



BANCO CENTRAL EUROPEU
EUROSISTEMA

Boletim Económico

Número 2 / 2025



Índice

Evolução económica, financeira e monetária	2
Apreciação global	2
1 Conjuntura externa	9
2 Atividade económica	16
3 Preços e custos	23
4 Evolução do mercado financeiro	30
5 Condições de financiamento e evolução do crédito	36
6 Evolução orçamental	42

Evolução económica, financeira e monetária

Apreciação global

Na reunião de 6 de março de 2025, o Conselho do BCE decidiu reduzir as três taxas de juro diretoras em 25 pontos base. Em particular, a decisão de reduzir a taxa de juro aplicável à facilidade permanente de depósito – a taxa através da qual o Conselho do BCE define a orientação da política monetária – tem por base a avaliação atualizada do Conselho do BCE das perspetivas de inflação, da dinâmica da inflação subjacente e da força da transmissão da política monetária.

O processo desinflationista está bem encaminhado. A inflação continuou a evoluir globalmente em consonância com as expectativas dos especialistas, estando as projeções macroeconómicas de março de 2025 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE em estreito alinhamento com as anteriores perspetivas de inflação. Os especialistas projetam agora que a inflação global se situe, em média, em 2,3% em 2025, 1,9% em 2026 e 2,0% em 2027. A revisão em alta da inflação global para 2025 reflete uma dinâmica mais forte dos preços dos produtos energéticos. Relativamente à inflação excluindo preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares, projetam uma média de 2,2% em 2025, 2,0% em 2026 e 1,9% em 2027.

A maioria das medidas da inflação subjacente sugere que a inflação estabilizará, numa base sustentada, em torno do objetivo de médio prazo de 2% do Conselho do BCE. A inflação interna permanece elevada, sobretudo porque os salários e os preços em determinados setores ainda estão a ajustar-se, com um desfasamento substancial, à anterior subida acentuada da inflação. Contudo, o crescimento dos salários apresenta, como esperado, uma moderação e os lucros estão a amortecer, em parte, o impacto na inflação.

A política monetária está a tornar-se significativamente menos restritiva, dado que as reduções das taxas de juro tornam a contração de novos empréstimos menos onerosa para as empresas e as famílias e o crescimento do crédito está a recuperar. Ao mesmo tempo, um fator adverso para a diminuição da restritividade das condições de financiamento advém de os anteriores aumentos das taxas de juro ainda estarem a ser transmitidos ao *stock* de crédito, permanecendo a concessão de empréstimos, em geral, fraca. A economia enfrenta desafios contínuos e os especialistas do BCE efetuaram novamente uma revisão em baixa das projeções de crescimento – para 0,9% em 2025, 1,2% em 2026 e 1,3% em 2027. As revisões em baixa para 2025 e 2026 refletem exportações mais baixas e a continuação da fraqueza do investimento, decorrente, em parte, da elevada incerteza em termos de políticas comerciais e da incerteza mais geral a nível de políticas. A subida dos rendimentos reais e o desvanecimento gradual dos efeitos dos anteriores aumentos

das taxas de juro continuam a ser os principais fatores impulsionadores subjacentes à esperada recuperação da procura com o passar do tempo.

O Conselho do BCE está determinado a assegurar que a inflação estabiliza, de forma sustentada, no seu objetivo de médio prazo de 2%. Especialmente nas atuais condições de crescente incerteza, seguirá uma abordagem dependente dos dados e reunião a reunião para decidir a orientação apropriada da política monetária. Mais especificamente, as decisões do Conselho do BCE sobre as taxas de juro basear-se-ão na sua avaliação das perspetivas de inflação, à luz dos dados económicos e financeiros que forem sendo disponibilizados, da dinâmica da inflação subjacente e da força da transmissão da política monetária. O Conselho do BCE não se compromete previamente com uma trajetória de taxas específica.

Atividade económica

É provável que a economia da área do euro tenha registado um crescimento modesto no quarto trimestre de 2024. Nos primeiros dois meses de 2025, persistiram muitos dos padrões do ano anterior. O setor da indústria transformadora continua a ser um entrave ao crescimento, ainda que os indicadores de inquéritos estejam a melhorar. A elevada incerteza, tanto a nível interno como externo, está a travar o investimento e os desafios em termos de competitividade pesam sobre as exportações. Paralelamente, os serviços permanecem resilientes. Além disso, a subida dos rendimentos das famílias e a robustez do mercado de trabalho estão a apoiar a recuperação gradual do consumo, embora a confiança dos consumidores se mantenha frágil e as taxas de poupança sejam elevadas.

A taxa de desemprego permaneceu num mínimo histórico de 6,2% em janeiro de 2025 e estima-se que o emprego tenha registado um crescimento de 0,1% no último trimestre de 2024. Todavia, a procura de emprego moderou-se e dados de inquéritos recentes indicam que o crescimento do emprego foi fraco nos dois primeiros meses de 2025.

A incerteza persistentemente elevada em termos geopolíticos e de políticas deverá pesar sobre o crescimento económico da área do euro, particularmente no que toca ao investimento e às exportações, abrandando a recuperação prevista. Tal surge no seguimento de um crescimento um pouco mais fraco do que o esperado no final de 2024. A incerteza tanto a nível de políticas internas como de políticas comerciais é elevada. Embora a projeção de referência inclua apenas o impacto de novas tarifas comerciais entre os Estados Unidos e a China, pressupõe-se que os efeitos negativos da incerteza quanto à possibilidade de novas alterações nas políticas de comércio mundial, particularmente em relação à União Europeia, afetem as exportações e o investimento da área do euro. Considera-se que esta situação, aliada a desafios persistentes em termos de competitividade, conduzirá a uma nova diminuição da quota de mercado das exportações da área do euro. Não obstante estes fatores adversos, continuam reunidas as condições para um novo reforço do crescimento do produto interno bruto (PIB) da área do euro durante o horizonte de projeção. Espera-se que a subida dos salários reais e do emprego – no contexto de

um mercado de trabalho forte, embora em arrefecimento – apoiem uma recuperação na qual o consumo continue a dar um contributo importante para o crescimento. A procura interna também deverá ser apoiada pela menor restritividade das condições de financiamento, como implícito nas expectativas do mercado quanto à trajetória futura das taxas de juro. O mercado de trabalho deverá permanecer resiliente, esperando-se que a taxa de desemprego se situe, em média, em 6,3% em 2025 e desça ligeiramente para 6,2% em 2027. Com o início do desvanecimento de alguns dos fatores cíclicos que reduziram recentemente a produtividade, espera-se que esta recupere ao longo do horizonte de projeção, embora persistam desafios estruturais. Em geral, o crescimento médio anual do PIB real deverá situar-se em 0,9% em 2025 e aumentar para 1,2% em 2026 e 1,3% em 2027. Em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2024 para a área do euro elaboradas por especialistas do Eurosistema, as perspetivas para o crescimento do PIB foram revistas em baixa em 0,2 pontos percentuais para 2025 e 2026, mas permanecem inalteradas para 2027. As perspetivas mais fracas devem-se sobretudo a revisões em baixa das exportações e, em menor grau, do investimento, refletindo um impacto da incerteza mais forte do que o anteriormente pressuposto, bem como expectativas de que os desafios em termos de competitividade provavelmente persistirão durante mais tempo do que o previsto.

