

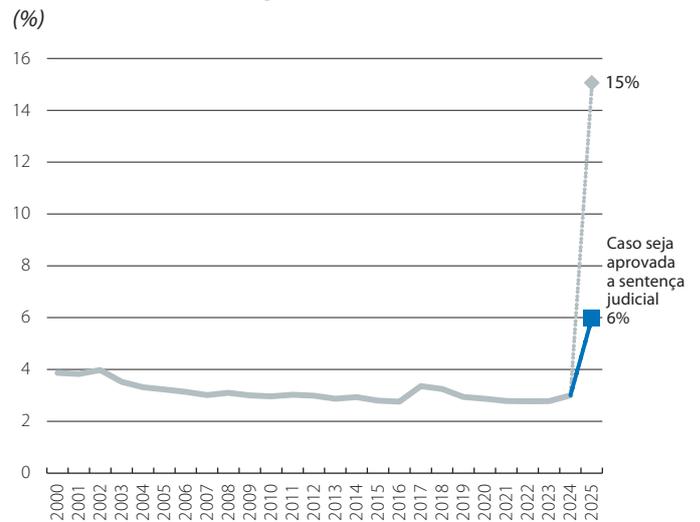
Os anúncios de Donald Trump prejudicam os indicadores econômicos

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

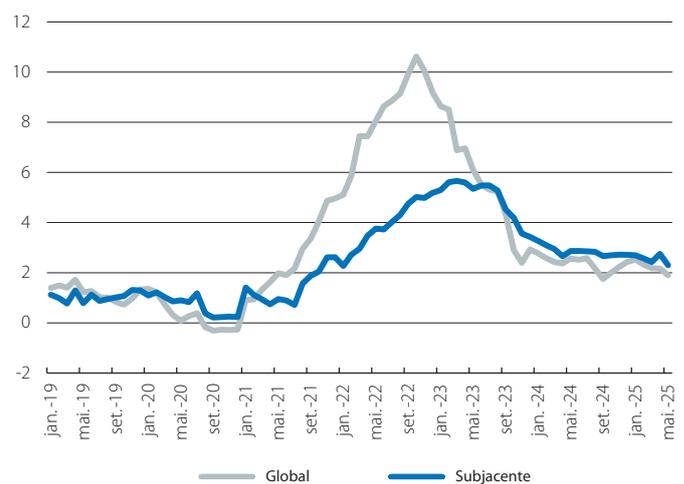
EUA: tarifa efetiva aplicada



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

Zona Euro: inflação global

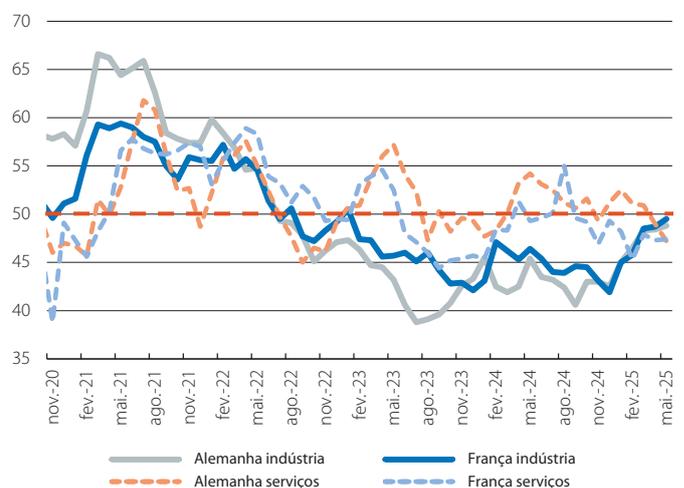
Variação homóloga (%)



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.

