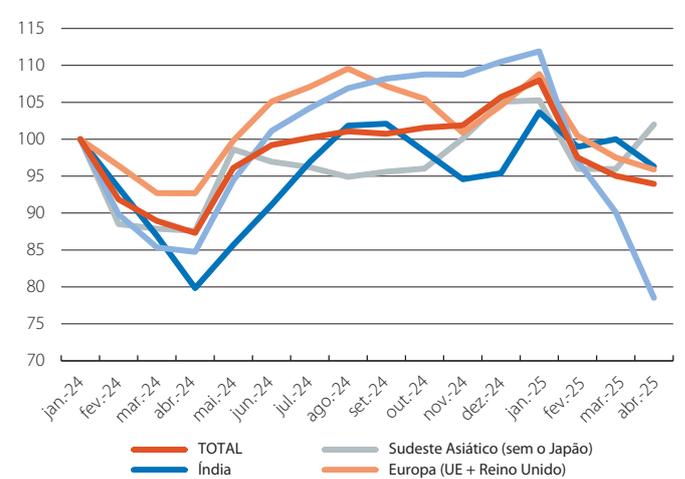
EUA: inflação subjacente e expectativas de inflação (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados da Universidade de Michigan e do Bureau of Labor Statistics.

China: exportação de bens

Índice (100 = média de 3 meses; janeiro de 2024)



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

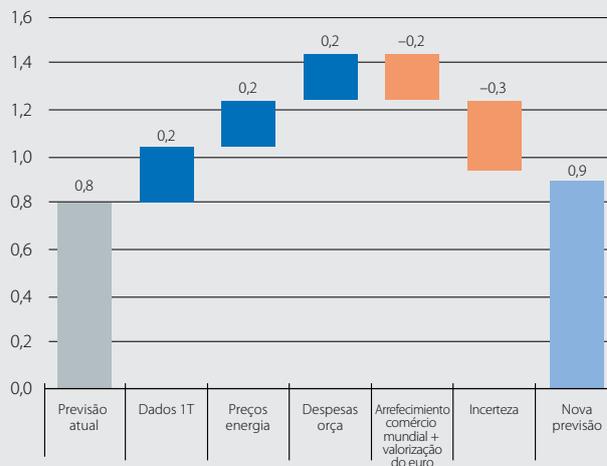
O mundo continua a observar as tarifas de Trump

Os meses decorridos desde a nossa última revisão do cenário económico-financeiro internacional foram particularmente intensos em ambos os lados do Atlântico. Em meados de março, na Europa, a Alemanha fez uma grande alteração na sua tradicional política de austeridade orçamental, alterando a Constituição para «suavizar» o travão à dívida instituído em 2009 e aprovando um plano de infraestruturas para os próximos 12 anos no valor de 500.000 milhões de euros. Nas mesmas datas, obrigada pela posição da nova Administração Trump em relação ao seu papel na NATO, a Comissão Europeia apresentou o plano *ReArm Europe*, que inclui um pacote de medidas no valor de 800.000 milhões de euros para impulsionar as despesas com a defesa durante os próximos quatro anos, e que aguarda aprovação no Conselho Europeu no final de junho.

Entretanto, a economia mundial foi abalada em 2 de abril pelo chamado *Liberation Day*, dia em que Trump anunciou uma tarifa universal de 10% e medidas protecionistas adicionais sobre um conjunto de países através das chamadas tarifas «recíprocas». A reação enérgica dos mercados a estes planos (as bolsas caíram, as rentabilidades do *treasury* subiram e o dólar desvalorizou-se) levou a que, apenas uma semana depois, Trump adiasse por 90 dias a entrada em vigor das medidas mais duras, embora esta trégua tenha coexistido durante algumas semanas com uma escalada sem precedentes com a China que levou a que a tarifa média efetiva aplicada pelos EUA se aproximasse dos 15%, face aos 2,5% em vigor em 2024 (ver Focus «Onde estamos e para onde vamos com as tarifas dos EUA?» neste *Relatório Mensal*).

Na nossa revisão do cenário internacional, mantemos o pressuposto de que as tarifas bilaterais entre os EUA e a UE serão de 10%. Apesar dos altos e baixos das últimas semanas, continua a parecer-nos uma hipótese razoável, uma vez que se trata de tarifas suficientemente elevadas para exercer pressão, mas sem provocar retaliações em grande escala por parte da UE, evitando assim cenários muito mais adversos em ambas as economias. Em contrapartida, também mantemos o pressuposto de que as tarifas entre os EUA e a China atingem um nível de 60% em 2025 (um aumento de 45 p. p. em relação a dezembro de 2024), mas agora este aumento não seria tão gradual como pensávamos e a incerteza em torno do processo de negociação é muito maior. Neste contexto, e tendo igualmente em conta o estímulo orçamental na Alemanha e os planos de defesa da União Europeia, antecipamos que o euro se valorize cerca de 8% face ao dólar em comparação com as previsões de há alguns meses (atingindo 1,14 euros/dólares no final deste ano, nível em torno do qual deverá manter-se durante 2026). Por outro lado, face aos riscos acrescidos de desaceleração da economia global e à elevada

Zona Euro: previsão de crescimento em 2025



Fonte: BPI Research.

oferta mundial, o preço do crude e do gás deverá situar-se em níveis significativamente mais baixos (até ao final de 2026, o preço do barril de Brent deverá oscilar entre 62 e 65 dólares, enquanto o do gás deverá situar-se entre 30 e 35 euros por MWh). Globalmente, os riscos para o crescimento continuam a ser negativos, dependendo do resultado das negociações pautais dos EUA e da reação dos seus parceiros comerciais.

A Zona Euro, entre o impacto das tarifas e a expectativa de estímulo orçamental

A economia europeia surpreendeu positivamente no 1T do ano, o que gerou um «efeito de arrastamento» de mais de 0,2 p. p. para as previsões de crescimento da Zona Euro em 2025. Tal impulso seria reforçado pelos planos de estímulo orçamental anunciados em março, embora a nossa hipótese de partida, na ausência de um calendário concreto, seja que a sua implementação será muito gradual, com pouco impacto até ao próximo ano. Calculamos que o estímulo ao crescimento na Zona Euro e na Alemanha seria ligeiramente superior a 0,1 p. p. em 2025, com potencial para exceder 0,2 p. p. na Zona Euro e perto de 0,5 p. p. na Alemanha até 2026. Finalmente, preços da energia substancialmente mais baixos do que o previsto (juntamente com a apreciação do euro) também apoiarão o crescimento, especialmente nas economias mais intensivas na utilização de combustíveis fósseis.

Como aspeto negativo, grande parte do crescimento registado no 1T 2025 parece ser explicado pelo impulso de exportação do «efeito de antecipação» das tarifas de Trump, pelo que é previsível que assistamos a uma correção na direção oposta nos próximos trimestres. Atualmente, o ambiente externo para a economia europeia é menos favorável, com a entrada em vigor das tarifas universais de

10%, os riscos de um crescimento global mais baixo e de uma incerteza elevada e contínua, e um fortalecimento do euro mais forte do que o previsto.

Em resumo, a economia da Zona Euro registrará uma lentidão significativa e só recuperará no 4T 2025, o que envia para baixo a previsão de crescimento para 2026. Consequentemente, revemos em alta em 1 décimo de ponto percentual o crescimento em 2025, para 0,9%, mas reduzimos em 0,3 p. p. o crescimento em 2026, para 1,1%, apesar do efeito positivo do estímulo orçamental. No que respeita à inflação, as surpresas em baixa no início do ano, associadas a um cenário energético mais favorável e a um euro mais forte, sugerem uma revisão em baixa da inflação global em 2025 de 0,4 p. p. para 2,0%, mas sem alterações significativas na estimativa para 2026, que mantemos em 1,9%. A previsão para a inflação subjacente não sofreu grandes alterações e continuamos a esperar 2,2% em 2025 e 1,9% em 2026. Nestas circunstâncias, mantemos inalterado o nosso cenário para o BCE: prevemos mais duas reduções da taxa *depo* este ano, para 1,75% em dezembro.

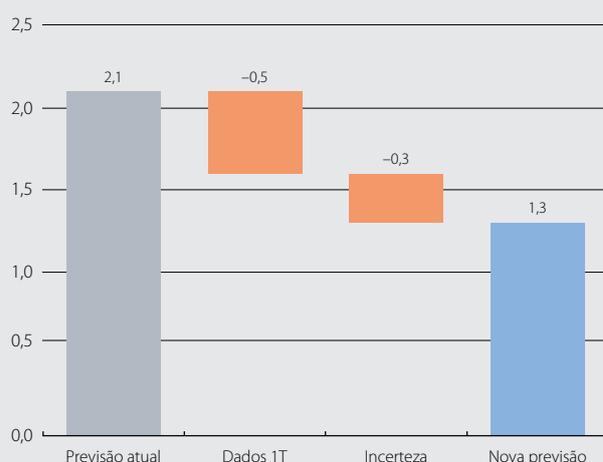
Os EUA desapontam no início do ano devido às suas próprias tarifas

O impacto negativo das tarifas na atividade dos EUA fez-se sentir ainda mais cedo do que o previsto. Não obstante a resiliência da procura interna, o PIB diminuiu 0,1% no 1T 2025 devido a um forte aumento das importações em antecipação das medidas protecionistas, gerando um significativo arrastamento descendente do crescimento em 2025 (quase -0,5 p. p.). Embora esperemos que parte deste declínio seja revertido no 2T 2025, o efeito das tarifas já em vigor e a incerteza contínua pesarão sobre a atividade económica, que praticamente estagnarà na segunda metade do ano. Por conseguinte, reduzimos o crescimento projetado para 2025 e 2026 em 0,8 p. p. e 0,3 p. p., respetivamente, para 1,3% em ambos os anos.

No que diz respeito à inflação, esperamos um cenário de menor aumento dos preços devido a surpresas negativas no início do ano, à expectativa de custos energéticos mais baixos e ao impacto de um novo abrandamento económico. Deste modo, revemos em baixa em 0,2 p. p. a previsão de inflação para 2025, para 2,9%, e em 1 décimo de ponto percentual, para 2,6%, em 2026. Na componente subjacente, mantemos a previsão para 2025 em 3,3% devido à pressão das tarifas sobre os preços dos bens e à persistência da inflação nos serviços, e reduzimos em 0,2 p. p. para 3,0% a previsão em 2026 devido ao menor dinamismo do consumo privado.

Perante este contexto, ajustámos ligeiramente as nossas expectativas em relação às taxas da Fed, continuando a esperar um novo corte em 2025 para o intervalo 4,00%-4,25%, e incorporando mais três cortes nas taxas em 2026 (em vez de um anteriormente) para 3,25%-3,50% em dezembro do próximo ano.

EUA: previsão de crescimento em 2025



Fonte: BPI Research.

A China procura contrariar o impacto das tarifas com novas medidas de estímulo

O efeito de antecipação das tarifas também teve um impacto significativo no desempenho da economia chinesa no 1T 2025, com um crescimento de 1,2% impulsionado pelo aumento das exportações. Prevemos que este efeito seja transitório e, de facto, as perspetivas para os próximos trimestres deterioraram-se substancialmente devido ao impacto da escalada do protecionismo com os EUA. É verdade que a trégua de 90 dias alcançada em meados de maio afastou, para já, os cenários mais adversos (um *decoupling* prático entre as duas economias), mas o aumento das tarifas foi mais rápido do que esperávamos no nosso cenário anterior.

Até à data, a China tem sido capaz de «redirecionar» o seu comércio para outros destinos (principalmente países asiáticos) para compensar a queda das exportações para os EUA e é bastante provável que este comportamento se mantenha nos próximos meses. A fraqueza da procura interna dificulta, no entanto, a sua retoma de forma sustentada na ausência de estímulos orçamentais mais orientados para o aumento das despesas das famílias e menos centrados nas políticas do lado da oferta, como tem sido o caso até à data. Não obstante, acreditamos que as medidas fiscais e monetárias implementadas limitarão o impacto negativo da guerra comercial, levando-nos a rever ligeiramente em baixa a nossa previsão de crescimento para a China em 1 décimo de ponto percentual em 2025, para 4,1%, e em menos 0,2 p. p. em 2026, para 3,7%.

Onde estamos e para onde vamos com as tarifas dos EUA?

Os despachos executivos de Trump, no início de fevereiro, penalizando as importações do Canadá, México e China, deram início à saga das tarifas, que continuou em março com medidas protecionistas globais sobre o aço, o alumínio e o setor automóvel. O clímax foi atingido a 2 de abril, sob o rótulo oficial de *Liberation Day* e com uma inesquecível –agora quase icónica– encenação para apresentar as mal chamadas tarifas «recíprocas». Na sequência de um período de escalada sem precedentes entre a China e os EUA, a situação atual caracteriza-se por uma pausa generalizada até ao verão das medidas mais severas tomadas nos últimos meses, mas cheia de incertezas, agora também a nível judicial. No âmbito da nossa análise do cenário económico internacional (ver «O mundo continua atento às tarifas de Trump» neste *Relatório Mensal*), o objetivo deste artigo é duplo: esclarecer, por um lado, a atual política tarifária dos EUA e, por outro, resumir a resposta dos seus principais parceiros comerciais e as negociações em curso.

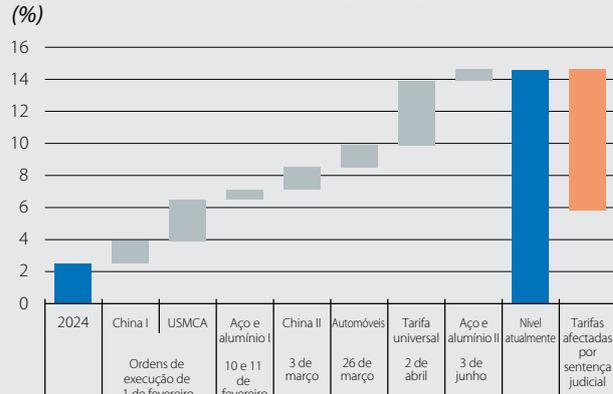
Nível atual das tarifas após a tempestade de 2 de abril...