As políticas orçamentais e estruturais deverão tornar a economia mais produtiva, competitiva e resiliente. A iniciativa “Bússola para a Competitividade” da Comissão Europeia proporciona um roteiro de ação concreto e as suas propostas devem ser rapidamente adotadas. Os governos devem assegurar a sustentabilidade das finanças públicas, em consonância com o quadro de governação económica da União Europeia, priorizando reformas estruturais favoráveis ao crescimento essenciais e o investimento estratégico.

Inflação

De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, a inflação homóloga situou-se em 2,4% em fevereiro de 2025, após 2,5% em janeiro e 2,4% em dezembro de 2024. A inflação dos preços dos produtos energéticos abrandou para 0,2%, após um forte aumento, para 1,9%, em janeiro, face a 0,1% em dezembro. Em contraste, a inflação dos preços dos produtos alimentares subiu para 2,7%, face a 2,3% em janeiro e 2,6% em dezembro. A inflação dos preços dos bens subiu para 0,6%, enquanto a inflação dos preços dos serviços abrandou para 3,7%, face a 3,9% em janeiro e 4,0% em dezembro.

A maioria dos indicadores da inflação subjacente aponta para um retorno sustentado da inflação ao objetivo de médio prazo de 2% do Conselho do BCE. A inflação interna, que segue de perto a inflação dos preços dos serviços, desceu em janeiro de 2025, mas mantém-se elevada, dado que os salários e os preços de alguns serviços ainda se estão a ajustar, com um desfasamento substancial, à anterior subida acentuada da inflação. Simultaneamente, negociações salariais recentes apontam para a continuação da moderação das pressões sobre os custos do trabalho.

A inflação global medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) aumentou nos últimos meses, mas projeta-se que registre uma ligeira moderação no decurso de 2025 e depois diminua, situando-se em torno do objetivo de inflação de 2% estabelecido pelo Conselho do BCE a partir do primeiro trimestre de 2026. No início do horizonte de projeção, espera-se que efeitos de base em sentido ascendente na componente de preços dos produtos energéticos e a inflação mais elevada dos preços dos produtos alimentares compensem, em geral, os impactos em sentido descendente de uma descida da inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares (IHPCX). A subida dos preços das matérias-primas energéticas na viragem do ano repercutir-se-á na taxa de variação anual dos preços dos produtos energéticos em 2025. Embora se pressuponha que os preços do petróleo e do gás descerão em consonância com os preços dos futuros, é provável que a inflação dos preços dos produtos energéticos continue a registar taxas positivas, ainda que abaixo da média histórica, ao longo do horizonte de projeção. Considera-se que, em 2027, a inflação dos preços dos produtos energéticos será impulsionada em sentido ascendente pela introdução de novas medidas de mitigação das alterações climáticas. De acordo com as projeções, a inflação dos preços dos produtos alimentares deverá aumentar até meados de 2025 – impulsionada sobretudo pelas recentes subidas robustas dos preços das matérias-primas alimentares – e depois diminuir, situando-se, em média, em 2,2% em 2027. Espera-se que a inflação medida pelo IHPCX comece a descer no início de 2025, com o desvanecimento dos efeitos da reavaliação desfasada dos preços, a diminuição das pressões salariais e a continuação da transmissão do impacto do anterior aumento da restritividade da política monetária aos preços no consumidor. A descida da inflação medida pelo IHPCX deverá ser impelida principalmente por uma diminuição da inflação dos serviços – que, até à data, tem sido relativamente persistente. De um modo geral, projeta-se que a inflação medida pelo IHPCX apresente uma moderação, de 2,2% em 2025 para 1,9% em 2027. O crescimento dos salários deverá continuar a seguir uma trajetória descendente face aos atuais níveis ainda elevados, à medida que as pressões da compensação pela inflação se desvanecem. A par da recuperação prevista do crescimento da produtividade, tal deverá levar a um crescimento significativamente mais lento dos custos unitários do trabalho. Por conseguinte, projeta-se que as pressões internas sobre os preços continuem a abrandar, com as margens de lucro a recuperar ao longo do horizonte de projeção. As pressões externas sobre os preços – refletidas nos preços das importações – deverão permanecer moderadas, partindo do pressuposto de que as políticas da União Europeia relativas a tarifas comerciais se mantêm inalteradas. Em comparação com as projeções de dezembro de 2024, as perspetivas para a inflação global medida pelo IHPC foram revistas em alta em 0,2 pontos percentuais para 2025, devido aos pressupostos mais elevados para os preços das matérias-primas energéticas e à depreciação do euro, tendo sido objeto de uma ligeira revisão em baixa para 2027, dadas as perspetivas ligeiramente mais fracas para a componente de preços dos produtos energéticos no final do horizonte.

Em suma, o pressuposto de uma inflação dos preços dos produtos energéticos mais elevada levou os especialistas do BCE a rever em alta a projeção para a inflação global em 2025. Ao mesmo tempo, os especialistas esperam que o abrandamento da inflação subjacente persista, à medida que as pressões sobre os custos do

trabalho continuam a diminuir e o anterior aumento da restritividade da política monetária continua a pesar sobre os preços. A maioria das medidas das expectativas de inflação a mais longo prazo continua a situar-se em torno de 2%. Todos estes fatores apoiarão o regresso sustentado da inflação ao objetivo do Conselho do BCE.

Análise dos riscos

Os riscos para o crescimento económico permanecem enviesados em sentido descendente. Uma intensificação das tensões comerciais reduziria o crescimento da área do euro, ao travar as exportações e ao enfraquecer a economia mundial. A persistente incerteza quanto às políticas comerciais a nível mundial pode fazer baixar o investimento. As tensões geopolíticas, como a guerra injustificada da Rússia contra a Ucrânia e o trágico conflito no Médio Oriente, permanecem igualmente uma importante fonte de incerteza. O crescimento poderá ser inferior, se os efeitos desfasados do aumento da restritividade da política monetária durarem mais do que o previsto. Paralelamente, poderá ser superior, se a menor restritividade das condições de financiamento e a descida da inflação permitirem uma recuperação mais rápida do consumo e do investimento internos. Um aumento das despesas em defesa e infraestruturas também poderá contribuir para o crescimento.

