

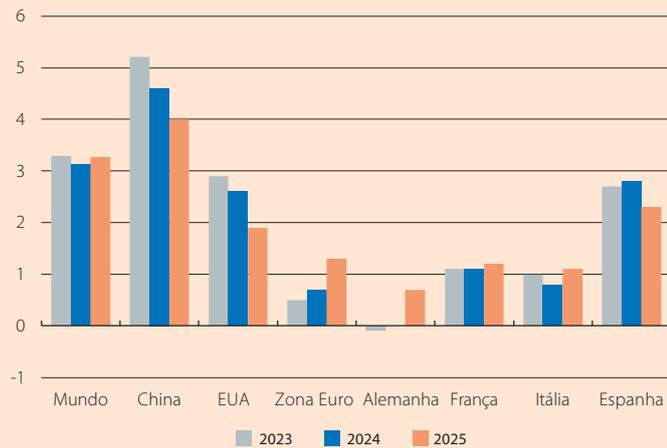
Perspetivas globais 2025: em busca de uma nova normalidade

Decorridos cinco anos sobre o início da pandemia, que esteve na origem dos desequilíbrios e desafios que a economia internacional tem vindo a enfrentar desde então, a sensação (ou pelo menos a esperança) é a de que em 2025 se poderá assistir a um regresso a uma certa normalidade no comportamento do ciclo económico global. Normalidade entendida como a eliminação do desfasamento entre a oferta e a procura que se verificou durante grande parte dos últimos cinco anos, o que permitirá o regresso da inflação a uma zona próxima dos objetivos dos bancos centrais e, conseqüentemente, a aceleração do processo de redução

das taxas de juro para a zona neutra (2% na Zona Euro e 3% nos EUA). Juntando a isto um mercado petrolífero que, para além da volatilidade que a geopolítica continuará a transmitir, parece ter um preço de equilíbrio na casa dos 70-80 dólares, teríamos uma boa base de apoio para a consolidação do cenário de uma aterragem suave da economia mundial.

Crescimento do PIB

Varição homóloga (%)



Fonte: BPI Research.

3%, com a maioria dos mercados de trabalho ainda a gerar emprego. A vertente menos positiva do cenário macroeconómico é que as divergências podem enraizar-se, tanto setoriais (setor dos serviços melhor do que a indústria) como entre zonas económicas (EUA melhor do que a Zona Euro e a China) ou regiões (Alemanha concentrando os problemas da Europa).

Agora que o nevoeiro que a inflação tem lançado sobre o ciclo económico se dissipou, os velhos problemas herdados da grande crise financeira, como o baixo crescimento potencial, os elevados níveis de dívida pública mundial (mais de 100 biliões de dólares) e o fraco desempenho da produtividade, especialmente na Europa, são novamente visíveis na imagem das perspetivas económicas. A dimensão dos desafios estruturais é ainda maior se considerarmos que terão de ser enfrentados num ambiente sujeito a elevada incerteza, tanto devido ao aumento tendencial do risco geopolítico como aos efeitos do processo de transformação das relações comerciais globais, com as cadeias de fornecimentos a tornarem-se mais regionalizadas e o mundo novamente dividido em blocos.

Assim sendo, a política económica terá de enfrentar estes desafios a médio e longo prazo com pouca liberdade do lado orçamental, assimilando plenamente as políticas não convencionais seguidas pelos bancos centrais e conferindo um papel renovado à política industrial. Ao mesmo tempo, ainda temos mais perguntas do que respostas sobre o que aconteceu nos últimos quatro anos em domínios como o comportamento das expectativas de inflação, a relação entre emprego e preços (inclinação da curva de Phillips) ou a distribuição dos choques de oferta entre salários e margens. Esta situação dificultará a antecipação da estabilização das taxas de juro reais ou da manutenção da assimetria da inflação em relação ao objetivo. Será, portanto, necessário algum tempo para digerir as mudanças dos últimos anos, mas, tal como o FMI acaba de refletir na sua

Por conseguinte, parece que os desequilíbrios monetários causados pela acumulação de choques de natureza muito diferente nos últimos anos estão perto de ser corrigidos, assim que o processo inflacionista surpreendentemente forte que se seguiu à pandemia tiver sido controlado. O FMI prevê que a inflação mundial possa descer para 3,5% até ao final de 2025 (9,4% em 2022), um pouco abaixo da média de 2000-2020 (3,6%). Mais importante ainda, o regresso da estabilidade dos preços está a ser conseguido sem que se tenha de pagar um custo excessivo em termos de emprego e de atividade, uma vez que o ciclo económico global resistente deverá manter uma velocidade de cruzeiro ligeiramente acima da zona dos