Após a sucessão de anúncios, suspensões e isenções por parte da Administração Trump, estimamos que o valor médio das tarifas aplicadas pelos EUA terá aumentado um pouco mais de 12 p. p. até agora em 2025, para cerca de 15% (ver primeiro gráfico). Estes níveis são cinco vezes superiores aos registados desde o início da escalada protecionista em 2018 e situam-se em níveis não observados desde a década de 1940.¹ Podemos, no entanto, dizer que, para já, evitámos uma situação mais adversa, uma vez que o valor atual é significativamente inferior ao que teria resultado da aplicação integral das medidas anunciadas a 2 de abril² e ao que foi alcançado uma semana depois, em plena guerra comercial com a China, quando as tarifas mútuas eram muito superiores a 100%. Para além da incerteza, uma decisão recente do Tribunal de Comércio Internacional dos EUA veio acrescentar dúvidas sobre a legalidade das medidas gerais aplicadas aos parceiros comerciais, que estimamos afetarem o equivalente a 9 p. p. das tarifas médias. Por enquanto, um recurso do Governo mantém as condições atuais na ausência de uma decisão firme.

Em função do país de origem, pode ser feita uma diferenciação no tratamento geral dos produtos de três áreas económicas. Primeiramente, as importações provenientes do Canadá e do México estão sujeitas a tarifas de 25% desde o início de março, com algumas exceções, incluindo 10% sobre os produtos energéticos canadenses, bem como

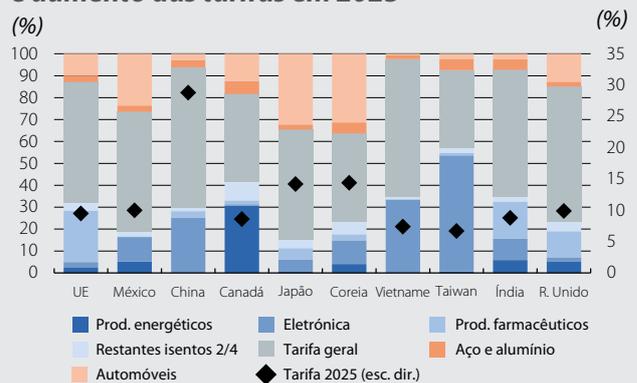
1. Ver Martínez-García, E. e Sposi, M. (2025). «U.S. tariff outcomes dependent on trading partner responses». Reserva Federal de Dallas.
 2. Ver a nota informativa «Avaliação do anúncio das tarifas recíprocas dos EUA» publicada em 4 de abril de 2025 no BPI Research.

Tarifas médias sobre as importações dos EUA



Nota: Automóveis inclui automóveis, peças e acessórios; partimos do princípio de que atualmente 60% das exportações do Canadá e do México estão em conformidade com o USMCA.
Fonte: BPI Research, com base em dados COMTRADE.

Composição das importações dos EUA dos 10 principais parceiros comerciais e aumento das tarifas em 2025



Nota: A eletrónica inclui produtos eletrónicos de consumo e semicondutores; as restantes isenções abrangem outros produtos não sujeitos à tarifa universal de 2 de abril; automóveis inclui automóveis, peças e acessórios.
Fonte: BPI Research, com base em dados COMTRADE.

sobre todos os bens que cumprem os requisitos do acordo comercial tripartido com os EUA (USMCA), que foi inicialmente estimado em cerca de 50% e que seria progressivamente aumentado.³ Segundo, após o desanuviamento em meados de maio, as tarifas gerais sobre as importações da China acumulam, desde o início de fevereiro, um aumento de 30 p. p.,⁴ que se somaria aos 10%-15% em vigor durante a Administração Biden.⁵ E, finalmente, em terceiro lugar, após a suspensão de 90 dias das tarifas «recíprocas», o resto do mundo foi sujeito ao aumento universal de 10 p. p. anun-

3. Uma grande parte das mercadorias não satisfazia os requisitos documentais do USMCA, uma vez que estavam sujeitas a tarifas muito baixas fora do tratado, pelo que a taxa de conformidade poderá aumentar para 90% até ao final do ano.
 4. Aos três aumentos gerais de 10 p. p., teria de acrescentar-se uma tarifa de 54% (com um mínimo de 100 dólares) para os envios postais de mercadorias provenientes da China com um valor até 800 dólares.
 5. Ver Flaaen, A., Langemeier, K. e Pierce, J. (2021). «Factors Affecting Recent U.S. Tariffs on Imports from China», Reserva Federal.

ciado a 2 de abril, o que constitui uma mudança substancial em relação à anterior prevalência do tratamento de nação mais favorecida, com uma tarifa média de 2%-3%.⁶

Existem também especificações setoriais que são relevantes de acordo com o perfil de especialização das exportações dos diferentes parceiros comerciais (ver segundo gráfico). Em relação à situação atual, entraram em vigor, em meados de março, tarifas de 25% sobre as importações globais de produtos de aço e alumínio, que aumentaram para 50% em junho, e, desde o início de abril, 25% sobre os automóveis, incluindo peças e acessórios.⁷ Para as economias asiáticas desenvolvidas, como o Japão e a Coreia, bem como para a Alemanha e Itália na UE, estas medidas têm um impacto potencial significativo, enquanto o Canadá e o México, para além das isenções gerais acima referidas, também beneficiam de uma redução das tarifas aplicáveis aos veículos finais na parte da cadeia de valor gerada nos EUA (cerca de 20%-30%). Do lado do que ficou isento na aplicação das tarifas universais a 2 de abril,⁸ destacam-se três setores relevantes: produtos energéticos, com exposição concentrada no Médio Oriente e na América Latina; semicondutores e tecnologias de consumo (principalmente telemóveis e computadores), liderados globalmente pela China e com importância significativa também para outras economias asiáticas, como Taiwan, Vietname e Tailândia; e os produtos farmacêuticos, setores em que a Europa tem uma vantagem competitiva e que constituem uma das suas principais linhas de exportação para os EUA.

O caminho para um novo equilíbrio nas relações comerciais com os EUA

A situação atual é caracterizada por negociações globais abertas entre os EUA e os seus parceiros comerciais, embora possamos distinguir estratégias marcadamente diferentes por país, o que, ao mesmo tempo, aponta para os riscos das conversações em curso. Por conseguinte, o leque estende-se desde a forte resposta inicial da China aos anúncios de 2 de abril, com uma escalada sem precedentes de tarifas recíprocas⁹ – desta vez apropriadamente designadas –, passando pelos planos contingentes da UE

6. Organização Mundial do Comércio (2024). «Country Tariff Profile: United States».

7. Relativamente à China, estas tarifas aplicam-se para além do aumento geral de 20 p. p. acumulado em fevereiro e março, mas não aos 25% sobre os produtos provenientes do Canadá e do México.

8. Contudo, não se trata dos aumentos anteriores a esta data sobre a China (20 p. p.) e os parceiros do USMCA (25% no total e 10% sobre os produtos energéticos canadianos).

9. A «reciprocidade» das tarifas implica a sua aplicação em resposta às barreiras comerciais (tarifárias e/ou não tarifárias) impostas aos produtos de um país. Por conseguinte, as tarifas anunciadas em 2 de abril não respondiam a esta reciprocidade e apenas refletiam quantitativamente o défice comercial bilateral entre os EUA e os seus parceiros comerciais. A China, pelo contrário, tem respondido com tarifas sobre as importações dos EUA exatamente da mesma magnitude que as aplicadas pelos EUA aos produtos chineses.

China: exportações por destinos

Variação (%)

	Abr. 2025 vs. abr. 2024	1T 2025 vs. 1T 2024	2024 vs. 2023	2022-2024 vs. 2016-2018
Total	8,1	5,1	5,8	53,3
EUA	-21,0	3,3	4,9	23,4
UE	8,2	2,8	3,1	39,9
ASEAN	21,0	8,0	12,0	93,5
Vietname	23,0	19,1	17,6	104,5
Malásia	14,6	2,9	16,1	122,1
Índia	21,9	14,4	2,4	74,4
Ásia	14,2	7,0	6,7	50,1
América Latina	17,1	9,1	13,1	95,7
Brasil	3,9	-1,0	22,0	126,5
Chile	50,2	17,7	5,9	44,3
África	25,9	11,1	3,6	74,4
Nigéria	45,0	21,7	-6,3	69,5
África do Sul	9,7	-4,7	-7,8	56,9

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

sob a forma de listas de produtos americanos candidatos a retaliação protecionista (agora congelados) e pela intensificação de contactos com parceiros comerciais alternativos, como a Índia, até ao acordo de princípio que o Reino Unido já alcançou para definir as futuras relações comerciais com os EUA, embora com muito ainda por finalizar para além de benefícios pontuais para alguns setores.¹⁰

Hoje, grande parte da atenção está centrada na China, que, com uma estratégia de confronto e uma resposta de escalada protecionista, conseguiu um resultado que não está muito atrás dos outros países: contornou as tarifas mais punitivas de 2 de abril e tem até 12 de agosto para negociar com os EUA. No entanto, a trégua bilateral não é sinónimo de paz e o novo equilíbrio para o qual caminham as relações comerciais entre os dois países é frágil e ainda muito incerto. Dependerá, em primeiro lugar, das negociações dos EUA com os principais parceiros comerciais da China (UE e ASEAN) e, em especial, da inclusão de regras de origem que restrinjam a incorporação de valor acrescentado na China. Em segundo lugar, será condicionado pela eficácia da reorientação dos fluxos comerciais da China para outros países – quer através de *rerouting*, quer através da procura de novos mercados, como foi o caso no anterior episódio de escalada do protecionismo em 2018.¹¹ De momento, os poucos dados disponíveis parecem confirmar uma mudança no destino das expor-

10. Refira-se, por exemplo, a redução das tarifas sobre os automóveis, o aço e o alumínio do Reino Unido até uma determinada quota e, no sentido inverso, sobre a carne de bovino e o etanol dos EUA.

11. As exportações da China para os EUA aumentaram 20% desde 2018, um valor que contrasta com o forte aumento das exportações para os países da ASEAN, o México e o resto da América Latina, que quase duplicaram. Nomeadamente, as vendas da China ao Vietname mais do que duplicaram neste período, ao mesmo tempo que as exportações do Vietname para os EUA cresceram 160%, um sinal claro de *rerouting* em relação ao mercado americano.

tações chinesas. Por conseguinte, em abril, a queda das vendas para os EUA foi compensada pelo aumento das exportações para outros destinos, em particular a ASEAN, mas também a Índia, a América Latina e a África (ver quadro). Em terceiro lugar, os progressos no cumprimento dos principais objetivos da política protecionista da administração Trump, como a redução do défice comercial ou o aumento das receitas das tarifas, serão relevantes. Finalmente, o novo equilíbrio dependerá de fatores como a evolução da concorrência entre as duas potências, seja no domínio tecnológico ou financeiro, e a capacidade da economia chinesa de reequilibrar o seu modelo de crescimento. Há dependências mútuas e um bom exemplo é o setor da eletrónica, em que a China se tornou a principal potência mundial de fabrico, mas os EUA mantiveram uma liderança tecnológica proeminente.¹²

A segunda grande preocupação –também em termos da sua contribuição para o défice comercial dos EUA– é o que acontece com as negociações abertas com a UE. Há meses que a retórica da administração Trump tem sido dura e as conversações não parecem estar a avançar na direção certa, como demonstrou a ameaça dos EUA de impor tarifas de 50% sobre os produtos europeus no final de maio, embora tenha sido neutralizada alguns dias depois. No caso de uma potencial intensificação, a Comissão Europeia tem vindo a anunciar uma série de medidas de contingência sob a forma de uma lista de produtos originários dos EUA que seriam sujeitos a tarifas mais elevadas. A primeira medida, atualmente congelada no atual contexto comercial, era uma resposta às tarifas de 25% sobre produtos de aço e alumínio, que afetam 28.000 milhões de euros

de exportações dos EUA. A segunda está presentemente sujeita a consulta pública até 10 de junho e teria um âmbito económico mais vasto, afetando os produtos industriais e agrícolas dos EUA até 95.000 milhões de euros. Dentre os fatores que condicionarão o resultado das negociações com a UE, há alguns elementos já mencionados para a China, como o cumprimento dos objetivos gerais da política comercial de Trump e as condições de concorrência em ambos os mercados, mas há também fatores específicos relevantes. É o caso, por exemplo, do tratamento dado pelos EUA aos produtos farmacêuticos, que estão isentos das tarifas universais acima referidas e em que a Europa (UE, Reino Unido e Suíça) tem uma vantagem competitiva, e, inversamente, do tratamento dado pela UE aos serviços digitais (não só em termos fiscais, mas também de concorrência e proteção de dados), em que os EUA têm um grande excedente comercial. Para completar o arco, a relação que a UE pretende estabelecer com a China neste novo cenário será também um ingrediente fundamental nas conversações, algo que a administração Trump estará, sem dúvida, a observar atentamente.

O impacto económico global¹³ e o surgimento de oportunidades e riscos para as empresas exportadoras dependerão da forma como forem concluídas as negociações com os dois principais parceiros comerciais dos EUA e de qual será a carga tarifária final para os diferentes setores e países.¹⁴ Mantemos, para já, um cenário de relativo optimismo, longe dos piores momentos vividos no início de abril, mas também um pressuposto de que o salto protecionista que demos em 2025 veio para ficar no nosso horizonte de previsão.

12. Ver Focus «UE e China: mapas de interdependência estratégica», no IM05/2022, «O que é que o *de-risking* significa para a UE?», no IM11 /2023, e «Existem provas «precoces» de *de-risking*? (parte I): EUA e China», no IM01/2024.

13. Ver Focus «Exposição da economia chinesa ao aumento das tarifas nos EUA» no IM12 /2024, «Exposição da economia europeia a tarifas mais elevadas nos EUA», no IM12 /2024 e «A exposição da economia europeia a tarifas mais elevadas nos EUA: um olhar através das cadeias de valor» no IM01/2025.

14. Ver o exemplo de Espanha em «Tensões tarifárias e reconfiguração dos fluxos comerciais: impacto em Espanha», no OS 15/2025.