Os crescentes atritos no comércio mundial elevam a incerteza em torno das perspetivas de inflação na área do euro. Uma intensificação geral das tensões comerciais pode levar à depreciação do euro e à subida dos custos das importações, o que exerceria pressão em sentido ascendente sobre a inflação. Ao mesmo tempo, uma menor procura de exportações da área do euro em resultado de tarifas mais altas e um redirecionamento das exportações de países com excesso de capacidade para a área do euro exerceria pressão em sentido descendente sobre a inflação. As tensões geopolíticas criam riscos de inflação em sentido ascendente e descendente no que respeita aos mercados de produtos energéticos, à confiança dos consumidores e ao investimento empresarial. Fenómenos meteorológicos extremos e a atual crise climática, mais em geral, podem elevar os preços dos produtos alimentares mais do que o previsto. A inflação pode revelar-se mais elevada, se os salários ou os lucros aumentarem mais do que o esperado. O aumento das despesas em defesa e infraestruturas também pode levar à subida da inflação através do seu efeito na procura agregada. A inflação poderá, contudo, surpreender em baixa, se a política monetária atenuar a procura mais do que o previsto.

Condições monetárias e financeiras

As taxas de juro de mercado na área do euro desceram desde a reunião do Conselho do BCE em 30 de janeiro de 2025, mas subiram no período que antecedeu a reunião de 6 de março em resposta a uma revisão das perspetivas para a política orçamental. As reduções das taxas de juro estão gradualmente a tornar a contração de empréstimos menos onerosa para as empresas e as famílias

e o crescimento do crédito está a recuperar. Ao mesmo tempo, um fator adverso para a diminuição da restritividade das condições de financiamento advém de os anteriores aumentos das taxas de juro ainda estarem a ser transmitidos ao *stock* de crédito, permanecendo a concessão de empréstimos, em geral, fraca.

A taxa de juro média aplicada a novos empréstimos às empresas desceu para 4,2% em janeiro de 2025, em comparação com 4,4% em dezembro de 2024. Em contraste, o custo das empresas com a emissão de dívida baseada no mercado subiu para 3,7%, ou seja, 0,2 pontos percentuais acima do nível observado em dezembro. No mesmo período, a taxa de juro média dos novos créditos à habitação desceu de 3,4% para 3,3%.

O crescimento do crédito bancário às empresas aumentou para 2,0% em janeiro, face a 1,7% em dezembro, apoiado por um fluxo mensal moderado de novos empréstimos. O crescimento dos títulos de dívida emitidos por empresas subiu para 3,4% em termos homólogos. O crédito à habitação continuou a registar uma subida gradual, mas permaneceu globalmente fraco, com uma taxa de crescimento homóloga de 1,3%.

Decisões de política monetária

As taxas de juro aplicáveis à facilidade permanente de depósito, às operações principais de refinanciamento e à facilidade permanente de cedência de liquidez foram reduzidas para, respetivamente, 2,50%, 2,65% e 2,90%, com efeitos a partir de 12 de março de 2025.

As carteiras detidas ao abrigo do programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP) e do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme* – PEPP) estão a diminuir a um ritmo comedido e previsível, dado que o Eurosistema deixou de reinvestir os pagamentos de capital de títulos vincendos.

Conclusão

Na reunião de 6 de março de 2025, o Conselho do BCE decidiu reduzir as três taxas de juro diretoras em 25 pontos base. Em particular, a decisão de reduzir a taxa de juro aplicável à facilidade permanente de depósito – a taxa através da qual o Conselho do BCE define a orientação da política monetária – tem por base a avaliação atualizada do Conselho do BCE das perspetivas de inflação, da dinâmica da inflação subjacente e da força da transmissão da política monetária. O Conselho do BCE está determinado a assegurar que a inflação estabiliza, de forma sustentada, no seu objetivo de médio prazo de 2%. Especialmente nas atuais condições de crescente incerteza, seguirá uma abordagem dependente dos dados e reunião a reunião para decidir a orientação apropriada da política monetária. Mais especificamente, as decisões do Conselho do BCE sobre as taxas de juro basear-se-ão na sua avaliação das perspetivas de inflação, à luz dos dados

económicos e financeiros que forem sendo disponibilizados, da dinâmica da inflação subjacente e da força da transmissão da política monetária. O Conselho do BCE não se compromete previamente com uma trajetória de taxas específica.

De qualquer forma, o Conselho do BCE está preparado para ajustar todos os instrumentos ao seu dispor, no âmbito do seu mandato, com vista a assegurar que a inflação estabiliza de forma sustentável no seu objetivo de médio prazo e a preservar o bom funcionamento da transmissão da política monetária.

Conjuntura externa

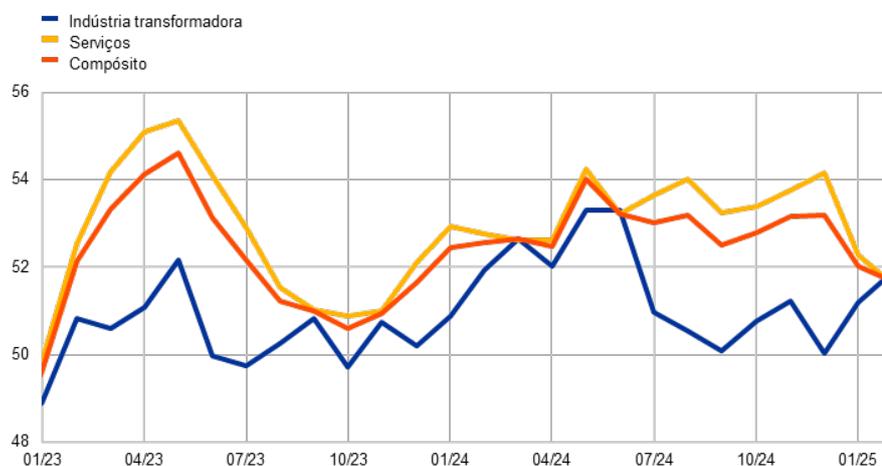
No período em análise de 30 de janeiro a 5 de março, o crescimento da atividade económica mundial permaneceu estável, embora as recentes políticas comerciais dos Estados Unidos impliquem futuros fatores adversos mais fortes. O crescimento do comércio mundial registou uma moderação no final de 2024, ao passo que as tarifas por parte dos Estados Unidos colocam em risco as redes comerciais vigentes. As perspetivas para o crescimento e comércio mundiais, conforme refletidas nas projeções macroeconómicas de março de 2025 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, foram revistas em baixa, devido às tarifas recentemente implementadas pelos Estados Unidos e à elevada incerteza em termos de políticas comerciais. A inflação global nos países membros da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) subiu ligeiramente, devido aos preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares mais elevados, enquanto a inflação subjacente prosseguiu uma descida. Apesar de ainda se esperar que a inflação global nas principais economias avançadas e emergentes desça gradualmente ao longo do horizonte de projeção (2025 a 2027), as projeções para a inflação global foram objeto de uma revisão em alta para 2025, a fim de refletir a transmissão das tarifas aos preços no consumidor nos Estados Unidos e, em menor grau, na China. Em geral, os recentes anúncios de políticas por parte dos Estados Unidos elevam consideravelmente a incerteza das perspetivas.