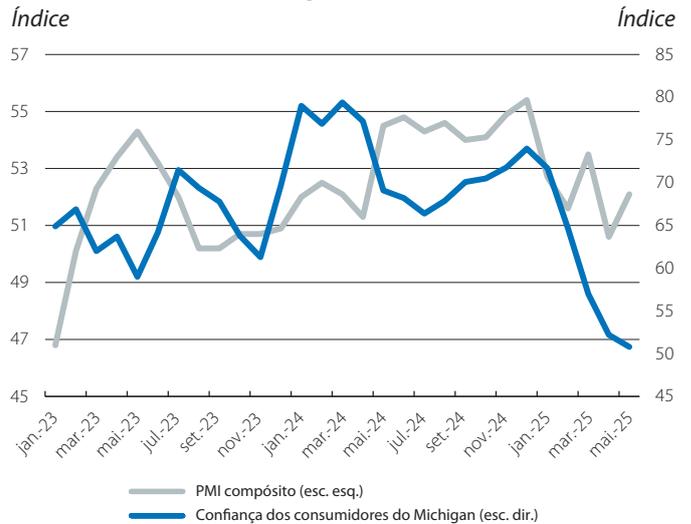
2T (49,5 em maio vs. 50,4 no 1T), devido ao abrandamento da atividade dos serviços (48,9 vs. 51,0 no 1T), enquanto a indústria transformadora está a aguentar-se um pouco melhor (49,4 vs. 47,6). O índice de sentimento económico da Comissão Europeia subiu um ponto em maio para 94,8, mas ainda está abaixo 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.

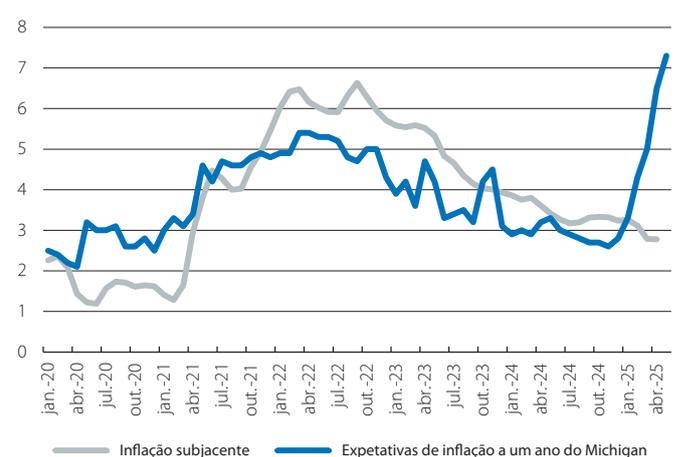
A economia da China mostra sinais de arrefecimento no início do 2T. Tendo crescido 1,2% em cadeia no 1T, os indicadores disponíveis apontam para um abrandamento generalizado da atividade no início do 2T. A produção industrial registou em abril um crescimento homólogo de 6,1% (vs. 7,7% em março), as vendas 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.

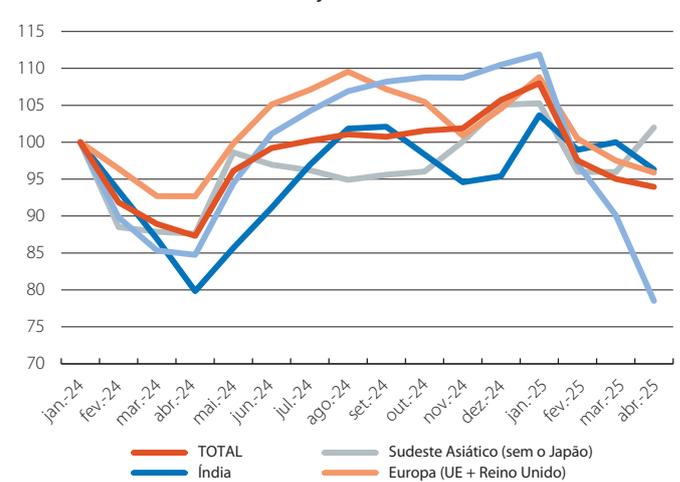
EUA: inflação subjacente e expectativas de inflação (%)



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.