Um mercado de trabalho europeu em mutação: o papel da imigração e dos novos empregos

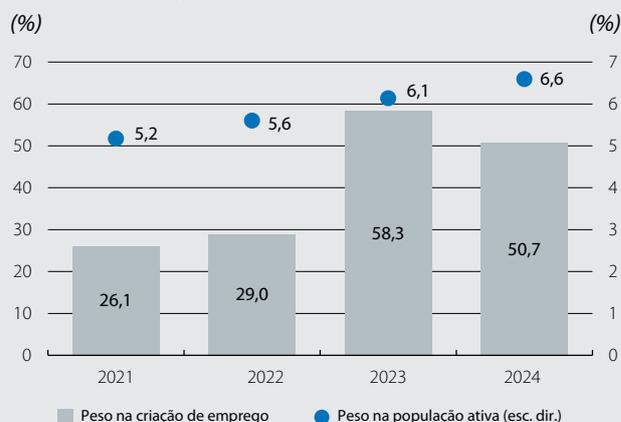
No contexto de um abrandamento da atividade económica na sequência da pandemia, o emprego na UE continuou a crescer com algum vigor, aumentando em 7,2 milhões de pessoas desde 2019. Consequentemente, a taxa de desemprego continuou a sua tendência descendente, atingindo um mínimo histórico de 5,7%. Face ao baixo nível de desemprego, e em contraste com o período pré-pandémico, a maior parte do crescimento do emprego nos últimos anos explica-se pelo aumento da força de trabalho, principalmente através da imigração de fora da UE e do aumento da participação das mulheres e dos trabalhadores mais velhos. Simultaneamente, a aceleração da transformação digital fez com que os setores tecnológicos se tornassem a principal fonte de criação de emprego nos últimos anos, em contraste com o declínio nos ramos da indústria transformadora. As políticas ativas de formação, bem como a capacidade de atrair talentos nos setores com maior escassez de competências, serão fundamentais para que a UE faça progressos em matéria de inovação e competitividade e não fique atrás dos seus principais concorrentes.

Os trabalhadores extracomunitários impulsionaram o crescimento da população ativa

Os indicadores-chave do mercado de trabalho têm vindo a melhorar de forma constante nos últimos anos: a taxa de participação subiu para 80,4% em 2024 (77,9% em 2019), a taxa de emprego para 75,8% (72,7% em 2019) e a taxa de desemprego desceu para 5,7% (6,6% em 2019). Esta tendência favorável beneficiou também grupos tradicionalmente mais vulneráveis, como as mulheres, cuja taxa de participação aumentou para 70,5% (mais 3,7 pp do que em 2019) e que representam 64% do número total de empregos criados desde 2019 (3,9 milhões de postos de trabalho). Este padrão também se repetiu entre os trabalhadores mais velhos (55-64 anos), com a taxa de atividade a subir para 60,8% em 2024 (um aumento de quase 6 pontos em relação a 2019) e a representar 20% das pessoas com emprego (pouco mais de 40 milhões de trabalhadores).

Deve ser feita uma menção especial à contribuição da população estrangeira para a dinâmica positiva do mercado de trabalho, num contexto de envelhecimento da população e de baixo crescimento da produtividade. Efetivamente, pouco mais de 50% dos empregos criados entre 2019 e 2024 foram preenchidos por trabalhadores de países terceiros (cerca de 3,4 milhões), apesar de o seu peso na população ativa europeia ser de apenas 6,6% em 2024 (5,0% em 2019) (ver primeiro gráfico). Uma parte significativa do aumento do crescimento desde 2022 é atribuída ao grande afluxo de cidadãos ucranianos em resultado do conflito com a Rússia, dado que mais de quatro milhões se estabeleceram noutros países, sendo a Polónia e a Alemanha os principais países de acolhimento, representando 37% e 25% do total, respetivamente.

Contribuição dos nacionais de países terceiros para o emprego na UE 2021-2023



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

O BCE, num documento recente, quantifica o contributo da imigração extracomunitária para o crescimento do PIB, sendo o aumento da população estrangeira em idade ativa e a sua taxa de emprego mais elevada os principais motores do aumento da atividade económica na Zona Euro em 2023 e 2024.¹ No entanto, esta contribuição varia muito de país para país. Assim, em Itália, o impacto foi menor, uma vez que partiu de taxas de participação mais baixas e foi a população nacional que impulsionou o crescimento. Pelo contrário, na Alemanha, que tem uma taxa de participação da população ativa mais elevada, os trabalhadores estrangeiros atenuaram os efeitos do envelhecimento da população e do declínio da população em idade ativa. Em Espanha, a situação estaria algures no meio, com um papel muito relevante da imigração na dinâmica laboral, mas também com um contributo positivo, embora mais moderado, dos nacionais.²

A chegada de trabalhadores estrangeiros nos últimos anos tem também como nota positiva o facto de o seu grau de sobrequalificação (e o fosso que ainda persiste em relação aos trabalhadores nacionais) ter vindo a diminuir significativamente.³ Tal tendência pode ser explicada por um maior reconhecimento dos estudos efetuados no estrangeiro, por

1. Ver <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2025/html/ecb.blog20250508~897078ce87.en.html>.

2. Num artigo recente, o Banco de Espanha analisa os fatores que influenciam os fluxos migratórios para Espanha e para outras economias avançadas e mostra como a Espanha é um dos países avançados com maior afluxo de estrangeiros por mil habitantes. Este aumento deve-se principalmente à situação nos países de origem (instabilidade política ou catástrofes naturais, entre outros), embora as características do país de destino (oportunidades de emprego, língua ou existência de compatriotas já instalados no país de destino) estejam a ganhar importância.

3. Os trabalhadores sobrequalificados são pessoas com habilitações académicas superiores que trabalham em profissões pouco ou mediantemente qualificadas. Ver Migrant integration statistics - over-qualification - Statistics Explained - Eurostat.

um melhor acesso dos imigrantes a empregos mais qualificados e proporcionais ao seu nível de educação ou por políticas ativas de integração laboral.⁴

O número de trabalhadores das TIC aumenta, mas a falta de competências limita o seu desenvolvimento

O aumento do emprego desde 2019 tem sido transversal aos vários setores, com exceção do sector primário (trata-se da continuação da tendência descendente que tem experimentado desde a década de 1990) e da indústria transformadora, que ainda não recuperou os níveis de emprego pré-pandémicos e tem agora quase meio milhão de trabalhadores a menos do que em 2019. Destaca-se, em contrapartida, o crescimento significativo do emprego no sector da informação e das telecomunicações (TIC), com um aumento de 21,4% desde 2019 (1,3 milhões de postos de trabalho) (ver segundo gráfico).

Trata-se de um dinamismo estreitamente relacionado com a aceleração da transformação digital (que já emprega mais de 7,5 milhões de trabalhadores, ou seja, 3,5% de todos os europeus empregados), mas que – tal como noutros setores –⁵ não é alheio à escassez de mão de obra qualificada, que, embora tenha diminuído desde o máximo, continua a ser muito elevada (ver terceiro gráfico). O fosso entre a procura e a oferta de trabalhadores com competências digitais tornou-se numa forte limitação para o avanço da inovação e da competitividade da UE. Ainda que tenham sido feitos progressos na formação e na atração de profissionais com as competências necessárias, a UE ainda está longe de atingir o seu objetivo de 20 milhões de especialistas em TIC até 2030, pelo que continua a ser necessário reforçar a formação em TIC e o recrutamento de talentos, uma vez que se espera que o setor das TIC continue a ser um dos motores de crescimento nos próximos anos.

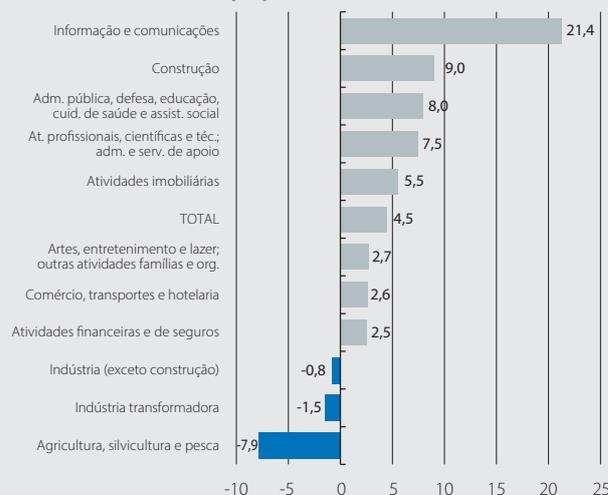
O mercado de trabalho europeu enfrenta o desafio de formar, atrair e adaptar talentos

Na sequência da pandemia, o mercado de trabalho da UE tem revelado um dinamismo notável, com o crescimento do emprego a ser impulsionado, em grande medida, pela imigração de fora da UE e pelo aumento da participação no mercado de trabalho, tanto em termos globais como em grupos com taxas mais baixas, como as mulheres, os jovens e as pessoas com mais de 55 anos. Contudo, a UE enfrenta desafios significativos nos próximos anos. O envelhecimento da população, a baixa taxa de natalidade e a falta de mão de obra qualificada – especialmente em setores-chave como a tecnologia, a saúde e a construção – constituem obstáculos ao crescimento económico. A despeito

4. O programa *Integration durch Qualifizierung*, por exemplo, tem por objetivo melhorar a integração dos migrantes no mercado de trabalho alemão, incluindo o reconhecimento das qualificações profissionais, a formação contínua ou o aconselhamento individual.

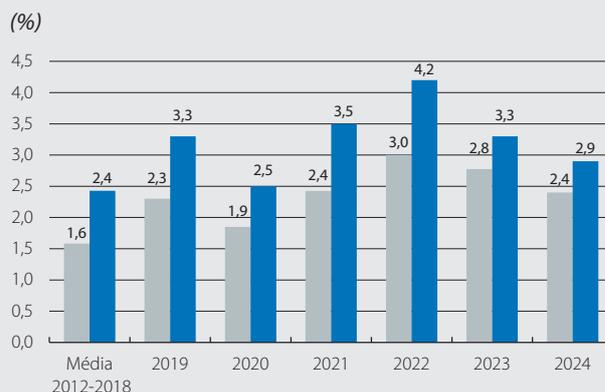
5. A carência de mão de obra verifica-se em empresas de diferentes setores, tais como cuidados de saúde, motoristas, eletricitas, cozinheiros, empregados de mesa, trabalhadores da construção civil e outros. A Comissão Europeia identificou 42 profissões com este problema: EUR-Lex - 52023PC0716 - EN - EUR-Lex.

Crescimento do emprego por setores na UE entre 2019 e 2024 (%)



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

UE: taxa total de postos de trabalho vagos * e no setor das TIC



Nota: * O total inclui a indústria, a construção e os serviços (excluindo as atividades das famílias como empregadores e das organizações e entidades extraterritoriais).
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

dos progressos registados na integração do mercado de trabalho dos migrantes e na literacia digital, persiste um fosso significativo entre a oferta e a procura de competências. Para superar estes desafios, serão necessárias políticas ativas de formação, de atração de talentos e de adaptação do mercado de trabalho às novas realidades demográficas e tecnológicas. São precisamente estes desafios que estão no centro da União de Competências,⁶ uma das cinco alavancas da Bússola para a Competitividade da UE, apresentada em março de 2025, que apela a uma profunda transformação dos sistemas de educação e formação para garantir uma mão de obra qualificada. Embora a sua aplicação seja complexa, o seu sucesso será decisivo para o futuro económico da UE.

6. Ver https://commission.europa.eu/topics/eu-competitiveness/union-skills_es.

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

ESTADOS UNIDOS

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	03/25	04/25	05/25
Atividade									
PIB real	2,9	2,8	3,0	2,7	2,5	2,1	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	5,2	3,4	3,3	3,6	4,1	4,9	5,3	5,4	...
Confiança do consumidor (valor)	105,4	104,5	98,9	102,2	110,6	99,8	93,9	85,7	98,0
Produção industrial	0,2	–0,3	0,0	–0,4	–0,3	1,5	1,3	1,5	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	47,1	48,2	48,5	47,3	48,2	50,1	49,0	48,7	48,5
Habitacões iniciadas (milhares)	1.421	1.371	1.343	1.338	1.387	1.396	1.339	1.361	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	312	330	329	332	336	340	340	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,6	4,0	4,0	4,2	4,1	4,1	4,2	4,2	...
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,3	60,1	60,1	60,0	59,9	60,0	59,9	60,0	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,1	–2,9	–2,8	–2,9	–3,1	–3,5	–3,8	...	...
Preços									
Taxa de inflação global	4,1	3,0	3,2	2,6	2,7	2,7	2,4	2,3	...
Taxa de inflação subjacente	4,8	3,4	3,4	3,2	3,3	3,1	2,8	2,8	...

JAPÃO

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	03/25	04/25	05/25
Atividade									
PIB real	1,4	0,2	–0,6	0,8	1,3	1,7	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	35,1	37,2	37,2	36,9	36,1	34,7	34,1	31,2	32,8
Produção industrial	–1,4	–3,0	–3,5	–1,8	–2,5	2,5	1,0	0,7	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	7,0	12,8	13,0	13,0	14,0	12,0	–	–	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,6	2,5	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,0	–1,1	–1,0	–1,1	–1,0	...	...	...	...
Preços									
Taxa de inflação global	3,3	2,7	2,7	2,8	2,9	3,8	3,6	3,5	...
Taxa de inflação subjacente	3,9	2,4	2,2	2,0	2,3	2,7	2,8	3,0	...