O crescimento da atividade mundial manteve-se constante em torno da viragem do ano, mas as recentes mudanças de orientação das políticas comerciais dos Estados Unidos poderão implicar futuros fatores adversos mais fortes. Se bem que ainda permaneça em terreno expansionista, o Índice de Gestores de Compras (IGC) mundial compósito do produto (excluindo a área do euro) baixou em fevereiro de 2025, em virtude de um abrandamento no setor dos serviços (gráfico 1), que tinha sido o principal fator impulsionador do crescimento no segundo semestre de 2024. A queda do sentimento no setor dos serviços foi generalizada nas principais economias, mas mais pronunciada nos Estados Unidos. De um modo geral, o mais recente modelo de previsões a muito curto prazo dos especialistas do BCE para o produto interno bruto (PIB) mundial, que incorpora um vasto conjunto de indicadores macroeconómicos para além dos IGC, continua a apontar para um crescimento constante de cerca de 1,0% em termos trimestrais em cadeia no primeiro trimestre de 2025. No entanto, as perspetivas de crescimento no curto prazo são ensombradas pelas recentes mudanças das políticas comerciais nos Estados Unidos, o que implica não só a imposição de novas tarifas à China, mas também um aumento da incerteza em termos de políticas comerciais, que deverá travar o investimento mundial.

Gráfico 1

IGC mundial do produto (excluindo a área do euro)

(índices de difusão)



Fontes: S&P Global Market Intelligence e cálculos de especialistas do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se a fevereiro de 2025.

Projeta-se que as perspectivas de crescimento da atividade mundial permaneçam moderadas, abrandando ligeiramente ao longo do horizonte de projeção.

Segundo as projeções, o crescimento do PIB real mundial será de 3,4% em 2025, diminuindo depois para 3,2% em 2026 e 2027. Embora o momento e alcance precisos das políticas comerciais recém-anunciadas nos Estados Unidos ainda não sejam claros, as projeções macroeconómicas de março de 2025 elaboradas por especialistas do BCE incorporam as tarifas impostas pelos Estados Unidos a importações provenientes da China – as quais entraram em vigor em 4 de fevereiro (ou seja, antes da data de fecho da informação para as projeções de 19 de fevereiro de 2025) – e as medidas de retaliação adotadas pela China¹. Em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2024 elaboradas por especialistas do Eurosistema, o crescimento mundial foi revisto em baixa em 0,1 pontos percentuais para 2025 e 2026, atendendo a que as tarifas recentemente impostas e a maior incerteza em termos de políticas comerciais deverão pesar sobre a atividade. Em 2026 e 2027, a ligeira diminuição do crescimento do PIB mundial reflete um crescimento mais lento na China, em virtude de uma dinâmica demográfica desfavorável, e nos Estados Unidos, devido ao impacto negativo a médio prazo das políticas do país (por exemplo, menor imigração)². Predominam os riscos em sentido descendente para as perspectivas mundiais, impulsionados pela ameaça de mais tarifas por parte dos Estados Unidos (por exemplo, sobre o aço e o

¹ Em 1 de fevereiro de 2025, os Estados Unidos anunciaram uma tarifa adicional de 10 pontos percentuais sobre todos os bens chineses, intensificando significativamente a disputa comercial em curso. Em retaliação, a China impôs tarifas sobre 80 produtos dos Estados Unidos, incluindo gás natural liquefeito (GNL), carvão e equipamento agrícola, aumentando as tarifas sobre as importações dos Estados Unidos em, efetivamente, 1 ponto percentual. As tarifas dos Estados Unidos sobre importações chinesas entraram em vigor em 4 de fevereiro e as tarifas de retaliação da China em 10 de fevereiro, tendo esta também aplicado proibições de exportação de metais críticos, como o telúrio e o tungstênio, as quais entraram em vigor igualmente em 4 de fevereiro.

² Ver as [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – março de 2025](#).

alumínio, assim como sobre importações provenientes do Canadá, do México e da União Europeia) e pelas tensões geopolíticas prevalentes.

O crescimento do comércio mundial registou uma moderação no final de 2024 e projeta-se que abrande em virtude do impacto das tarifas, da elevada incerteza em termos de políticas comerciais, de uma composição menos favorável da procura e do desvanecimento da antecipação de importações anteriormente verificada. Apesar de a ligeira melhoria do sentimento na indústria transformadora e na produção industrial poder apoiar a dinâmica do comércio mundial no primeiro trimestre de 2025, o crescimento da atividade mundial na viragem do ano foi principalmente impulsionado por componentes pouco assentes no comércio, ou seja, o consumo privado e o consumo público. Além disso, a elevada incerteza em termos de políticas comerciais e a diminuição mais lenta da restritividade da política monetária nos Estados Unidos deverão pesar sobre o investimento no futuro, afetando o comércio de forma desproporcionada, dado que o investimento tende a ser muito intensivo em termos de comércio. Acresce que a antecipação de transações comerciais – que apoiou o comércio mundial em 2024, à medida que empresas nos Estados Unidos, em particular, constituíam reservas de fatores de produção externos antes de possíveis perturbações no comércio – deverá desvanecer-se gradualmente em 2025, com a entrada em vigor das novas tarifas. Um desvanecimento parcial da antecipação de importações também deverá pesar sobre a procura ao longo de 2025, principalmente em economias avançadas que anteciparam importações de mercados emergentes em 2024. Por último, espera-se que, no horizonte de projeção, os fluxos de comércio sejam significativamente afetados pelas tarifas, implicando as projeções de março de 2025 grandes revisões em baixa – entre 1,0 e 1,5 pontos percentuais em termos cumulativos – das importações e exportações nos Estados Unidos e na China no período de 2025 a 2027. Perante este enquadramento, projeta-se que o crescimento da procura externa da área do euro registe uma moderação, passando de 3,4% em 2024 para 3,2% em 2025 e 3,1% em 2026 e 2027, sendo significativas as revisões em baixa em comparação com as projeções de dezembro de 2024.