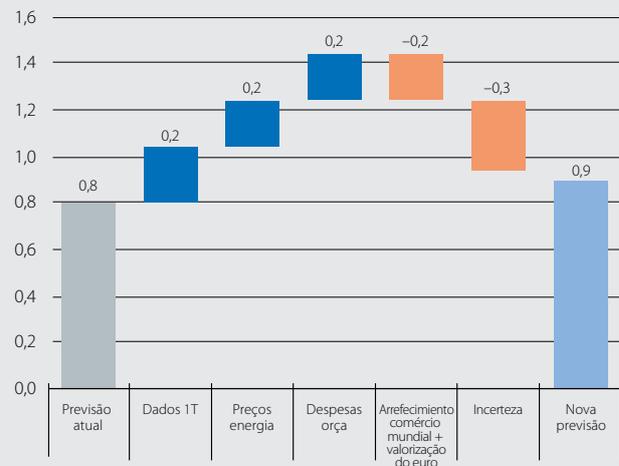
O mundo continua a observar as tarifas de Trump

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.

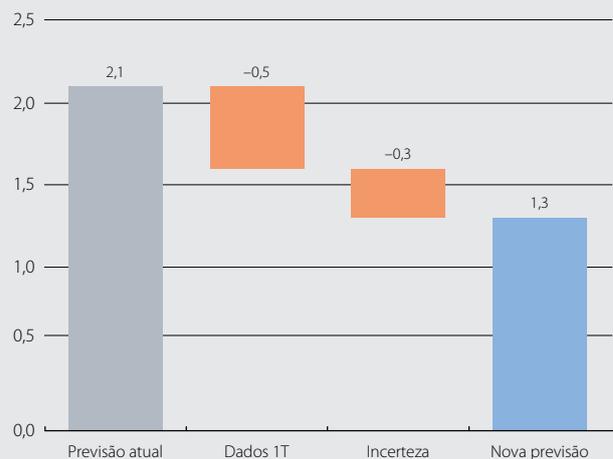
Os EUA desapontam no início do ano devido às suas próprias tarifas

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.

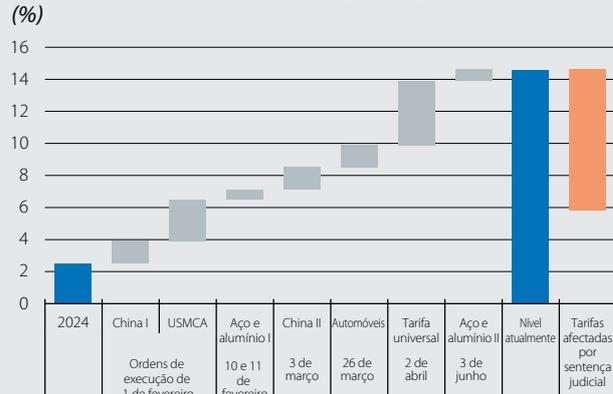
Nível atual das tarifas após a tempestade de 2 de abril...

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

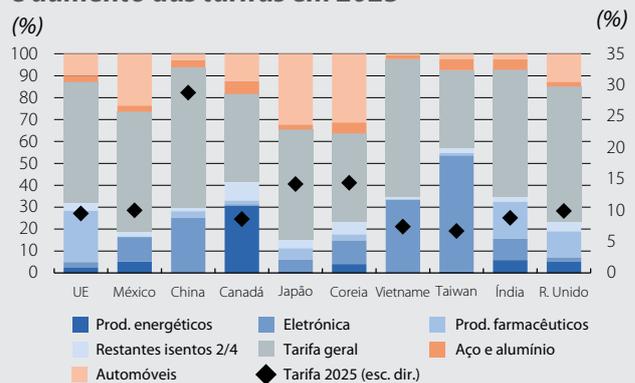
1. Ver Martínez-García, E. e Sposi, M. (2025). «U.S. tariff outcomes dependent on trading partner responses». Reserva Federal de Dallas.
 2. Ver a nota informativa «Avaliação do anúncio das tarifas recíprocas dos EUA» publicada em 4 de abril de 2025 no BPI Research.

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 negocial, 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.

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.