CHINA

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	03/25	04/25	05/25
Atividade									
PIB real	5,4	5,0	4,7	4,6	5,4	5,4	–	–	–
Vendas a retalho	7,8	3,3	2,6	2,7	3,8	3,6	5,9	5,1	...
Produção industrial	4,6	5,6	5,9	5,0	5,6	6,8	7,7	6,1	...
PMI indústrias (oficial)	49,9	49,8	49,8	49,4	50,2	49,9	50,5	49,0	49,5
Setor externo									
Balança comercial ^{1,2}	865	995	864	897	995	1.085	1.085	1.108	...
Exportações	–5,1	4,6	4,4	5,4	10,0	5,7	12,2	7,9	...
Importações	–5,5	1,1	2,5	2,2	–1,7	–7,0	–4,4	–0,2	...
Preços									
Taxa de inflação global	0,2	0,2	0,3	0,5	0,2	–0,1	–0,1	–0,1	...
Taxa de juro de referência ³	3,5	3,1	3,5	3,4	3,1	3,1	3,1	3,1	3,0
Renminbi por dólar	7,1	7,2	7,2	7,2	7,2	7,3	7,3	7,3	7,2

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

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

ZONA EURO

Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	03/25	04/25	05/25
Vendas a retalho (<i>variação homóloga</i>)	-1,9	1,1	0,3	2,1	2,1	1,8	1,5	...	...
Produção industrial (<i>variação homóloga</i>)	-1,6	-3,0	-4,0	-1,7	-1,6	1,4	3,6	...	...
Confiança do consumidor	-17,4	-14,0	-14,2	-13,0	-13,4	-14,1	-14,5	-16,6	-15,2
Sentimento económico	96,2	95,7	95,9	96,1	95,2	95,5	95,1	93,8	94,8
PMI indústrias	45,0	45,9	46,1	46,4	46,3	46,3	48,6	49,0	49,4
PMI serviços	51,2	51,5	51,7	52,7	53,1	52,6	51,0	50,1	49,7
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (<i>variação homóloga</i>)	1,4	1,2	1,0	1,0	0,7	0,8	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,6	6,4	6,4	6,3	6,2	6,3	6,3	6,2	...
Alemanha (<i>% pop. ativa</i>)	3,1	3,4	3,4	3,5	3,4	3,6	3,6	3,6	...
França (<i>% pop. ativa</i>)	7,3	7,4	7,4	7,4	7,3	7,4	7,4	7,1	...
Itália (<i>% pop. ativa</i>)	7,7	6,6	6,8	6,3	6,1	6,1	6,1	5,9	...
PIB real (<i>variação homóloga</i>)	0,5	0,8	0,5	1,0	1,2	1,2	-	-	-
Alemanha (<i>variação homóloga</i>)	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	-	-	-
França (<i>variação homóloga</i>)	1,6	1,1	1,0	1,1	0,6	0,6	-	-	-
Itália (<i>variação homóloga</i>)	0,8	0,5	0,7	0,6	0,6	0,7	-	-	-

Preços

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

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	03/25	04/25	05/25
Inflação global	5,5	2,4	2,5	2,2	2,2	2,3	2,2	2,2	1,9
Inflação subjacente	5,0	2,8	2,8	2,8	2,7	2,6	2,4	2,8	2,3

Setor externo

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

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	03/25	04/25	05/25
Balança corrente	2,0	3,5	3,2	3,5	3,5	3,7	3,7	...	...
Alemanha	5,6	5,7	6,4	6,3	5,7	5,6	5,6	...	...
França	-1,0	0,4	-0,4	0,0	0,4	0,1	0,1	...	...
Itália	0,1	1,1	0,9	0,9	1,1	1,1	1,1	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	94,7	95,0	95,1	95,5	94,2	93,5	94,7	96,9	96,3

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	03/25	04/25	05/25
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	2,7	0,8	0,4	1,0	1,4	2,2	2,4	2,6	...
Crédito às famílias ^{2,3}	1,7	0,5	0,3	0,5	0,9	1,5	1,7	1,9	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	4,6	4,9	5,1	4,9	4,4	3,9	3,7	...	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	4,4	4,6	4,8	4,7	4,3	4,0	3,9	...	...
Depósitos									
Depósitos à ordem	-8,5	-3,9	-5,5	-2,5	1,2	3,6	4,1	5,3	...
Outros depósitos a curto prazo	21,1	12,3	14,3	10,5	5,9	2,3	1,5	0,6	...
Instrumentos negociáveis	20,3	20,3	19,8	22,1	18,6	15,6	11,9	10,8	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	2,7	3,0	3,1	3,0	2,6	2,2	2,1	...	...

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

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

2025 inicia mal, mas fatores estruturantes suportam o cenário

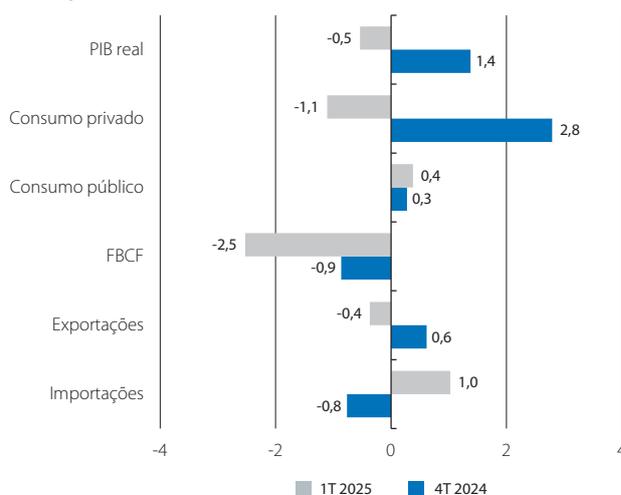
Atividade contrai 0,5% em cadeia no 1T 2025, com contributo marginalmente positivo da procura interna (0,1 p. p.) e negativo da externa. O primeiro reflete a contração do consumo privado, depois de no 4T 2025 ter registado forte crescimento, associado ao aumento de rendimento disponível por alterações da política fiscal. Mais surpreendente e indicativo do ambiente de incerteza que a economia global vive, foi a contração da formação bruta de capital fixo em 2,5%, que também poderá espelhar o impacto da crise política interna (que culminou com eleições em maio) nas decisões de investimento. A procura externa retirou cerca de 0,7 p. p. ao PIB no 1T 2025, por queda de 0,4% nas exportações e avanço de 1% nas importações. Nestas sobressai a componente dos bens que cresceu 1,4% e que terá contribuído para a reposição de stocks (acrescentaram 1,3 p. p. ao crescimento em cadeia). Este movimento estará muito provavelmente associado à antecipação de compras de bens antes das alterações na política aduaneira dos EUA, com impacto no encarecimento dos bens a nível global. Por si só, este dado implica alteração da nossa previsão para o crescimento real da economia em 2025 para 1,7% vs. a anterior previsão de 2,4% (ver nesta publicação o Focus «Revisão do Cenário Macro»). A nível de indicadores económicos, a informação disponível para o 2T 2025 é ainda escassa, salientando-se a recuperação do indicador de sentimento da Comissão Europeia para 105,8 pontos em maio, muito acima da média histórica de 100 e acima de valores recentes.

Inflação volta a aumentar em maio. Em maio quer o IPC Global quer o Subjacente voltaram a aumentar, ambos para 2,3%. É o terceiro mês consecutivo em que os valores do IPC Global e Subjacente são iguais, pondo em evidência que o processo desinflationista passa neste momento sobretudo pela dinâmica dos preços menos voláteis, e, portanto, é mais lento. Sabemos da rigidez de algumas categorias de serviços como educação e saúde (que têm registado taxas de inflação em torno dos 3,5% persistentemente há vários meses), mas o que mais tem vindo a surpreender em alta é o comportamento dos preços dos produtos alimentares (mensalmente os produtos alimentares não transformados aumentaram 0,9% e os transformados 1%). Isto torna-se mais surpreendente se tivermos em conta que o último ano agrícola foi globalmente mais positivo que anos anteriores em termos de quantidades produzidas. Por sua vez, os preços dos produtos energéticos continuam a apoiar a consolidação do processo desinflationista, tendo recuado mensalmente 1,6% (0,1% homólogo no IPC da energia).

A dinâmica do emprego contraria a correção do PIB no 1T. De facto, o emprego voltou a bater um novo máximo da série (iniciada em 2011) no 1T do ano, atingindo um total de 5.181.400 indivíduos. Em termos comparativos, representa um aumento de 2,4% homólogo e 0,6% em cadeia, ritmos bastante expressivos comparativamente às médias históricas do 1T. Em termos sectoriais, destacam-se o comércio & reparação de veículos, a Administração Pública & defesa e as atividades de saúde humana & apoio social, que, no conjunto, explicam mais de 60% do crescimento homólogo do emprego. Adicionalmente, de forma análoga aos trimestres anteriores, o aumento do emprego foi mais expressivo nos indivíduos com níveis de escolaridade mais elevados (compensando a queda do emprego nos níveis mais baixos), em contratos a tempo completo e por via de contratos mais estáveis (sem termo). Por sua vez, a taxa de desemprego diminuiu 0,2 p. p. face ao 1T de 2024,

Portugal: componentes da procura

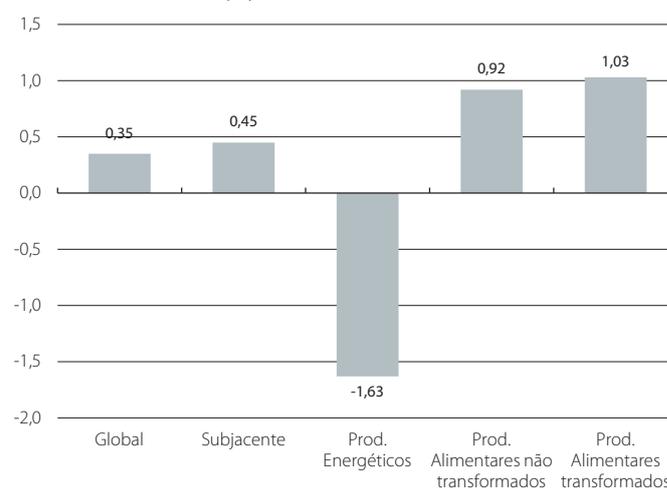
Variação em cadeia (%)



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

IPC

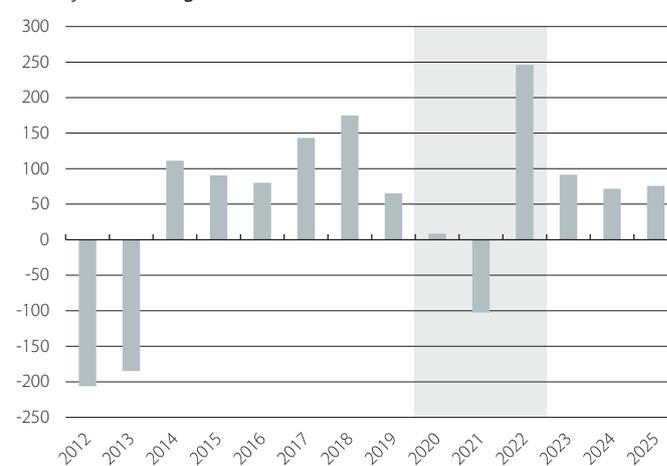
Var. mensal em maio (%)



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

Evolução do emprego no 1T de cada ano

Variação homóloga (mil indivíduos)



Notas: Dados não ajustados de sazonalidade. O sombreado corresponde ao período da pandemia.
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

para 6,6%, a taxa mais baixa registada num 1T desde o início da série (excluindo a pandemia).

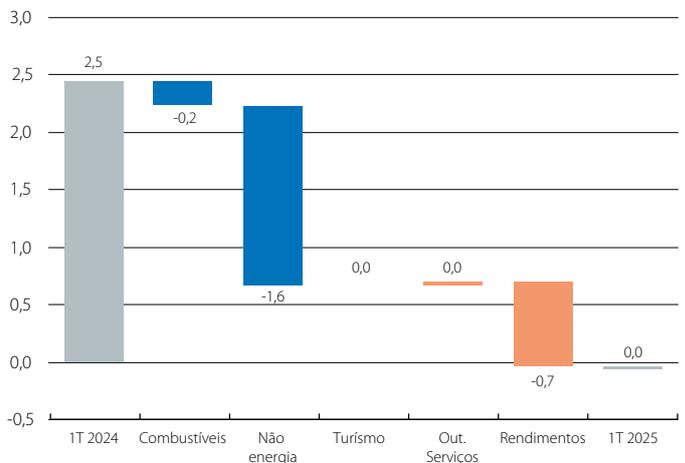
Balança corrente regista um défice de 25,7 milhões de euros no 1T, reflexo da deterioração das balanças de bens e de rendimentos. A significativa deterioração de défice comercial resultou do menor crescimento das exportações de bens (as de energia contraíram 8,1% homólogo) e da aceleração das importações, possivelmente por antecipação do impacto de tarifas mais elevadas. A deterioração do saldo da balança de rendimentos resultou de um menor recebimento de fundos europeus. Por sua vez, mantém-se o excedente da balança de serviços. No que resta do ano, antecipamos um retorno do saldo externo a uma situação excedentária, refletindo a diluição do efeito antecipação de importações, o recebimento de fundos europeus e um reforço (menor do que nos anos transatos) do excedente da balança de serviços. No mesmo período, a dívida externa líquida aumentou para 126,9 mil milhões de euros, mais 0,4 mil milhões, equivalente a 57,5% do PIB do que no final de 2024, mas o rácio face ao PIB caiu para 43,9% (44,3% em 2024).

Os jovens e as transferências de crédito entre bancos puxam pelas novas operações de crédito à habitação. O dinamismo destes novos empréstimos (que aumentaram mais de 40% homólogo no 1T) tem sido suportado pela concessão de crédito a indivíduos com até 35 anos e pelas transferências de crédito entre instituições. De facto, a concessão de crédito a jovens representou mais de 50% da nova contratação no 1T, o que compara com valores em torno dos 37% em igual período de 2024. As medidas fiscais de apoio aos jovens na compra da primeira habitação estão a ter um peso bastante relevante neste segmento. Adicionalmente, é provável que as transferências de crédito entre bancos possam explicar ainda uma parte do dinamismo do início do ano; a informação disponível para o final de 2024 revela que as transferências representaram mais de 21% das novas operações de crédito à habitação puras (ou seja, sem contar com as renegociações), abaixo do que foi registado em 2023 (26%). Na ausência de informação mais recente, estimamos que ainda possam representar uma parcela relevante, ainda que em trajetória descendente.

A imprevisibilidade das políticas comerciais veio agravar os riscos financeiros decorrentes dos conflitos geopolíticos. No recente relatório de estabilidade financeira do Banco de Portugal, o destaque vai para a incerteza global e deterioração do sentimento dos agentes económicos daí decorrentes, com efeitos na economia, inflação e mercados financeiros. Este contexto poderá levar (tal como registado no passado recente) a correções expressivas nos mercados, afetando a estabilidade do sistema financeiro. Apesar do impacto direto na economia portuguesa ser limitado e circunscrito (pelo menos até ao momento) a alguns sectores exportadores de bens, os efeitos indiretos não são insignificantes, e poderão afetar negativamente a confiança dos agentes económicos e, consequentemente, o consumo e o investimento. Ainda assim, a posição mais robusta das famílias e empresas (níveis descendentes de endividamento, aumento do rendimento disponível e aumento da rentabilidade operacional) colocam estes agentes económicos mais bem posicionados para navegar estes tempos incertos. No que diz respeito ao mercado imobiliário, este contexto terá um impacto limitado perante os fatores de suporte ao mercado (como o aumento da população estrangeira, descida das taxas de juro e aumento do rendimento disponível das famílias). Por fim, a redução do endividamento do sector público dos últimos anos e a consolidação orçamental colocam a Administração Pública em melhor posição para enfrentar um eventual cenário de deterioração das condições de financiamento e maiores exigências de gastos com defesa.