A continuação da intensificação das tensões comerciais acarreta riscos para o bom funcionamento das redes comerciais vigentes. As perspetivas para o comércio são ensombradas pela incerteza, visto que o protecionismo pode prejudicar significativamente os fluxos transfronteiras. As tarifas impostas pelos Estados Unidos ao Canadá e ao México afetariam cerca de um terço das importações totais de bens dos Estados Unidos e cerca de três quartos do total de bens exportados pelo Canadá e pelo México, podendo o impacto das tarifas ser amplificado pela natureza interligada das cadeias de oferta na América do Norte³. Em 10 de fevereiro, o governo dos Estados Unidos anunciou uma tarifa de 25% sobre o aço e o alumínio que entra nos Estados Unidos, com efeitos a partir de 12

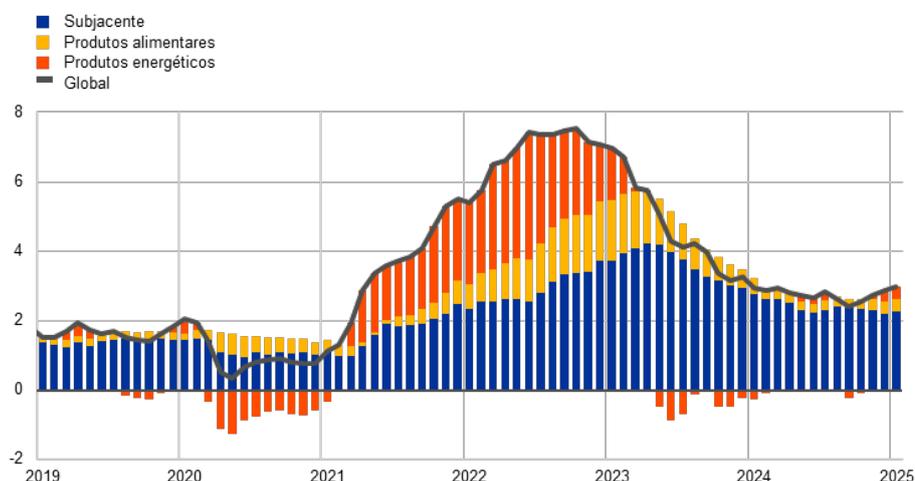
³ O Presidente dos Estados Unidos aprovou, em 1 de fevereiro de 2025, por Decreto Presidencial a aplicação de tarifas sobre o Canadá e o México a partir de 4 de fevereiro. A execução foi posteriormente suspensa por um mês (até 4 de março). Em 6 de março, o governo dos Estados Unidos anunciou uma suspensão temporária das tarifas sobre bens que cumpram o Acordo entre os Estados Unidos, o México e o Canadá (*United States-Mexico-Canada Agreement* – USMCA), com efeitos até 2 de abril.

de março⁴. Não obstante estes bens representarem uma pequena percentagem das importações dos Estados Unidos (2%), espera-se que os consumidores e as indústrias do país a jusante das cadeias de oferta (por exemplo, a indústria automóvel) sejam afetados negativamente. Além disso, em 12 de fevereiro, o presidente Donald Trump encarregou os seus conselheiros de elaborar um plano abrangente de tarifas recíprocas e, em 18 de fevereiro, anunciou tarifas mundiais sobre automóveis, produtos farmacêuticos e semicondutores. Em 21 de fevereiro, defendeu uma revisão das tarifas dos parceiros comerciais sobre os serviços digitais dos Estados Unidos, em 26 de fevereiro, anunciou uma tarifa de 25% sobre as importações europeias e, em 27 de fevereiro, uma taxa adicional de 10% sobre as importações da China.

A inflação global nos países membros da OCDE aumentou, perante uma ligeira subida da inflação subjacente. Em janeiro de 2025, a taxa de inflação homóloga medida pelo índice de preços no consumidor (IPC) nos países membros da OCDE (excluindo a Turquia) subiu para 3,0%, o que compara com 2,9% no mês precedente (gráfico 2). Este pequeno aumento da inflação global medida pelo IPC ficou a dever-se, em parte, aos preços mais elevados dos produtos energéticos, tendo o contributo dos preços dos produtos alimentares permanecido globalmente estável. A inflação subjacente medida pelo IPC, que exclui os preços dos produtos energéticos e dos produtos alimentares, registou uma ligeira subida para 3,1%.

Gráfico 2
Inflação medida pelo IPC nos países da OCDE

(taxas de variação homólogas (%); contributos em pontos percentuais)



Fontes: OCDE e cálculos de especialistas do BCE.

Notas: O agregado da OCDE exclui a Turquia e é calculado utilizando ponderações anuais do IPC da OCDE. As últimas observações referem-se a janeiro de 2025.

Não obstante a recente pequena subida entre os países membros da OCDE, projeta-se que a inflação medida pelo IPC num grupo mais alargado de

⁴ Os dois novos anúncios preveem o restabelecimento da tarifa total de 25% sobre o aço e um aumento da tarifa sobre o alumínio de 10% para 25%. Para o efeito, o governo dos Estados Unidos cessou todas as isenções aprovadas que tinham sido concedidas durante a primeira presidência de Donald Trump. Isto significa que os países que negociaram isenções serão provavelmente os mais afetados por estas novas tarifas dos Estados Unidos. Acresce que a tarifa de 25% foi alargada de modo a incluir produtos derivados produzidos com aço e alumínio.

economias avançadas e economias emergentes mantenha uma trajetória descendente ao longo do horizonte de projeção. Embora o processo de desinflação nos países membros da OCDE pareça ter estagnado no final de 2024, segundo as projeções de março de 2025, a inflação medida pelo IPC num grupo mais alargado de economias avançadas e economias emergentes deverá descer de forma gradual, de 4,2% em 2024 para 2,5% em 2027⁵. O arrefecimento dos mercados de trabalho nos países membros da OCDE deverá fazer baixar a inflação dos salários nominais, permitindo à inflação global convergir progressivamente para os objetivos dos bancos centrais. Em comparação com as projeções de dezembro de 2024, a inflação global medida pelo IPC num grupo mais alargado de economias avançadas e economias emergentes deverá ser mais elevada em 2025, refletindo a transmissão das tarifas aduaneiras aos preços no consumidor nos Estados Unidos e, em menor grau, na China. Relativamente a 2026 e 2027, a inflação medida pelo IPC nas várias economias mundiais foi revista em baixa, dado o impacto em sentido ascendente das tarifas ser mais do que compensado por outros fatores, sobretudo revisões em baixa da inflação medida pelo IPC na China, refletindo a deflação enraizada dos preços no produtor devido a uma sobreoferta persistente.