Economia mundial: inflação global

Varição homóloga (%)



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

reunião de outono, a política económica terá de se articular em três vertentes: a política monetária passa de uma posição restritiva para uma posição neutra (boas notícias para os mercados emergentes), a política orçamental procura estabilizar a dinâmica da dívida (particularmente difícil nos EUA e na China) e as políticas do lado da oferta voltam a ganhar relevo para melhorar a capacidade de crescimento potencial. Tal permitiria evitar cair na «armadilha da tecnologia intermédia» ou regressar ao risco de «estagnação secular», em que o baixo investimento público e privado, juntamente com tendências demográficas adversas, conduzem a uma situação de baixo dinamismo industrial, baixa inovação e baixo crescimento da produtividade.

Neste contexto económico e político difícil, o catálogo de riscos é bem conhecido de todos: intensificação das disputas aduaneiras; o risco geopolítico aumentou, com especial incidência no Médio Oriente e na Ucrânia, afetando os preços das matérias-primas; problemas na última milha da inflação; aumento da instabilidade financeira. Com a sensação de que a Europa e a China se encontram numa encruzilhada para os seus modelos de crescimento, como o plano Draghi ou as recentes medidas de política económica anunciadas pelo governo chinês acabam de demonstrar. A vulnerabilidade continua a ser muito importante no caso do país asiático, uma vez que aos problemas do setor imobiliário e à inércia de uma demografia desfavorável se juntam a sobreprodução e a falta de confiança da população na tomada de decisões de consumo, num contexto global que não está disposto a continuar a absorver todo o excedente de produção da China. É provável que, a médio prazo, o crescimento potencial se aproxime mais de 3%-3,5% do que do objetivo oficial de 5%. Enquanto isso, na Europa, a fraqueza da Alemanha é um verdadeiro reflexo dos desafios que a região enfrenta, perfeitamente descritos no relatório Draghi: a necessidade de aumentar o crescimento potencial através da inovação, da produtividade e do investimento público e privado, como única forma de manter (e pagar) o modelo europeu. A proposta soa bem, apresentando uma agenda ambiciosa de medidas de mudança, mas terá de navegar tanto a relutância dos suspeitos do costume como a governação e os equilíbrios políticos manifestamente improváveis da nova Comissão Europeia.

Em suma, 2025 será um ano em busca de uma nova normalidade, ameaçada pela divisão entre blocos económicos. A esperança é que, em economia, frequentemente, o que se vê é tão importante como o que não se vê e, mais cedo ou mais tarde, os potenciais benefícios da inteligência artificial e de todo o tipo de inovações que já estão em cima da mesa deverão emergir. No entanto, o ideal seria restabelecer a cooperação multilateral para enfrentar os novos desafios e mutualizar os riscos em conjunto. O que parece mais um desejo do que uma realidade.

Taxas de juro de referência



Nota: As projeções futuras correspondem aos forwards do mercado no final de outubro de 2024.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Política monetária 2025: tempo de flexibilização

Tendo em conta que a desinflação está bem encaminhada e que há alguns sinais de abrandamento da atividade e de arrefecimento do mercado de trabalho, a política monetária está a transitar para uma fase de flexibilização: de restritiva a neutra. Tanto o BCE como a Fed, bem como outros grandes bancos centrais, iniciaram esta flexibilização com cortes nas taxas de juro, e espera-se que continuem a fazê-lo em 2025. Posteriormente, procuraremos clarificar os fatores que orientarão esta nova fase da política monetária.

A trajetória para taxas de juro neutras...

A Fed e o BCE têm defendido uma abordagem gradual. Muito embora o BCE tenha reduzido a taxa de *depo* do pico de 4,00% para 3,25% e a Fed tenha colocado os *fed funds* no intervalo de 4,50%-4,75% (vs. pico de 5,25%-5,50%), estes níveis continuam a ser restritivos e a expectativa é que, num cenário de aterragem suave, os cortes nas taxas continuem progressivamente em 2025.¹ No entanto, a questão que se coloca é: até que nível é que as taxas vão descer? Com que rapidez o vão fazer? Como é que se transmitem à economia?