Evolução da balança corrente 1T 2025

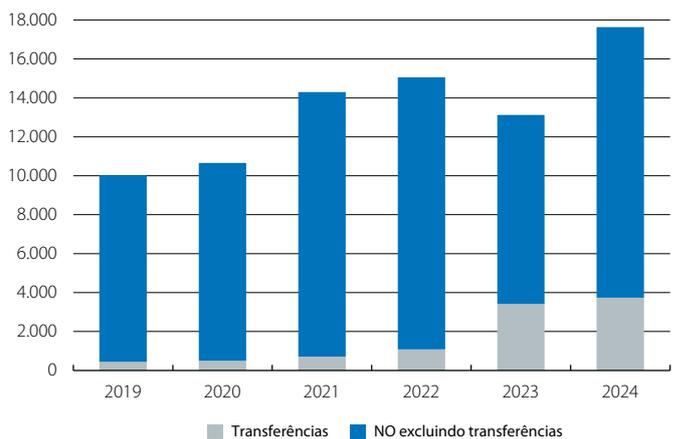
(% do PIB e variaçãp em p.p.)



Fonte: BPI Research com base em dados do BdP.

Novas operações de crédito à habitação e impacto das transferências entre bancos

Acumulado no ano (milhões de euros)

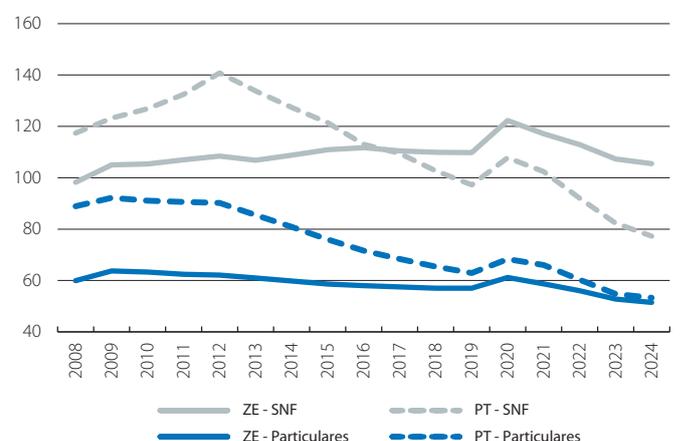


Nota: As novas operações não incluem renegociações.

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

Rácios de endividamento do sector privado não financeiro *

(% do PIB)



Nota: * Inclui empréstimos e títulos de dívida.

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

Novo cenário macroeconómico

Num ambiente de elevada incerteza, potencialmente condicionador da atividade económica, revimos, no mês passado, o nosso cenário para as variáveis macroeconómicas. As alterações efetuadas baseiam-se, essencialmente, na incorporação da informação quantitativa e qualitativa publicada até meados de maio.

Começamos pela principal variável – o produto interno bruto – que iniciou o ano com uma contração face ao último trimestre de 2024, considerável: 0,5%! Por si só este dado, implica já uma alteração significativa da nossa previsão para o crescimento real da economia em 2025. De facto, no início do ano, antecipávamos que esta avançasse 2,4% e em maio reduzimos esta previsão em 7 décimas para 1,7%.

Porque caiu o PIB no primeiro trimestre de 2025?

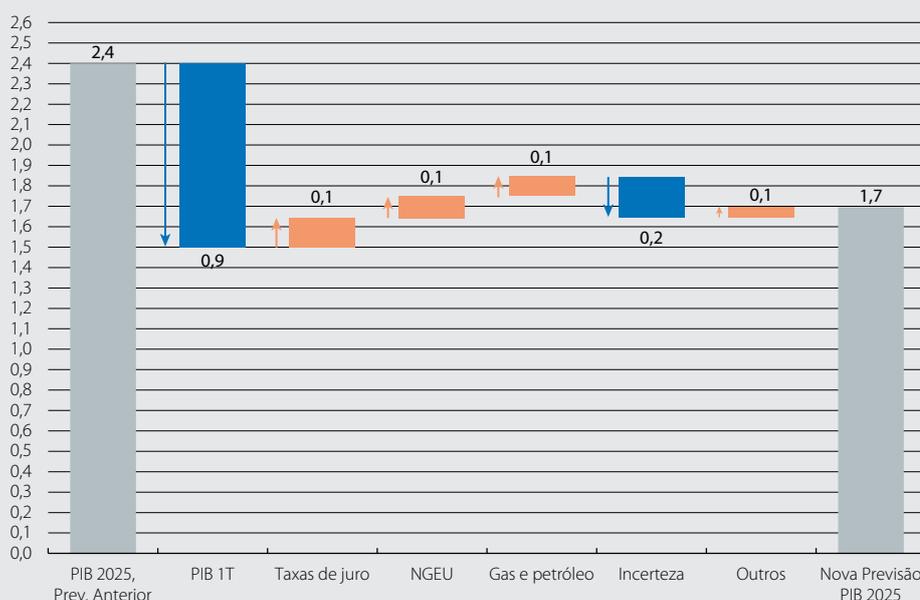
Muito provavelmente terá sido uma correção face ao forte crescimento registado no último trimestre de 2024 e não uma desaceleração abrupta da atividade. Relembramos que no 4T a economia cresceu 1,4% em cadeia, resultado de fatores pontuais associados ao aumento significativo de rendimentos das famílias por redução do imposto sobre os rendimentos, com efeitos retroativos ao início de 2024. De facto, se olharmos para os dois trimestres em conjunto, reduzindo o ruído associado aos fatores pontuais, temos que o crescimento trimestral médio se situou em 0,45%, uma desaceleração face à média histórica (observada desde 2015 situa-se em 0,6% trimestral), mas ainda assim, um crescimento robusto.

O que esperamos para o resto do ano?

Por si só, a amplitude da queda do PIB no 1T retirou 9 décimas à previsão anterior. Também em sentido descendente jogará o efeito incerteza associado aos eventos em torno da política comercial dos EUA. A Comissão Europeia estima que num cenário de aumento unilateral das tarifas por parte dos EUA, cenário a que se atribui maior probabilidade, o crescimento da União Europeia será reduzido em 0,2 pontos percentuais por ano entre 2025 e 2027.¹ Admitimos que o impacto em Portugal é idêntico.

Mas para além destes fatores de pendor negativo, existem outros que tenderão a favorecer a expansão da atividade em 2025. Entre estes estão: i) os impactos da redução dos custos de financiamento associados ao relaxamento da política monetária por parte do BCE, ii) a revisão em baixa dos preços dos bens energéticos, refletindo por um lado o aumento da oferta por parte dos países produtores, mas também a negociação de futuros a preços mais baixos por antecipação de menor procura e iii) a expectativa de aceleração de aplicação dos fundos europeus. Adicionalmente, continuam ativos outros fatores como a resiliência do mercado de trabalho – o emprego está em máximos históricos e a remuneração média real aumentou 3% no 1T 25 – que tenderão a contribuir para que o consumo privado continue robusto; e o turismo, ainda que em menor medida do que em anos anteriores, será um fator de suporte ao crescimento.

PIB 2025: contribuição dos vários fatores para a revisão do crescimento
(Pontos percentuais)



Fonte: BPI Research

1. The macroeconomic *Effect of the US tariff hikes*, Comissão Europeia.

Nas restantes variáveis, não há alterações significativas das previsões face ao anterior cenário construído em fevereiro. No mercado de trabalho, a incorporação dos dados relativos ao 1T suportam a manutenção da previsão para a taxa de desemprego em 6,4% e uma ligeira deterioração em 2026, associada à revisão do cenário para o PIB. Por sua vez, o comportamento mais benigno do índice de preços no consumidor contribuiu para um ligeiro ajuste da previsão para 2025. Mais significativa foi a revisão da previsão para o comportamento dos preços da habitação que reflete: a valorização do índice de preços residenciais calculado pela Confidencial Imobiliário em 6,6% em cadeia no 1T 2025 e o incremento da avaliação bancária em 5,7% no mesmo período. Adicionalmente, o mercado continua pressionado pela baixa oferta de novas habitações.

Teresa Gil Pinheiro

Previsões económicas para Portugal

		2024	2025	2026
PIB (crescimento anual)	BPI, Mai-25	1,9	1,7	1,9
	BPI, Fev-25		2,4	2,1
Taxa de desemprego (% força de trabalho)	BPI, Mai-25	6,4	6,4	6,6
	BPI, Fev-25		6,4	6,4
Taxa de inflação (média anual)	BPI, Mai-25	2,7	2,1	2,0
	BPI, Fev-25		2,2	2,0
Preço das casas (crescimento anual)	BPI, Mai-25	9,1	9,5	4,1
	BPI, Fev-25		7,0	3,8

Fonte: BPI Research.

Novas previsões para o preço da habitação: 2025 deverá consolidar o ciclo ascendente

O ano de 2024 foi marcado pela mudança de quadrante no mercado imobiliário. Se em 2023 o aumento das taxas de juro levou à redução de transações¹ (-18,7%) embora com aumento do índice de preços (+8,2%); em 2024 os preços bem como as transações continuaram a crescer. Esta aceleração dos preços ocorreu num contexto em que a procura de habitações se tem mantido muito dinâmica. O número de transações em 2024 apresentou um crescimento homólogo de 14,5% (156.325 habitações) devido a um conjunto de fatores que estão a promover a procura: crescimento do rendimento disponível bruto, manutenção da procura robusta por parte de estrangeiros, saldos migratórios positivos, situação financeira mais favorável das famílias com redução das taxas de juro, medidas de estímulo à procura (como por exemplo a isenção de IMT para jovens) e expectativa de que os preços da habitação continuarão a aumentar. O relógio imobiliário do BPI Research mostra este movimento: o setor abandonou a zona de desaceleração em que se encontrava em 2023 (descida das vendas, mas não dos preços) para entrar na zona de expansão em 2024 (aumento das vendas e dos preços).

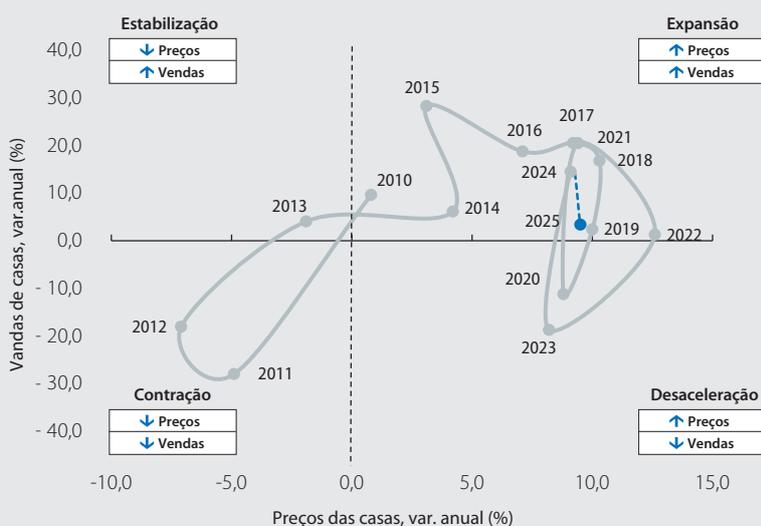
Continuidade do ciclo expansivo em 2025?

Em 2025 esperamos que o mercado imobiliário se mantenha nesta zona de expansão principalmente porque os diferentes fatores que promoveram a procura continuarão presentes. O BCE continuará a reduzir taxas de juro, espe-

ra-se que o rendimento disponível das famílias continue a recuperar e também se prevê que a população empregada continue a crescer. Assim, prevemos que o número de transações ascenda a cerca de 162.000, ainda abaixo de 2021 e dos máximos de 2022. Ao nível dos preços, revimos em alta a nossa previsão que fora desenhada em fevereiro: consideramos agora que, em média, os preços da habitação deverão evoluir 9,5% em 2025 (anteriormente 7,0%). Uma das explicações para esta revisão está relacionada com a força do dado do Índice de Preços da Habitação (IPH) do 4T 2024 e que apenas foi conhecido perto do final de março: no último trimestre do ano passado a variação trimestral do IPH foi de 3%, a variação homóloga foi de 11,6% e o efeito *carry-over* ganhou magnitude. Ou seja, se em 2025 as variações trimestrais do IPH forem nulas isto só por si corresponderá a uma variação média anual de preços na ordem dos 5%.

Alguns dados já disponíveis do 1T 2025 reforçam a nossa visão. Em primeiro lugar, o índice de preços residenciais (IPR) elaborado pela Confidencial Imobiliário.² À data em que escrevemos a CI já divulgou dados até ao 1T 2025 que mostram um avanço muito sólido dos preços: comparativamente ao final de 2024 terão evoluído 6,6% e em termos homólogos nos primeiros três meses do ano avançaram em média mais de 13%. De facto, em março, o preço de venda da habitação em Portugal Continental aumentou 2,7% face a fevereiro, de acordo com o IPR. Trata-se de

Relógio imobiliário



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

- Refira-se, no entanto, que o recuo das transações em 2023 é feito a partir de níveis máximos da série (foram vendidas 167.900 habitações em 2022).
- As previsões do BPI Research para os preços das casas são feitas com base no Índice de Preços da Habitação, dados divulgados pelo INE, mas cujo lançamento não é tão tempestivo. Por exemplo, os dados do 1T 2025 irão ser divulgados a 23 de junho.