No período em análise, os preços do petróleo bruto Brent desceram 5%, enquanto os preços do gás na Europa baixaram 12%. As preocupações acerca do impacto das disputas comerciais sobre a atividade mundial exerceram uma pressão em sentido descendente sobre os preços do petróleo, o que foi reforçado ainda mais por uma acumulação inesperada de existências de petróleo bruto dos Estados Unidos, indicando uma procura mais fraca do que o esperado de petróleo no país. Os preços do gás na Europa registaram uma forte volatilidade, tendo as temperaturas mais baixas e a reduzida produção de energia renovável gerado inicialmente preços mais elevados, devido a um aumento da quantidade de gás consumido para aquecimento e para produção de eletricidade. Contudo, os preços à vista do gás desceram em resultado dos anúncios sobre as negociações de paz para a Ucrânia. As pressões em sentido descendente sobre os preços também foram reforçadas por condições meteorológicas mais brandas e pelo redirecionamento dos petroleiros de GNL para a Europa. Os preços dos metais subiram 2%, sobretudo devido ao facto de os operadores nos Estados Unidos terem efetuado compras por precaução, na sequência dos anúncios feitos em 10 de fevereiro relativamente às tarifas sobre o aço e o alumínio, a par das ameaças, em 25 de fevereiro, de imposição de taxas sobre o cobre importado. Por último, os preços dos produtos alimentares desceram 2%, em virtude da ligeira correção em sentido descendente dos preços do cacau após a subida acentuada observada no final de 2024 e em inícios de 2025.

A projeções de março de 2025 elaboradas por especialistas do BCE preveem que a atividade nos Estados Unidos permaneça robusta no curto prazo, impulsionada pelo forte crescimento do consumo, embora estejam a acumular-se riscos decorrentes das políticas do país. O crescimento do PIB real no quarto trimestre de 2024 (0,6% em termos trimestrais em cadeia) foi

⁵ As projeções de especialistas do BCE incluem um conjunto mais alargado de países, nomeadamente economias de mercado emergentes de grande dimensão (por exemplo, China, Índia, Brasil e Rússia), não tomadas em conta na inflação medida pelo IPC da OCDE.

impulsionado sobretudo pelo consumo privado, devido aos rendimentos disponíveis reais mais elevados, ao passo que o investimento empresarial diminuiu. No primeiro trimestre de 2025, as mais recentes previsões a muito curto prazo de especialistas do BCE para o PIB dos Estados Unidos indicam que o crescimento permanecerá robusto, situando-se em 0,6% em termos trimestrais em cadeia. As restrições financeiras que afetam os consumidores dos Estados Unidos estão, aparentemente, a aumentar, apesar de as repercussões no consumo parecerem limitadas. Embora os incumprimentos em cartões de crédito tenham subido para valores acima das médias anteriores à pandemia, o número de execuções e falências de consumidores continua a ser reduzido em termos históricos, e o rácio do serviço da dívida das famílias permanece próximo dos níveis pré-pandemia. Além disso, o maior aumento do incumprimento em cartões de crédito verifica-se nas famílias com rendimentos mais baixos, que representam apenas 12% do total das despesas de consumo. Em termos nominais, embora os dados do IPC de janeiro tenham sido mais elevados do que o esperado, tal aponta para uma descida da inflação global e subjacente das despesas de consumo pessoal no curto prazo, o que também é apoiado pela recente desaceleração do índice de preços no produtor (IPP). De um modo geral, as principais fontes de inflação estão a arrefecer nos Estados Unidos, onde os indicadores de restritividade do mercado de trabalho diminuíram de forma constante, regressando aos seus níveis anteriores à pandemia. Ainda assim, as perspetivas de inflação continuam sujeitas a uma incerteza significativa, e as políticas dos Estados Unidos podem travar ainda mais a desinflação gradual, uma vez que se espera que as tarifas sobre as importações dos Estados Unidos sejam transmitidas aos preços no consumidor, enquanto a política de imigração mais rigorosa e as deportações acarretam o risco de um novo aumento da restritividade do mercado de trabalho. Neste contexto, as expectativas de inflação a curto e a longo prazo dos consumidores dos Estados Unidos começaram a subir, o que, por sua vez, pode abrandar ainda mais o processo de desinflação. Por último, o Comité de Operações de Mercado Aberto do Sistema de Reserva Federal dos Estados Unidos decidiu, na sua reunião de janeiro, manter inalterada a taxa dos fundos federais, sinalizando que não urge ajustar a taxa de juro, dada a economia ainda se apresentar robusta.

As perspetivas para a China estão a deteriorar-se, visto que a procura interna permanece fraca e as exportações estão a ser atingidas pelas tarifas mais elevadas dos Estados Unidos. Na sequência da recuperação do crescimento do PIB real no quarto trimestre de 2024, os indicadores mais recentes apontam para um abrandamento da atividade na indústria transformadora e nos serviços. Um indicador de alta frequência para o consumo privado desceu em janeiro de 2025, sugerindo que o impulso proporcionado pelo anterior apoio orçamental foi de pouca duração. A confiança dos consumidores mantém-se persistentemente negativa, pesando, assim, sobre uma recuperação mais generalizada da despesa, com os principais indicadores do mercado imobiliário também a continuarem a apresentar-se lentos. Embora se estime que as novas tarifas dos Estados Unidos tenham um impacto adverso bastante modesto no crescimento do PIB, um recrudescimento da disputa entre os Estados Unidos e a China implica riscos em sentido descendente, apesar de o estímulo orçamental adicional, que já tinha sido sinalizado pelas autoridades chinesas em dezembro de 2024, poder mitigar esse

impacto. Entretanto, a inflação na China medida pelo IPC subiu para 0,5% em janeiro, enquanto a inflação medida pelo IPP permaneceu em terreno negativo, situando-se em -2,3%. A inflação subjacente medida pelo IPC (excluindo produtos alimentares e produtos energéticos) aumentou ligeiramente para 0,6% em janeiro, face a 0,4% no mês precedente, sobretudo devido a um aumento temporário dos preços dos serviços, na sequência de uma recuperação da atividade, ajudada pelo maior apoio orçamental ao consumo. Em geral, a fraqueza da procura interna e a sobreprodução estão a fomentar uma forte concorrência de preços entre as empresas, implicando pressões inflacionistas fracas no médio prazo.

A atividade no Reino Unido permanece modesta num contexto de persistente inflação. O PIB real registou um crescimento modesto (0,1% em termos trimestrais em cadeia) no quarto trimestre de 2024, tendo a procura privada e o comércio líquido dado contributos negativos, que foram parcialmente compensados pelo impacto positivo das existências e de uma maior despesa pública. A fraqueza dos indicadores de curto prazo da procura privada sugere que o crescimento fraco poderá manter-se em 2025. A inflação medida pelo IPC global aumentou para 3,0% em janeiro de 2025, face a 2,5% em dezembro de 2024, impulsionada sobretudo pela inflação dos preços dos produtos alimentares. A inflação global medida pelo IPC deverá permanecer elevada ao longo de 2025, apoiada por aumentos dos preços dos produtos energéticos e variações de preços regulados, assim como pelo impacto das políticas governamentais anunciadas no orçamento do outono de 2024 (por exemplo, um aumento da taxa das contribuições patronais para a segurança social). O banco central do Reino Unido (o Bank of England) reduziu a taxa de juro diretora em 25 pontos base na sua reunião de fevereiro, tendo considerado que as pressões internas sobre os preços se mantinham estáveis e que o recente aumento da inflação medida pelo IPC global não conduzirá a efeitos de segunda ordem adicionais sobre as pressões inflacionistas internas subjacentes.