O objetivo dos bancos centrais para 2025 é colocar as taxas de juro a um nível que não estimule nem arrefeça a economia, mas que a equilibre com o seu potencial. O conceito de taxa de juro de equilíbrio, também designado por taxa de juro natural ou neutra, é um conceito não observável e incerto que orienta a conceção da política monetária. Existem várias formas de inferir este facto, e duas alternativas bem conhecidas são as que apresentamos para a Fed e o BCE no primeiro gráfico: uma baseada em modelos macroeconómicos e a outra baseada em cotações do mercado financeiro. Estas duas opções colocam a taxa de juro de equilíbrio nos EUA no intervalo de 2,75%-3,25% e na Zona Euro no intervalo de 1,50%-2,50%.

O ritmo a que a Reserva Federal, o BCE e os restantes bancos centrais em processo de flexibilização monetária farão baixar as suas taxas para níveis neutros dependerá da rapidez ou lentidão com que o cenário de aterragem suave das suas economias se concretizar. O BCE poderá atingir a zona neutra na Zona Euro já em 2025, dada a combinação de um fraco crescimento do agregado da região e a expectativa de que a inflação se consolide no objetivo de 2% nos próximos trimestres (perspetiva reforçada pelo abrandamento dos salários e das margens das empresas).² Nos Estados Unidos, o nosso cenário é também o de que a Fed atinja níveis neutros ao longo de 2025, para evitar um arrefecimento abrupto do mercado de trabalho face a uma desinflação que, com nuances relativamente à Europa, parece estar razoavelmente no bom caminho.

Neste cenário de aterragem suave, a flexibilização monetária aliviará parte do peso da economia em 2025. De facto, conforme se pode ver no segundo gráfico, as condições financeiras já têm vindo a afrouxar em resultado das reduções das taxas de juro (tanto implementadas como antecipadas). Habitualmente, o impacto da flexibilização monetária na economia é gradual e o seu efeito máximo demora algum tempo a chegar (Romer e Romer [2023]³ situam o impacto máximo no PIB em nove trimestres), pelo que, em 2025, é de esperar que o seu impacto seja moderado. No entanto, as estimativas sugerem também que os primeiros efeitos positivos se fazem sentir rapidamente: com dados muito pormenorizados sobre a economia espanhola, Buda *et. al.*(2023)⁴ concluem que as alterações nas taxas de juro têm um impacto significativo no consumo em menos de uma semana, nas vendas das empresas em cerca de um mês e no emprego em cerca de dois meses.

... e riscos

A última questão é saber quais os riscos que os bancos centrais enfrentarão na nova fase monetária. A primeira coisa que têm de calibrar é a velocidade de descida. Por um lado, uma redução demasiado cautelosa das taxas pode arrefecer a economia mais do que

Estimativas da taxa de juro de equilíbrio



Nota: As estimativas «de mercado» correspondem a forwards sobre as taxas de juro de referência num horizonte de 5 anos. As estimativas «macro» correspondem à taxa de juro natural estimada por Holston *et al.* (2023), «Measuring the Natural Rate of Interest after COVID-19», mais 2% de inflação.

Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg e da Fed de Nova Iorque.

1. Estes cortes coexistirão com uma redução dos balanços. Ver Focus «Balanços: a normalização não tão visível da política monetária», no mesmo relatório.

2. Uma recuperação cíclica da produtividade (por exemplo, se a chamada *labour hoarding* ou acumulação prudencial de mão de obra for desfeita) reforçaria ainda mais a descida da inflação.

3. Romer, C. D. e Romer, D. H. (2023). «Does Monetary Policy Matter? The Narrative Approach after 35 Years» (n.º w31170). National Bureau of Economic Research.

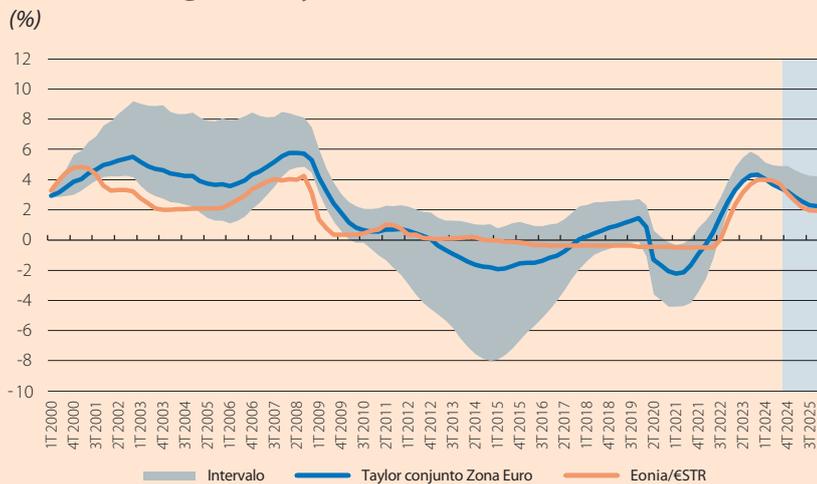
4. Buda, G., Carvalho, V., Corsetti, G. *et al.* (2023), «Short and Variable Lags», CEPR Discussion Paper n.º 18022.