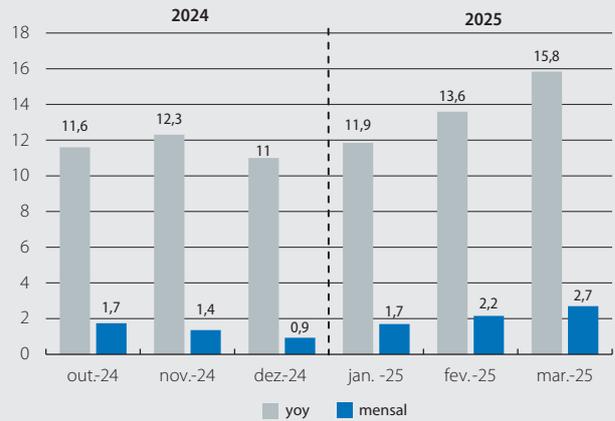
subida mensal mais elevada desde março de 1991, confirmando uma re-aceleração dos preços depois do arrefecimento nos últimos dois meses de 2024. Em suma, o que este índice aponta é que os preços de venda da habitação não só mantêm a trajetória de crescimento, como estão a crescer mais rapidamente. A corroborar estes números estão os dados da avaliação bancária da habitação feita em contexto de crédito à habitação. O valor mediano/m² do país (1.847 eur) situa-se em março 5,7% acima do valor de dezembro de 2024, variando em termos homólogos 15,8% nos primeiros três meses do ano, em média. Novamente, um sinal de forte arranque dos preços na fase inicial deste ano. Outro aspeto a destacar prende-se com os números divulgados pelo Banco de Portugal relativos às novas operações de Crédito à Habitação (CH). Em média, no primeiro trimestre, foram contratados 1.728 milhões de euros por mês de CH o que é muito superior à média de CH contratado mensalmente nos últimos 10 anos (821 milhões de euros) e mesmo à média mensal de CH contratado em 2024 (1.470 milhões de euros).³ Por fim, olhar para as expetativas dos agentes do mercado imobiliário (promotores e mediadores) do Portuguese Housing Market Survey da CI. Quer as expetativas a 3 meses para preços quer de vendas situam-se em terreno positivo. É de destacar por um lado que as expetativas para aumento dos preços são superiores às expetativas para aumento das vendas; por outro, as expetativas dos mediadores para os preços sendo crescentes e bastante mais fortes que as expetativas para os preços por parte dos promotores.

Tiago Belejo Correia

3. Refira-se que em 2024 as transferências de CH representaram cerca de 20% do total das novas operações de CH (de acordo com Relatório de Estabilidade Financeira do BdP – maio 2025). Se retirarmos esta proporção de 20% às novas operações de CH dos últimos 12 meses até março de 2025, as novas operações de CH (sem transferências) estarão a crescer no acumulado de 12 meses até março de 2025 cerca de 50% homólogo.

Índice de preços residenciais

Var. homóloga e mensal (%)



Fonte: BPI Research, com base nos dados da Confidencial Imobiliário.

PHMS: expetativas de preços nos próximos 3 meses

(Saldo de respostas extremas)



Fonte: BPI Research, com base nos dados da Confidencial Imobiliário.

Comércio internacional de bens no 1T2025

Na última década, as importações cresceram a um ritmo mais rápido do que o das exportações (crescimento médio anual de 6,2% entre 2014 e 2024, comparativamente aos 5,1% verificados nas exportações), refletindo-se no agravamento do défice comercial em valor nominal. Este movimento manteve-se no 1T 2025, marcado por sinais de enfraquecimento da procura externa, com as exportações a desacelerarem, sobretudo em março; e as importações a acelerarem por antecipação de compras antes do encarecimento dos bens importados por alteração da política aduaneira norte-americana. Apesar deste alargamento do défice comercial em termos nominais, o significativo crescimento económico nominal que se registou nos últimos anos e a melhoria da competitividade interna, têm travado o agravamento do défice comercial quando medido em percentagem do PIB.

A proporção do comércio com os quatro principais parceiros em termos de bens (Espanha, Alemanha, França e EUA) é semelhante tanto nas importações como nas exportações. As primeiras representam cerca de 55% do total das importações portuguesas (sem alterações significativas na última década); e as exportações cerca de 56% do total exportado, relativamente estável desde 2015. Contudo, nas exportações, observou-se no 1T 2025 uma alteração significativa, devido ao notório aumento do peso das exportações para a Alemanha. Este movimento de maior concentração merecerá ser acompanhado de forma a poder concluir-se se se trata de um fenómeno pontual ou de uma alteração estrutural.

Os principais produtos exportados por Portugal são veículos, farmacêuticos e alimentos. Estes no 1T de 2025 registaram variações homólogas de -10%, 182,6% e -2,8%, respetivamente.

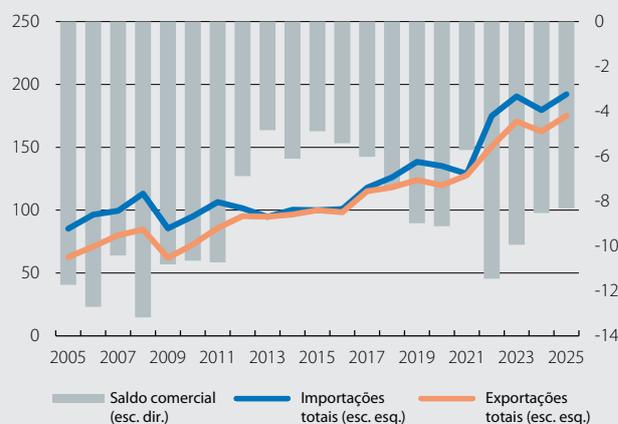
Salienta-se o aumento recorde dos produtos farmacêuticos por via, essencialmente, das exportações para a Alemanha, que no 1T atingiram 1257 milhões de euros, ou seja 60% do total de produtos farmacêuticos exportados por Portugal, mais do dobro do que no final de 2024 e muito acima dos níveis observados até 2023 (entre 10% e 15%). Como já referido, ainda é cedo para retirar conclusões, no entanto, caso esta tendência se confirme, estaremos perante um movimento de concentração das exportações do setor para a Alemanha, possivelmente um destino com poucos riscos de rutura significativa na sua política comercial.

Vale a pena referir um crescente reconhecimento internacional da indústria portuguesa da saúde desde 2022, nomeadamente ao nível da formação académica. Consideramos pouco provável que este fenómeno seja revertido a curto-médio prazo, devido à captação de investimento direto alemão e à internacionalização do setor

Exportações e importações de bens no 1T

(2015=100)

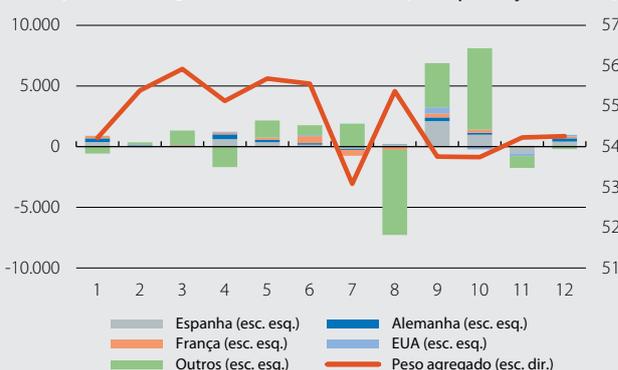
(% PIB trimestral nominal)



Nota: O valor do PIB no 1T 2025 foi estimado com base nas previsões do BPI Research.
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

Importações de bens e serviços no 1T: 4 principais parceiros comerciais

Variação homóloga (milhões de euros) (% importações totais)



Nota: Assumem-se os destinos com maior volume de exportações portuguesas de bens em 2024 como principais parceiros comerciais.
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

Exportações de bens e serviços no 1T: 4 principais parceiros comerciais

Variação homóloga (milhões de euros) (% exportações totais)



Nota: Assumem-se os destinos com maior volume de exportações portuguesas de bens em 2024 como principais parceiros comerciais.
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

farmacêutico, com o crescimento de grupos nacionais como a Bluepharma que, por exemplo, em 2023 inaugurou uma das maiores unidades industriais da Europa na produção de medicamentos genéricos com certas características (em parceria com duas empresas alemãs de referência na área - Helm e Welding).

Apesar da recente dinâmica na indústria farmacêutica, os veículos continuam a ser os bens mais vendidos para o exterior. No 1T deste ano, as exportações atingiram os 2.297 milhões de euros, uma quebra homóloga de -10%, explicada pela diminuição das vendas para a Alemanha e França (-25,6% e -5% homólogo, respetivamente). Tal poderá ter sido devido a motivos domésticos, relacionados com a redução de 15% na produção de automóveis no 1T, ou poderá também estar a refletir motivos externos. Por fim, foi registada uma queda de quase 40% nas exportações de coque e produtos petrolíferos refinados para os EUA. Todavia estes são movimentos que poderão ter sido pontuais, podendo não significar novas tendências.

Espanha destaca-se como principal destino (25% do total exportado), mas a Alemanha tem vindo a ganhar importância como destino das exportações portuguesas, absorvendo, no 1T 16% do total das nossas exportações, quase mais 5 p. p. do que no conjunto do ano de 2024. Este movimento reflete um forte aumento do valor exportado de bens farmacêuticos que atingiu os 1.257 milhões de euros, muito acima dos montantes observados no mesmo período de anos anteriores (inferiores a 100 milhões de euros). Este movimento ascendente nas exportações de produtos farmacêuticos já evidente desde 2021, tomou proporções anormais no 1T 25, mesmo quando comparado com os dois trimestres anteriores, quando já se revelava um incremento substancial. Mas, uma vez mais, este movimento terá que ser monitorado por forma a perceber se se trata ou não de algo mais persistente.

As exportações para os EUA representam cerca de 6% das exportações totais de Portugal, ascendendo no 1T 2025 a 1.314 milhões de euros (-1,8% homólogo), sendo os produtos farmacêuticos (481 milhões) e petrolíferos (131 milhões) as principais rubricas, com um aumento homólogo relevante (36%, embora abaixo do registado na Alemanha) no caso da primeira rubrica e uma queda (-39,6%) no caso da segunda. Pela mesma ordem, estes dois produtos representam 23% e 14% do respetivo total exportado, sugerindo que a imposição de direitos aduaneiros mais elevados por parte dos EUA (no momento em que redigimos esta nota, estes produtos estão isentos de tarifas) poderá afetar o negócio externo destes setores, dependendo da sua capacidade de acomodar o encarecimento nas suas margens de comercialização.

3 principais produtos exportados no 1T de 2025

	Milhões de euros	Peso no total (%)	Var. hom. (%)
Mundo	21.177	100%	7,7%
Veículos automóveis, reboques e semi-reboques	2.297	11%	-10,0%
Produtos farmacêuticos e preparações farmacêuticas de base	2.093	10%	182,6%
Produtos alimentares	1.620	8%	-2,8%
Espanha	5.369	25%	6,9%
Produtos alimentares	692	13%	0,2%
Veículos automóveis, reboques e semi-reboques	682	13%	-2,8%
Artigos de borracha e de matérias plásticas	313	6%	5,4%
Alemanha	3.421	16%	51,8%
Produtos farmacêuticos e preparações farmacêuticas de base	1.257	37%	1633%
Produtos informáticos, eletrónicos e óticos	441	13%	0,1%
Veículos automóveis, reboques e semi-reboques	338	10%	-25,6%
França	2.490	12%	-1,5%
Veículos automóveis, reboques e semi-reboques	313	13%	-5,0%
Produtos metálicos transformados, excepto máquinas e equipamento	241	10%	-10,2%
Mobiliário	167	7%	0,6%
EUA	1.314	6%	-1,8%
Produtos farmacêuticos e preparações farmacêuticas de base	481	37%	36%
Coque e produtos petrolíferos refinados	131	10%	-39,6%
Artigos de borracha e de matérias plásticas	113	9%	6,6%

Nota: O peso das rubricas nas exportações mundiais refere-se ao total mundial, enquanto o peso das rubricas em cada país refere-se ao total específico desse país.

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

Em suma, o mais relevante em termos agregados é que o comércio internacional continua a contribuir significativamente e de forma crescente para o crescimento económico, refletido pelos aumentos do grau de abertura ao exterior (total de exportações e importações sobre o PIB) e do peso das exportações no PIB nas últimas décadas, cujas proporções eram (preços correntes), na mesma ordem, cerca de 62% e 26% no 1T 2005, e vinte anos depois se situam nos 91% e 46%.

Tiago Miguel Pereira

Indicadores de atividade e emprego

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

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	03/25	04/25	05/25
Índice coincidente para a atividade	3,5	1,8	1,6	1,5	1,8	1,7	1,6	1,6	...
Indústria									
Índice de produção industrial	-3,1	0,8	1,9	-0,2	-0,4	-2,3	-5,4	-2,2	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-7,4	-6,2	-6,6	-6,1	-4,2	-5,1	-5,3	-5,1	-4,9
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	7,5	6,0	9,8	13,2	22,3	30,5	33,1	...	...
Compra e venda de habitações	-18,7	14,5	10,4	19,4	32,5	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária)	9,1	8,5	6,8	8,5	13,2	15,8	16,9	16,9	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	19,0	6,3	9,5	7,8	6,3	4,6	4,6	5,2	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	7,6	5,5	5,4	2,4	10,9	12,5	8,8	4,4	6,1
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	1,1	3,3	2,4	3,9	5,2	3,0	1,6	4,4	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,9	2,8	2,3	2,7	3,4	3,7	3,6	3,4	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-28,6	-18,0	-18,7	-14,3	-14,3	-15,5	-16,0	-17,9	-18,2
Mercado de trabalho									
População empregada	2,3	1,2	1,0	1,2	1,3	2,4	2,3	3,0	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,5	6,4	6,1	6,1	6,7	6,6	6,4	6,3	...
PIB	2,6	1,9	1,5	2,0	2,8	1,6	-	-	-

Preços

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

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	03/25	04/25	05/25
Inflação global	4,4	2,4	2,7	2,2	2,6	2,3	1,9	2,1	2,3
Inflação subjacente	5,1	2,5	2,4	2,5	2,7	2,3	1,9	2,1	2,3

Setor externo

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

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	03/25	04/25	05/25
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-1,4	2,4	-3,7	0,7	2,5	5,7	5,7	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-4,0	2,2	-5,6	-0,8	2,2	5,5	5,5	...	...
Saldo corrente	1,5	6,1	4,2	5,2	6,1	4,4	4,4	...	...
Bens e serviços	4,0	6,7	5,7	6,1	6,7	5,4	5,4	...	...
Rendimentos primários e secundários	-2,5	-0,5	-1,5	-0,9	-0,5	-1,0	-1,0	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	5,3	9,3	7,9	8,6	9,3	7,6	7,6	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	03/25	04/25	05/25
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	-2,3	7,5	5,6	6,0	7,5	6,5	6,5	6,1	...
À ordem	-18,5	-0,3	-8,6	-6,7	-0,3	3,5	3,5	4,1	...
A prazo e com pré-aviso	22,2	15,3	24,0	20,9	15,3	9,3	9,3	7,9	...
Depósitos das Adm. Públicas	-12,4	26,7	4,5	29,1	26,7	29,3	29,3	26,5	...
TOTAL	-2,6	7,9	5,6	6,7	7,9	7,1	7,1	6,7	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	-1,5	2,1	-0,3	1,0	2,1	3,3	3,3	3,7	...
Empresas não financeiras	-2,1	-0,6	-1,8	-0,6	-0,6	0,1	0,1	0,4	...
Famílias - habitações	-1,4	3,2	0,1	1,4	3,2	5,1	5,1	5,7	...
Famílias - outros fins	-0,3	4,7	2,5	4,0	4,7	5,1	5,1	5,1	...
Administrações Públicas	-5,5	0,6	-5,8	-4,1	0,6	-8,0	-8,0	-0,4	...
TOTAL	-1,7	2,0	-0,5	0,9	2,0	2,9	2,9	3,6	...
Taxa de incumprimento (%)²	2,7	2,4	2,6	2,6	2,4	-	-	-	-

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

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

Espanha: até agora, muito barulho por nada

Ligeira recalibração do cenário macroeconómico. O cenário para a economia espanhola segue condicionado pela evolução da guerra comercial entre os EUA e o resto do mundo, bem como pelas nossas hipóteses a este respeito. Não obstante o aumento da incerteza, as negociações em curso – tais como a redução das tarifas sobre a China, o acordo comercial entre os EUA e o Reino Unido e a tarifa temporária de 10% sobre a UE até julho para negociar as tarifas finais – sugerem que as tarifas dos EUA deverão estabilizar num nível próximo do pressuposto de 10% que fizemos em fevereiro. Entretanto, o ressurgimento da incerteza foi até agora maior do que o previsto e não podemos excluir a repetição de novos surtos de tensão.