2 Atividade económica

De acordo com os dados disponíveis à data de fecho da informação, a economia da área do euro cresceu 0,1% no quarto trimestre de 2024, após uma expansão de 0,4% no terceiro trimestre, num contexto de aumento da procura interna e contração das exportações. O emprego aumentou 0,1% no quarto trimestre, a um ritmo idêntico ao do PIB. Entre setores, a atividade na indústria deverá ter continuado a diminuir no quarto trimestre, refletindo uma fraca procura de bens, perdas de competitividade e incerteza elevada. Em contraste, o setor dos serviços voltou a expandir-se, impulsionado sobretudo pelos serviços não mercantis. Os indicadores baseados em inquéritos apontam para um crescimento moderado no início do ano. O IGC para os serviços permaneceu globalmente estável face ao quarto trimestre, indicando ainda um crescimento. Simultaneamente, o índice para o setor da indústria transformadora registou uma melhoria recentemente, embora continue a indicar uma queda do produto. É provável que surjam outros fatores adversos decorrentes do aumento do protecionismo e de medidas de distorção do comércio, que podem afetar de forma desproporcionada o setor da indústria transformadora em comparação com outros setores da economia. Embora tenha abrandado nos últimos meses, o mercado de trabalho permanece robusto. Numa análise prospetiva, o elevado nível de incerteza e as persistentes perdas de competitividade deverão limitar ligeiramente a velocidade de recuperação da economia da área do euro. No entanto, a recuperação projetada deverá ser apoiada por rendimentos do trabalho mais elevados e crédito mais acessível.

Estas perspetivas encontram-se globalmente refletidas nas projeções macroeconómicas de março de 2025 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE, segundo as quais o crescimento do PIB real anual se situará em 0,9% em 2025, 1,2% em 2026 e 1,3% em 2027⁶.

De acordo com a estimativa provisória do Eurostat, o PIB real aumentou 0,1%, em termos trimestrais em cadeia, no quarto trimestre de 2024 (gráfico 3)⁷. Tal significa que o produto aumentou em todos os trimestres do ano.

Consequentemente, estima-se que o PIB tenha aumentado 0,7% em 2024, o que representa uma melhoria face a 2023, ano em que aumentou 0,4%⁸. Os indicadores de curto prazo e os dados nacionais disponíveis apontam para contributos positivos do consumo privado e do investimento, compensados pela queda das exportações líquidas, enquanto o contributo da variação de existências foi globalmente neutro. Ao mesmo tempo, o setor industrial deverá ter permanecido fraco, enquanto o setor dos serviços se apresentou mais resiliente. Os resultados do quarto trimestre para a

⁶ Ver as [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – março de 2025](#).

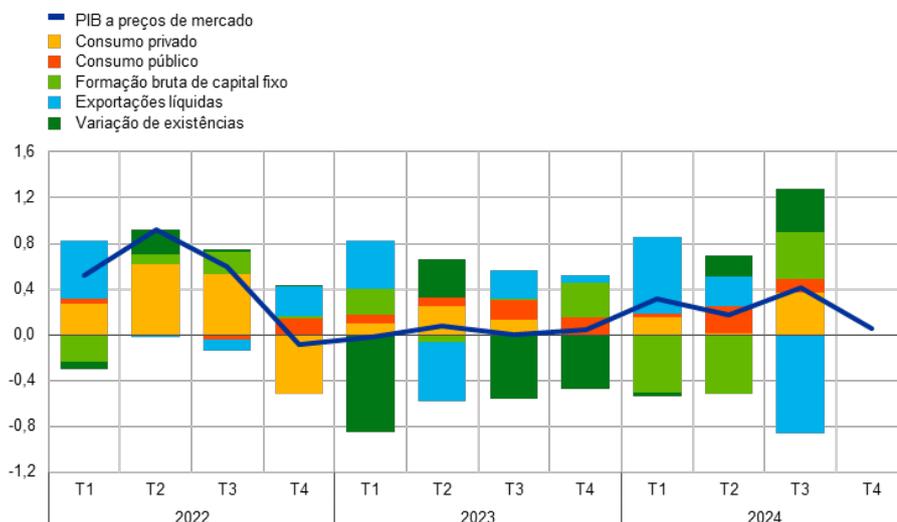
⁷ O crescimento trimestral do PIB real da área do euro foi revisto em alta para 0,2% na divulgação de 7 de março, ou seja, dois dias após a data de fecho dos dados para a presente edição do *Boletim Económico*.

⁸ A taxa de crescimento anual para 2024 baseia-se em valores corrigidos de efeitos de sazonalidade e de calendário. Não estão disponíveis dados não corrigidos para todos os Estados-Membros incluídos nas estimativas provisórias do PIB.

área do euro geram um efeito de repercussão positivo sobre o crescimento anual em 2025⁹.

Gráfico 3
PIB real da área do euro e respetivas componentes

(taxas de variação trimestrais em cadeia (%); contributos em pontos percentuais)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Nota: As últimas observações referem-se ao quarto trimestre de 2024 (PIB) e ao terceiro trimestre de 2024 (vertente da despesa).

Os dados de inquéritos apontam para a continuação de um crescimento moderado impulsionado pelo setor dos serviços no primeiro trimestre de 2025, num contexto de incerteza elevada.

A incerteza em torno da política económica – incluindo a política comercial – está a pesar sobre as perspetivas de curto prazo. A fonte predominante de incerteza na esfera mundial está relacionada com as políticas dos Estados Unidos, em especial nos domínios da segurança e do comércio. O aumento do protecionismo pode afetar de forma desproporcionada o setor da indústria transformadora em comparação com outros setores da economia. Contudo, o IGC compósito do produto subiu para 50,2, em média, em janeiro e fevereiro (face a 49,3 no quarto trimestre), em grande parte na sequência de um aumento observado na indústria transformadora. Apesar desta melhoria recente, o IGC para a indústria transformadora ainda aponta para uma contração da atividade, com o índice a situar-se abaixo de 50 há quase dois anos (gráfico 4). O IGC relativo às novas encomendas também melhorou recentemente, embora permaneça abaixo de 50, o que aponta para fracas perspetivas de curto prazo para a indústria. No setor dos serviços, o IGC mantém-se acima do limiar de não crescimento – embora os valores mais recentes tenham sido inferiores à sua média de longo prazo. Os indicadores da Comissão Europeia sobre a confiança das empresas revelam um cenário globalmente semelhante.