o desejado, arriscando um regresso à fraca inflação da década anterior. No entanto, uma redução demasiado rápida pode comprometer a conquista final na luta contra a inflação: os bancos centrais estão a percorrer a última milha da desinflação, mas ainda não chegaram à meta. Segundo os últimos dados disponíveis, o BCE enfrenta mais o primeiro risco, com uma perda de dinamismo já visível nos indicadores de atividade, e a Fed o segundo, com a economia ainda a crescer acima do potencial e a inflação ainda a dar alguns sinais de resistência. Em qualquer dos casos, a calibração da flexibilização monetária deparar-se-á com um terceiro ingrediente: as taxas de juro influenciam os preços dos ativos financeiros e alterações drásticas podem gerar correções abruptas e desencadear turbulências financeiras, como já aconteceu durante o período de subida das taxas.⁵

A ameaça de novos choques que afetem o cenário também deve ser tida em conta. Todavia, a alteração das perspetivas da política monetária face a um novo choque, especialmente se do lado da oferta, deve ser atenuada pelo facto de as economias atuais terem como ponto de partida condições financeiras restritivas e uma procura em arrefecimento, algo radicalmente diferente de 2022.

Cada banco central terá de calibrar os riscos idiossincráticos na sua região. Para o BCE, o desafio consiste em gerir a disparidade da Zona Euro, onde o crescimento sólido das economias periféricas, como a Espanha (que deverá ser a economia avançada com o crescimento mais forte em 2024), contrasta com a fragilidade da Alemanha (a única grande economia avançada que não está a crescer em 2023-2024). Tal desafio significa que a política monetária ideal é diferente para cada país e que países diferentes exigem níveis diferentes de taxas de juro. Uma forma de exemplificar este facto é através da regra de Taylor,⁶ um guia que mostra como, historicamente, alguns países da Zona Euro teriam necessitado de taxas de juro mais elevadas do que as fixadas pelo BCE, enquanto outros países, com uma posição cíclica mais frágil, teriam necessitado de taxas mais baixas. Conforme se pode observar no último gráfico, o intervalo de taxas indicado pela regra de Taylor sugere que o desafio ainda está presente mas, de momento, a disparidade é menor do que no passado.⁷

Zona Euro: Regra de Taylor e taxa do BCE



Notas: Taxa €STR em 2025 com base no mercado implícito. O intervalo corresponde à taxa mínima e máxima entre a prescrição da regra de Taylor para a Alemanha, Espanha, França e Itália. A regra de Taylor usada é:

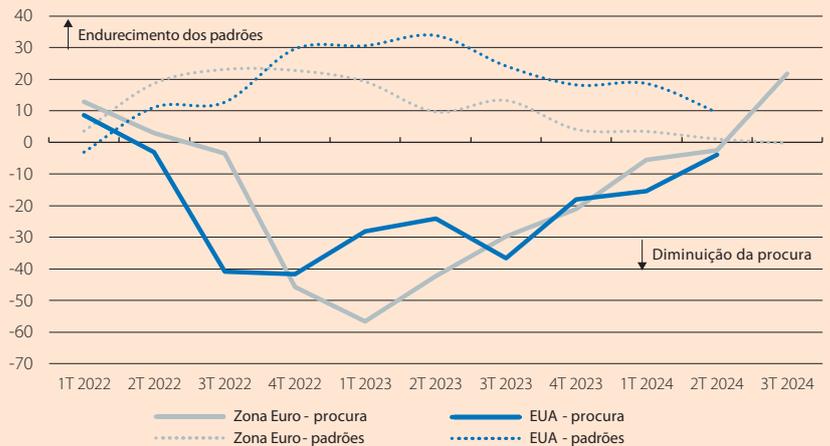
$$i_t = p_{i,t-1} + (1 - p)[r^* + 2 + 1,5(\pi_t - 2) + \tilde{y}]$$

em que \tilde{y} é o output gap (PIB observado em relação ao potencial) e r^* é a taxa de juro natural.