Para complementar a revisão do cenário, foram incorporados os dados mais recentes sobre a atividade – que evoluíram, em termos gerais, de acordo com as expectativas – e atualizados os pressupostos relativos aos preços da energia e às taxas de juro, com base nas informações mais recentes do mercado. Em consequência, revimos em baixa em 0,1 p. p. as nossas previsões de crescimento do PIB para 2025 e 2026, para 2,4% e 2,0%, respetivamente.

No mercado de trabalho, o menor crescimento projetado é compensado por um valor EPA (Inquérito ao Emprego, em Espanha) melhor do que o esperado para o 1T 2025, o que permite que a trajetória projetada para a taxa de desemprego se mantenha inalterada. Relativamente à inflação, o impacto descendente de uma trajetória dos preços dos produtos energéticos mais moderada do que a prevista em fevereiro foi parcialmente compensado pela aceleração dos preços dos produtos alimentares não transformados. Em termos gerais, revimos em baixa a previsão de inflação para 2025 em 0,1 p. p. para 2,4% e deixámos a previsão para 2026 inalterada em 2,2%.

Os indicadores disponíveis mostram que a economia manteve um bom ritmo de crescimento no 2T. O PMI da indústria transformadora recuperou em maio da queda de abril para 50,5, acima do limiar de 50 que indica expansão no setor. Pelo contrário, o indicador homólogo para o setor dos serviços caiu 2,1 pontos, para 51,3, afetado pela fraca procura internacional. Por outro lado, até à data, o consumo tem sido positivo no 2T. As vendas a retalho cresceram 0,7% em termos mensais em abril, com a taxa homóloga a atingir 4%. Ainda com dados até 21 de maio, o indicador de Consumo BPI Research, baseado nas despesas com cartões e levantamentos devidamente anonimizados, revela uma aceleração da taxa de crescimento homóloga de 0,6 p. p. face ao trimestre anterior para 4%. Em termos gerais, os indicadores sugerem que o ritmo de crescimento económico no 2T poderá ser próximo, mas ligeiramente inferior, ao do trimestre anterior.

Apesar de a criação de emprego ter abrandado em maio, no 2T deste ano está a crescer a um ritmo notável. As inscrições na Segurança Social aumentaram, em maio, 0,9% em termos mensais, um aumento inferior ao habitual para esse mês

Espanha: novo cenário macroeconómico

Varição anual (%), salvo indicação em contrário

	Novo cenário macroeconómico			Cenário anterior		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
PIB	2,4	2,0	2,0	2,5	2,1	2,0
Taxa de desemprego (% de população ativa)	10,7	10,2	9,7	10,7	10,2	9,7
Inflação	2,4	2,2	2,2	2,5	2,2	2,2

Fonte: BPI Research.

Espanha: PMI

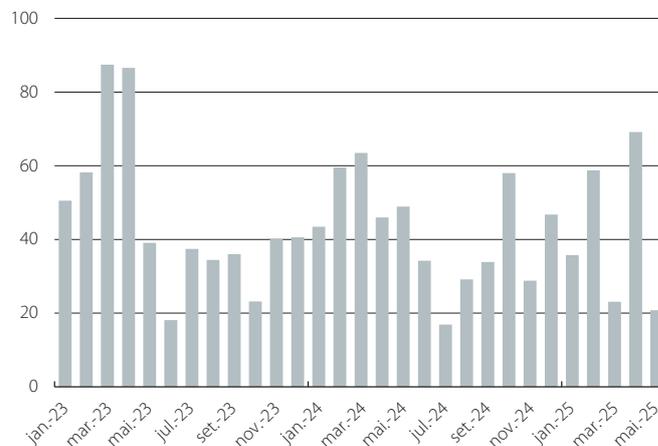
Nível



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

Espanha: inscritos na Segurança Social *

Varição mensal (milhares de pessoas)



Nota: * Séries corrigidas de sazonalidade.

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

(+1,2% em média nos meses de maio de 2014-2019). Este resultado pode ser afetado pela alteração do padrão sazonal que se tem verificado após a pandemia, com um início da época turística, pelo que as contratações no setor da hotelaria e restauração estão também a ser antecipadas para abril. Com ajuste sazonal, o número de funcionários aumentou em 20.790, o aumento mais moderado desde julho de 2024, embora a média de abril-maio tenha sido de 44.975, superior à média mensal do 1T (39.191). Assim, mais uma vez em termos corrigidos de sazonalidade, as inscrições cresceram 0,53% na média dos meses de abril e maio face à média do 1T, uma boa taxa de crescimento que se situa um pouco abaixo do crescimento em cadeia de 0,58% registado pelas inscrições no 1T.

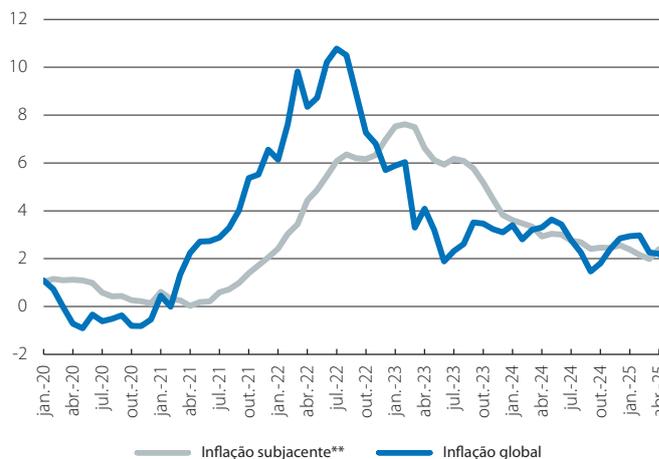
A inflação continuou a cair em maio. A inflação global reduziu 3 décimas para 1,9% em termos homólogos. Este decréscimo deve-se principalmente à queda dos preços relacionados com o lazer e cultura e os transportes (incluindo os combustíveis). Em contrapartida, a inflação subjacente retomou a sua tendência descendente, caindo 3 décimas para 2,1% em termos homólogos, após o pico registado em abril, causado pelo efeito da Páscoa. A descida da inflação subjacente antecipa uma possível descida da inflação dos serviços, que no mês passado se situou em 3,9%, impulsionada por um aumento dos serviços relacionados com o turismo. Resta saber qual terá sido a evolução dos alimentos não transformados, que é a componente que nos últimos meses mais tem surpreendido pela positiva, com taxas homólogas superiores a 5% desde fevereiro, devido à recuperação do preço da carne e dos ovos. A curto e médio prazo, as perspectivas de inflação mantêm-se moderadas, em grande parte graças à correção dos preços dos principais produtos energéticos.

O mercado imobiliário está a subir. Os indicadores disponíveis no 1T apontam para uma aceleração do ritmo de crescimento do mercado imobiliário, tanto nos preços como na atividade, mantendo-se assim a tendência de crescimento do ano anterior. O índice de preços das casas usadas do Colégio de Registradores de Espanha aumentou 14,6% em termos homólogos no 1T 2025, superando o recorde do trimestre anterior de 12,6% e o de todo o ano de 2024, de 10,4%. Igualmente, do lado da atividade, as vendas aumentaram 13,7% em termos homólogos no 1T 2025, em comparação com 9,9% em termos homólogos na média de 2024. A força da procura, juntamente com um aumento mais modesto da oferta, sugere que as pressões sobre os preços continuarão nos próximos trimestres.

O dinamismo das importações não energéticas continua a penalizar o saldo da balança corrente. Em maio, o excedente da balança corrente acumulado em 12 meses recuou 0,22 p. p., fixando-se nos 2,55% do PIB. O valor de maio é quase 0,5 p. p. abaixo do saldo de 3,0% no final de 2024. A deterioração em relação ao final do ano de 2024 é quase inteiramente explicada pela balança de bens não energéticos, cujo défice aumentou 0,34 p. p. para -0,61% do PIB. A subida do défice explica-se pelo aumento das importações, que, impulsionadas pela forte procura interna, cresceram mais do que as exportações: 5,5% em termos homólogos no acumulado de 12 meses até maio de 2025, em comparação com 4,2% para as exportações.

Espanha: inflação *

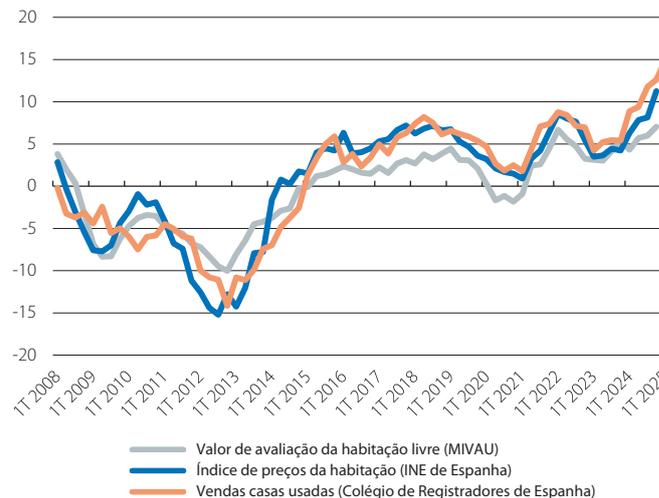
Variação (%)



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

Espanha: preço da habitação

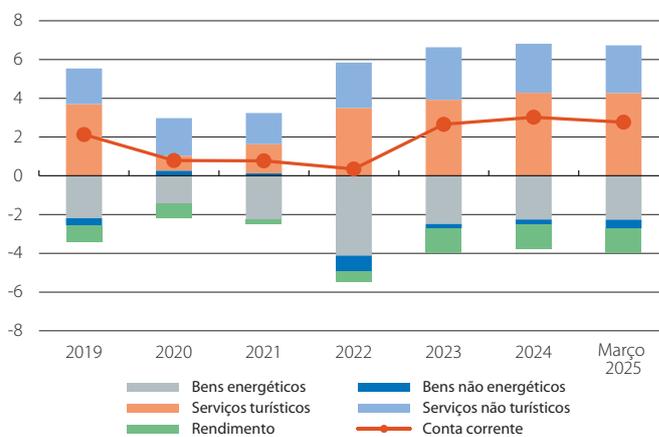
Taxa de variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados do INE, MIVAU e Ordem dos Registradores de Espanha.

Espanha: saldo da balança corrente

(% do PIB)



Nota: Dados acumulados de 12 meses.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Banco de Espanha.

A exposição do emprego em Espanha aos EUA: principais setores e características

O impacto na economia espanhola da política comercial do Presidente dos Estados Unidos, caracterizada por uma aparente imprevisibilidade e por uma orientação protecionista, é motivo de preocupação. No artigo «Tensões tarifárias e reconfiguração dos fluxos comerciais: impacto em Espanha», publicado no último *Observatório Setorial* do Caixabank Research, analisa o grau de exposição da economia espanhola aos EUA, tanto em termos de atividade como de emprego, entre outros exercícios. No presente artigo, debruçamo-nos mais detalhadamente sobre a análise da exposição do emprego ao comércio com os EUA.

Exposição setorial ao emprego nos EUA

Segundo dados da OCDE, em 2019, 2,2% do emprego em Espanha estava ligado à procura final dos EUA, um valor relativamente baixo tendo em conta que 11,5% dependia da procura da UE e 11,6% do resto do mundo.¹ Ainda que limitada, a exposição aos EUA varia significativamente em função da atividade considerada (ver primeiro gráfico).

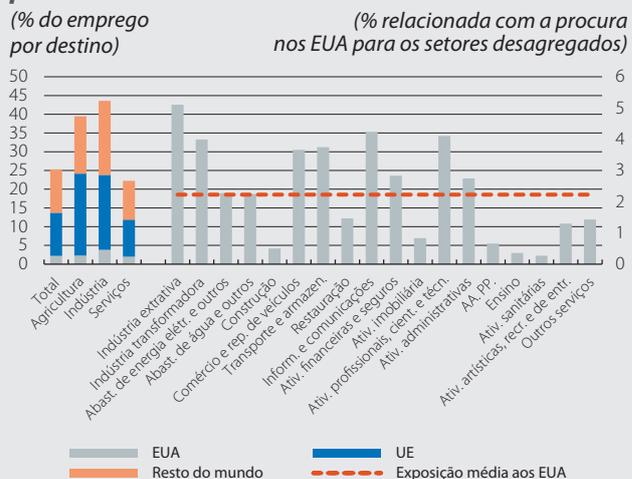
Entre os setores mais expostos, destaca-se o setor extrativo, que tem uma forte orientação para o exterior, o que significa que 5,1% do seu emprego depende da procura dos EUA. Muito próximo está o setor da informação e comunicação (4,2%), as atividades profissionais, científicas e técnicas (4,1%), a indústria transformadora (4%) e os transportes e armazenagem (3,7%).

No setor da indústria transformadora, o mais exposto é o setor farmacêutico: 8,2% do emprego do setor depende da procura dos EUA. Trata-se de um valor elevado. Depois vem a indústria de outros produtos minerais não metálicos (6,3%), enquanto a fabricação de veículos automóveis (incluindo reboques e semirreboques) não se destaca entre as mais expostas: encontra-se em décimo segundo lugar entre as manufaturas mais expostas, com 4,2% do seu emprego ligado aos EUA, próximo dos 4,3% registados na fabricação de outro material de transporte.

No setor da informação e comunicação, o emprego nas atividades de programação, consultoria e serviços de informação é o mais exposto (4,8%). Quanto ao setor dos transportes, o transporte aéreo, dado o seu afastamento e o seu papel fundamental no turismo: 7,6% do emprego nesta atividade está diretamente dependente do mercado americano.

1. Os últimos dados disponíveis referem-se a 2020, mas dado o impacto da pandemia, optámos por apresentar os valores de 2019.

Espanha: emprego ligado à procura final externa por setor *



Nota: * Percentagem do emprego total em cada setor em 2019.

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

Espanha: atividades mais expostas

Setores e subsectores	% do emprego nacional do setor	Nº. de trabalhadores	
Segundo a percentagem do emprego nacional do setor exposto	Indústria extrativa	5,1	1.000
	Atividades de apoio	9,0	100
Segundo o número absoluto de trabalhadores	Informação e comunicação	4,2	22.200
	Programação, consultoria e serviços de informação	4,8	16.100
	Atividades profissionais	4,1	44.800
	Indústria transformadora	4	81.800
	Fabricação de fármacos e preparações farmacêuticas	8,2	3.900
	Transporte	3,7	34.500
	Aéreo	7,6	2.600
	Comércio e reparação de veículos	3,7	126.600
	Indústria transformadora	4	81.800
	Indústria de produtos metálicos	4,3	10.900
Atividades profissionais	4,1	44.800	
Atividades administrativas	2,7	40.300	
Transporte	3,7	34.500	
Terrestre	3,6	19.900	

Fonte: BPI Research, com base em dados da OCDE Trade in Employment, 2019.

Características do emprego exposto aos EUA

Abaixo, caracterizamos o emprego nos setores mais estreitamente ligados ao comércio com os EUA. Por um lado, analisaremos os três setores mais expostos em termos de emprego absoluto: comércio e reparação de veículos, indústria transformadora e atividades profissionais, científicas e técnicas. Examinaremos também os setores da informação e comunicação e dos transportes, devido ao elevado peso do emprego exposto no total setorial (ver quadro).² Quanto às características, centrar-nos-emos na evolução recente do emprego nestes setores, no nível salarial e na taxa de temporalidade; este último como indicador da estabilidade do emprego.

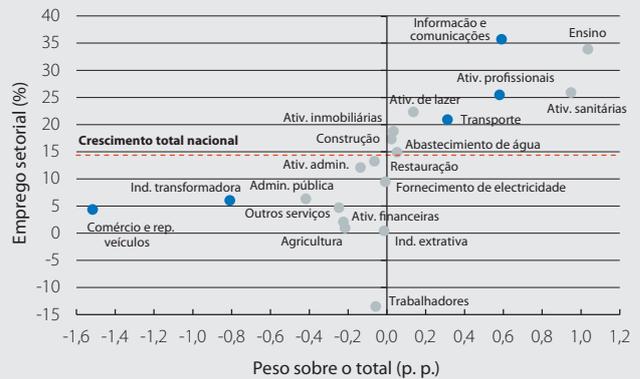
Em primeiro lugar, focamos nos desenvolvimentos recentes. Em abril de 2025, os cinco setores referidos representavam 42,6% do total de inscritos na Segurança Social, sendo o comércio e reparação de veículos o mais representativo (quase 40% do total dos cinco setores).³ Contudo, a sua contribuição para o crescimento do emprego desde abril de 2019 foi inferior, com 36,6%, pelo que perderam peso globalmente nos últimos cinco anos. Existem diferenças entre eles. O aumento do emprego neste período foi muito inferior à média (14,0%) no comércio e reparação de veículos e na indústria transformadora, pelo que ambos perderam peso no total (ver segundo gráfico). No entanto, dentro do setor, os ramos farmacêuticos destacam-se muito positivamente, com um crescimento do emprego de 25%. Já os transportes e, sobretudo, as atividades profissionais e de informação e comunicação têm sido das mais dinâmicas, com um crescimento acumulado do emprego desde abril de 2019 superior a 20%, aumentando assim o seu peso: a intensificação da digitalização e da transformação tecnológica, na sequência da pandemia, impulsionou a procura de serviços altamente qualificados, como a consultoria, a engenharia, a I&D, etc.

Relativamente aos salários, no final de 2024, o setor dos transportes e, em especial, o comércio e a reparação de veículos, estavam abaixo da média de todas as atividades (ver terceiro gráfico). A indústria transformadora e, sobretudo, as atividades profissionais e de informação e comunicação, pelo contrário, registaram valores mais elevados. Analisando em detalhe os subsectores, os dados mais recentes correspondem aos do Inquérito Anual aos Custos do Trabalho do INE de Espanha, disponíveis até 2023. Com base nestes dados, o custo salarial da divisão de fabrico de produtos farmacêuticos, o setor mais exposto ao comércio com os EUA, era 72,2% superior à média de todas as atividades, e a divisão de transporte aéreo era 59,4% superior.

2. Desconsideramos a indústria extrativa, embora seja o setor com maior percentagem de emprego exposto, porque em termos absolutos envolve um número muito reduzido de postos de trabalho.
3. Regime Geral e Regime Especial dos Trabalhadores Independentes de Espanha (RETA).

Espanha: criação de emprego vs. peso do total por secções de atividade

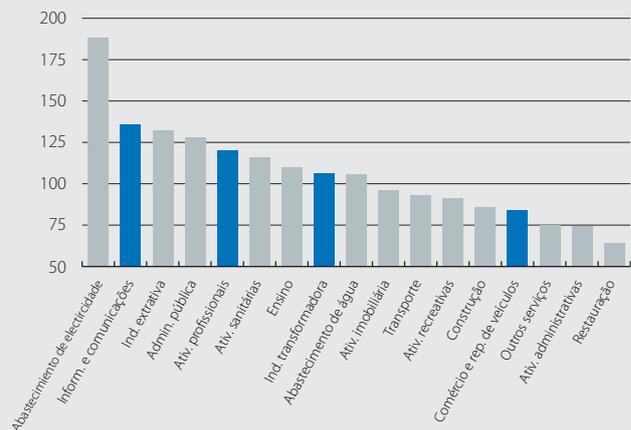
Variação abril de 2025 em relação a abril de 2019



Nota: Inscritos no Regime Geral e RETA.
Fonte: BPI Research, com base em dados do Ministerio de Inclusion, Seguridad Social y Migraciones.

Espanha: salários por secções de atividade

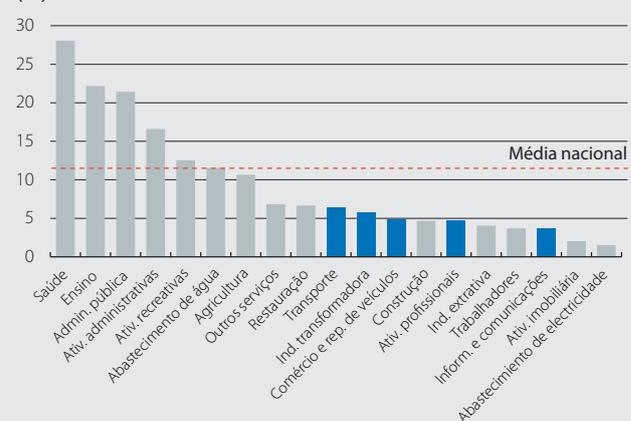
(Economia total * = 100)



Notas: Custo salarial por hora efetiva. Dados do 4T 2024. * Indústria, construção e serviços (excluindo as atividades das famílias como empregadores e as atividades de organizações e entidades extraterritoriais).
Fonte: BPI Research, com base em dados do INE (Inquérito Trimestral aos Custos do Trabalho).

Espanha: taxa de sazonalidade por secções de atividade

(%)



Notas: Inscritos no Regime Geral com um contrato temporário. Dados de abril de 2025.
Fonte: BPI Research, com base em dados do Ministerio de Inclusion, Seguridad Social y Migraciones.

Relativamente à estabilidade do emprego, as cinco atividades apresentam uma taxa de emprego temporário muito inferior à média: do total de pessoas inscritas no Regime Geral em abril último, menos de 7,0% eram temporárias nos cinco casos (também na indústria farmacêutica, onde é de 4,2%), contra 11,8% no conjunto da economia (ver o quarto gráfico).

Por fim, embora a exposição do emprego espanhol à procura dos EUA seja limitada em termos agregados, o seu impacto é heterogéneo entre setores. Destacam-se setores como a indústria transformadora, sendo os produtos farmacêuticos o setor mais importante, os transportes aéreos, as atividades profissionais, a informação e as

comunicações e o comércio e reparação de veículos, pelas suas ligações ao mercado dos EUA. Com exceção do comércio e da reparação de veículos, estes setores combinam uma baixa sazonalidade com níveis salariais elevados. Esta concentração em setores mais estáveis e com salários mais elevados sugere que o emprego nestes setores pode apresentar uma baixa sensibilidade a choques temporários, por exemplo, a picos de incerteza decorrentes do impasse tarifário. O impacto final no emprego dependerá, contudo, da persistência do choque e da capacidade de cada setor para se adaptar à nova situação, caso se concretize uma nova dissociação com a economia dos EUA.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	03/25	04/25	05/25
Indústria									
Índice de produção industrial	-1,6	0,4	-0,1	-0,2	1,3	-0,7	1,0	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-6,5	-4,9	-5,5	-2,9	-6,0	-5,4	-5,5	-4,3	-5,0
PMI das indústrias (valor)	48,0	52,2	52,8	51,5	53,6	50,0	49,5	48,1	50,5
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	0,5	16,7	4,6	10,2	16,7	20,1	20,1	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	-10,2	9,9	-10,1	-1,2	9,9	17,2	17,2	...	...
Preço da habitação	4,0	8,4	7,8	8,2	11,3	...	...	...	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	18,9	10,1	14,2	12,3	10,1	8,1	8,1	8,3	...
PMI dos serviços (valor)	53,6	55,3	56,6	55,2	55,1	55,3	54,7	53,4	51,3
Consumo									
Vendas a retalho ¹	2,5	1,8	0,4	2,6	2,8	3,3	3,8	4,0	...
Matrículas de automóveis	16,7	7,2	8,5	1,7	14,4	14,0	23,2	7,1	18,6
Indicador do sentimento económico (valor)	100,5	103,0	102,6	105,5	101,5	103,3	103,4	103,8	103,4
Mercado de trabalho									
População empregada ²	3,1	2,2	2,0	1,8	2,2	2,4	...	...	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	12,2	11,3	11,3	11,2	10,6	11,4	...	...	...
Inscritos na Segurança Social ³	2,7	2,4	2,4	2,3	2,4	2,3	2,2	2,3	2,2
PIB	2,7	3,2	3,3	3,3	3,3	2,8	...	...	...

Preços

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

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	03/25	04/25	05/25
Inflação global	3,5	2,8	3,5	2,2	2,4	2,7	2,3	2,2	1,9
Inflação subjacente	6,0	2,9	3,0	2,6	2,5	2,2	2,0	2,4	2,1

Setor externo

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

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	03/25	04/25	05/25
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-1,4	0,2	-4,9	-1,8	0,2	3,3	3,3	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-7,2	0,1	-7,1	-3,1	0,1	4,2	4,2	...	...
Saldo corrente	39,8	48,1	45,1	48,3	48,1	41,1	41,1	...	...
Bens e serviços	58,8	68,1	65,2	68,3	68,1	62,0	62,0	...	...
Rendimentos primários e secundários	-19,1	-20,0	-20,2	-20,0	-20,0	-21,0	-21,0	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	56,0	66,6	61,2	65,7	66,6	59,5	59,5	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros⁴

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

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	03/25	04/25	05/25
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	0,3	5,1	5,2	4,3	5,1	4,6	4,6	4,9	...
À ordem e poupança	-7,4	2,0	-1,9	-1,6	2,0	3,1	3,1	4,7	...
A prazo e com pré-aviso	100,5	23,5	68,0	47,5	23,5	12,6	12,6	6,5	...
Depósitos das Adm. Públicas ⁵	0,5	23,1	-4,1	14,8	23,1	24,4	24,4	20,6	...
TOTAL	0,3	6,3	4,5	5,1	6,3	5,9	5,9	6,0	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	-3,4	0,7	-1,3	-0,3	0,7	1,7	1,7	2,1	...
Empresas não financeiras	-4,7	0,4	-1,8	-0,6	0,4	1,6	1,6	2,2	...
Famílias - habitações	-3,2	0,3	-1,5	-0,7	0,3	1,4	1,4	1,8	...
Famílias - outros fins	-0,5	2,3	0,7	1,2	2,3	3,1	3,1	2,5	...
Administrações Públicas	-3,5	-2,6	-2,7	-5,4	-2,6	-0,3	-0,3	1,0	...
TOTAL	-3,4	0,5	-1,4	-0,7	0,5	1,6	1,6	2,0	...
Taxa de incumprimento (%)⁶	3,5	3,3	3,4	3,4	3,3	3,2	3,2	...	...

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

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

ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

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

INFORMAÇÃO MENSAL

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

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

DAILY REPORT

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

PULSO ECONÓMICO

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

NOTAS BREVES

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

FLASH NOTES

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

FICHAS SÍNTESE PAÍS

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



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

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

© Banco BPI, S.A., 2025

© CaixaBank, S.A., 2025

Design e produção: www.cegeglobal.com