Fonte: BPI Research, com base em dados do BCE, da Comissão Europeia, do Eurostat, do New York Fed e da Bloomberg.

Evolução das condições financeiras

Balanco das entidades (%)



Notas: Balanço líquido das instituições que tornaram os critérios de concessão de crédito mais restritivos (+) ou menos restritivos (-), ou das instituições que registaram um aumento (+) ou uma diminuição (-) da procura de empréstimos. Os índices refletem a média ponderada dos empréstimos às sociedades não financeiras, das aquisições de habitação e do consumo das famílias.

Fonte: BPI Research, com base em dados do BCE (Bank Lending Survey) e da Reserva Federal (SLOOS).

Em suma, 2025 parece ser mais um ano em que a política monetária desempenhará um papel preponderante na situação da economia e dos mercados financeiros.

5. Com o colapso do Silicon Valley Bank em 2022 e as graves dificuldades do NYCB em 2023.

6. Esta regra estabelece uma taxa de juro nominal a fixar tendo em conta a inflação, a taxa de juro neutra e o output gap.

7. A disparidade das taxas de inflação é menor do que nos últimos anos e, além disso, todas as economias estão a sair de uma fraqueza generalizada desde 2020.

Perspetivas para a economia portuguesa em 2025: reforço do crescimento

Depois de dois anos muito marcados pelas consequências da invasão da Ucrânia pela Rússia – crise energética, inflação, aperto monetário – o horizonte em 2025 parece menos carregado. Na verdade, o panorama à data em que escrevemos é composto por um grande número de bancos centrais a encetarem uma inversão de ciclo e começarem a cortar taxas de juro de referência.

O ponto de partida

2024 arrancou com um robusto crescimento do PIB (0,6% trimestral no 1T 2024), que passou pela primeira vez os 60 mil milhões de euros a preços constantes, apoiado no bom desempenho da procura externa. Já no 2T e no 3T o desempenho foi mais modesto (0,2% em ambos). Este desempenho entronca na narrativa de que a trajetória do crescimento homólogo será de «menos para mais», com uma primeira parte do ano ainda marcada pelo impacto acumulado da subida de juros, inflação e alguma incerteza política com eleições antecipadas, em março crescimento homólogo de 1,4% no 1T24. Para o 4T? esperamos uma melhoria que permita fechar com um crescimento médio de 1,7%.

Em paralelo registámos boas notícias no mercado de trabalho e nos preços. A taxa de desemprego situa-se em níveis perto dos mínimos e apesar da inflação média no final deste ano ainda ficar acima do objetivo, o surto inflacionista foi-se dissipando gradualmente e chegámos mesmo a registar taxa homóloga abaixo dos 2% em agosto. Estes dois fatores contribuíram para a recuperação do rendimento real das famílias e suportaram a resiliência do mercado imobiliário.

É neste contexto mais positivo,¹ embora toldado pelos riscos geopolíticos, que efetuamos o habitual exercício de perspetivar os *drivers* do desempenho económico português em 2025.

Perspetivas para 2025

Antecipamos aceleração da atividade que se traduzirá num crescimento anual de 2,3%. Os principais fatores justificativos desta previsão estão elencados graficamente, destacando-se os contributos que poderão vir da canalização de poupanças das famílias para consumo, da descida das taxas de juro e da receção e execução dos fundos europeus.

Nas novas séries das contas nacionais, a poupança e o rendimento disponível bruto das famílias foram revistos em alta, elevando a taxa de poupança para 9,8%.² Num cenário em que o mercado de trabalho continua forte – o emprego crescerá 1,3% e a taxa de desemprego diminuirá para 6,4% – e em que haverá recuperação de rendimento pelas famílias, é plausível admitir maior propensão das famílias para consumir. Assim, estimamos redução de 1 p. p. da taxa de poupança – passando do nível esperado para 2024 de 9,7% para 8,7% em 2025 – com impacto positivo no crescimento de 0,4 p. p.

O segundo fator a influenciar a aceleração da atividade será a política monetária do BCE. Este começou a reduzir taxas em junho de 2024, prevendo-se que perante uma economia europeia fragilizada e gradual desaceleração da inflação, reduza as taxas de juro em 100 p. b. em 2024 e mais 100 p. b. ao longo de 2025. Antecipamos, assim, que a média anual da Euribor a 6 meses – principal indexante no mercado português – reduza para 2% (3,5% em 2024), retirando pressão sobre os encargos financeiros das famílias e empresas, libertando fundos para consumo e investimento. Estimamos que este movimento se traduza num contributo positivo para o crescimento de 0,4 p. p.

O terceiro propulsor do crescimento será a aceleração na execução dos fundos europeus. O nível de execução do PRR tem vindo a recuperar, mas ainda é reduzido.³ Todavia, têm vindo a ser adotadas medidas que visam a sua aceleração, e, tendo presente que 2025 será o penúltimo ano do NGEU, o OGE 2025 prevê um incremento das despesas de capital relacionadas com o PRR de 0,9 p. p.

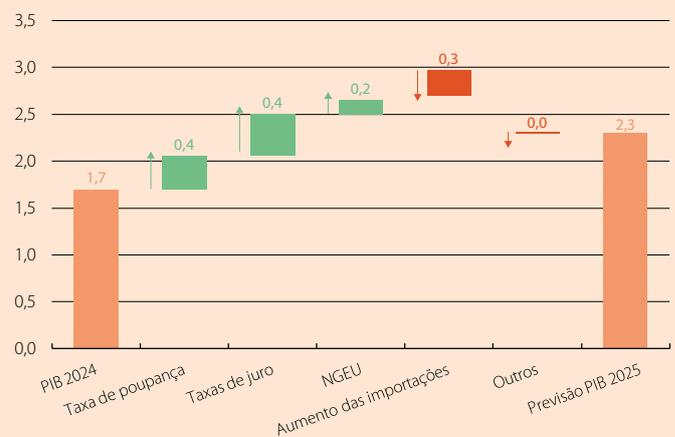
1. O BPI Research tal como o Banco de Portugal (Boletim Económico de outubro 2024) e o Governo (OGE 2025), por exemplo, preveem um crescimento em 2025 superior ao deste ano (e acima dos 2%).

2. A média histórica da taxa de poupança é de 9,4% e a média nos últimos cinco anos antes da pandemia foi de 6,8%.

3. Até 16 de outubro, a taxa de pagamento face aos montantes aprovados era de 27%.

PIB 2025: contribuição dos vários fatores no crescimento do PIB

(p. p.)



Fonte: BPI Research.

no PIB face a 2024. Estimamos que tal se reflita positivamente no crescimento (+0,2 p. p.). Mas dado o elevado conteúdo importado da procura em Portugal,⁴ admitimos que o incremento do investimento, juntamente com a robustez do consumo, incrementará as importações, retirando cerca de 0,3 p. p. ao PIB em 2025.

No setor turístico estimamos incremento de 4% no número de hóspedes. A perceção de Portugal como um país seguro e afastado das zonas de conflito, a recuperação do rendimento disponível das famílias no mercado interno (e principais mercados emissores) bem como o aumento da oferta hoteleira contribuirão para isto. Não obstante, o contributo para o crescimento deverá ser sensivelmente o mesmo daquele de 2024, não constituindo um propulsor adicional do crescimento em 2025.

Estamos confiantes de que estes serão os propulsores do crescimento em 2025, mas mais uma vez, será um ano rodeado de riscos, sobretudo externos, destacando-se a possibilidade de agravamento do conflito no médio oriente, cuja materialização poder-se-á traduzir no aumento do preço de importantes matérias-primas, atrasando o processo desinflationista e colocando um travão ao relaxamento da política monetária. Um eventual agravamento do protecionismo global na sequência das eleições nos EUA seria também penalizador para Portugal, na medida em que somos uma pequena economia significativamente aberta. Mas nem todos os riscos são negativos e, se as questões geopolíticas não se agravarem, a desinflação poderá acelerar, com impacto positivo na atividade produtiva por via de maior procura interna e externa.

Teresa Gil Pinheiro
Tiago Belejo Correia

Cenário macroeconómico

	2023	2024F	2025F
Δ PIB (%)	2,5	1,7	2,3
Consumo privado	2,0	2,2	1,7
Consumo público	0,6	1,0	0,8
FBCF	3,6	1,3	5,7
Exportações	3,5	4,2	5,0
Importações	1,7	4,6	5,0
Inflação global (%)	4,3	2,4	2,1
Taxa de desemprego (%)	6,5	6,5	6,4

Fonte: BPI Research.

4. Ver artigo «O conteúdo importado da procura final em Portugal: evolução nominal e real», Revista de Estudos Económicos - Vol 5, N.3, BdP.