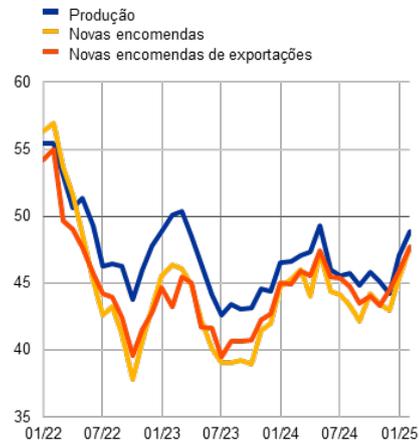
⁹ Tal implica que o PIB crescerá 0,3% em 2025 se todas as taxas de crescimento trimestrais este ano fossem zero (ou seja, se o PIB trimestral permanecesse no nível observado no quarto trimestre de 2024).

Gráfico 4

Indicadores do IGC entre setores da economia

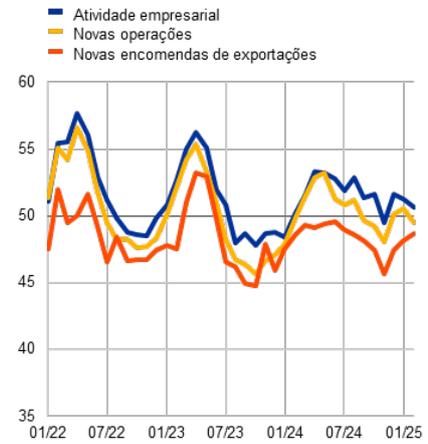
a) Indústria transformadora

(índices de difusão)



b) Serviços

(índices de difusão)



Fonte: S&P Global Market Intelligence.

Nota: As últimas observações referem-se a fevereiro de 2025.

O emprego subiu 0,1% no quarto trimestre de 2024. Este valor foi inferior ao observado nos outros trimestres do ano (gráfico 5). No entanto, o crescimento do emprego foi resiliente em relação ao crescimento do PIB, o que levou a uma diminuição da produtividade de 0,1%. A taxa de desemprego situou-se em 6,3% em dezembro, 0,1 pontos percentuais acima do registado em novembro, mantendo-se próximo do nível mais baixo registado desde a introdução do euro. A procura de mão de obra diminuiu ligeiramente face aos níveis elevados observados após a pandemia, tendo a taxa de postos de trabalho por preencher permanecido inalterada em 2,5% no quarto trimestre, 0,8 pontos percentuais abaixo do pico registado no segundo trimestre de 2022¹⁰.

¹⁰ Ver a caixa intitulada [Using corporate earnings calls to forecast euro area labour demand](#) na presente edição do *Boletim Económico*.

Gráfico 5

Emprego, avaliação do IGC relativo ao emprego e taxa de desemprego na área do euro

(escala da esquerda: taxas de variação trimestrais em cadeia (%); índice de difusão; escala da direita: percentagem da população ativa)



Fontes: Eurostat, S&P Global Market Intelligence e cálculos do BCE.

Notas: As duas linhas indicam a evolução mensal, enquanto as barras representam os dados trimestrais. O IGC é expresso num desvio face a 50 e posteriormente dividido por 10 para determinar o crescimento trimestral em cadeia do emprego. As últimas observações referem-se ao quarto trimestre de 2024 para o emprego, a fevereiro de 2025 para a avaliação do IGC relativo ao emprego e a janeiro de 2025 para a taxa de desemprego.

Os indicadores de curto prazo do mercado de trabalho apontam para níveis de emprego estáveis no primeiro trimestre de 2025. O indicador mensal do IGC compósito do emprego diminuiu de 49,7 em janeiro para 49,3 em fevereiro, o que sugere que o emprego no primeiro trimestre deverá permanecer praticamente inalterado face ao quarto trimestre de 2024. O indicador do IGC do emprego relativo aos serviços diminuiu de 50,9 em janeiro para 50,8 em fevereiro, enquanto os indicadores do IGC do emprego para a indústria transformadora e a construção se mantiveram em níveis contracionistas.

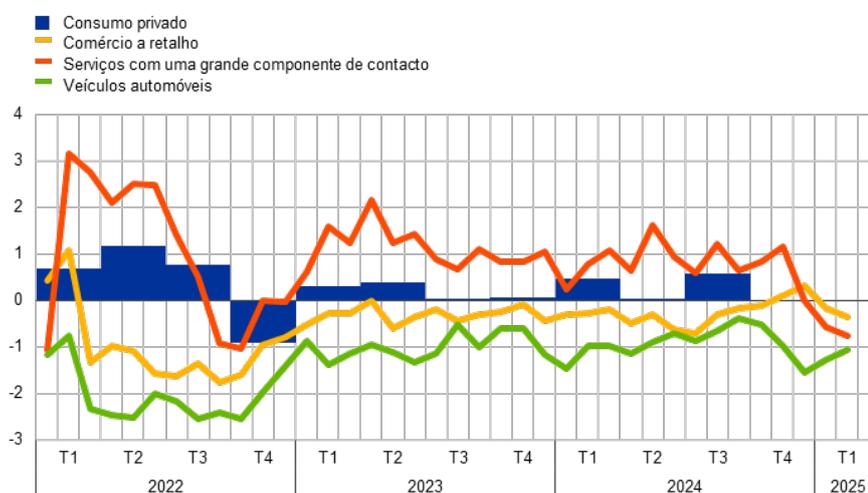
O crescimento do consumo privado deverá ter registado uma moderação no quarto trimestre de 2024. Após um aumento de 0,7%, em termos trimestrais em cadeia no terceiro trimestre (gráfico 6), o crescimento do consumo privado parece ter registado uma moderação no quarto trimestre de 2024 – refletindo também o desvanecimento de alguns fatores temporários que apoiaram a sua expansão no trimestre anterior, como, por exemplo, os Jogos Olímpicos e Paralímpicos de 2024 em Paris. Tal é corroborado pelo aumento trimestral em cadeia de 0,4% das vendas a retalho e pelo aumento trimestral em cadeia de 0,5% da produção de serviços. Os dados que têm vindo a ser disponibilizados apontam também para uma moderação do dinamismo do crescimento da despesa das famílias no curto prazo, como refletido nas mais recentes projeções macroeconómicas elaboradas por especialistas do BCE. O indicador da Comissão Europeia relativo à confiança dos consumidores voltou a registar um aumento em fevereiro, embora tenha permanecido globalmente moderado, num contexto de incerteza ainda elevada. Os indicadores da Comissão Europeia relativos às expectativas das empresas para a procura de serviços com uma grande componente de contacto voltaram a diminuir em fevereiro, enquanto o mais recente inquérito do BCE sobre as expectativas dos

consumidores indica que as compras esperadas de férias permanecem robustas, não obstante algum abrandamento recentemente. Ao mesmo tempo, as expectativas dos consumidores quanto a compras importantes nos próximos 12 meses aumentaram em fevereiro, após uma deterioração no mês anterior. No futuro, a persistência da incerteza quanto às políticas económicas, em particular no contexto da evolução económica mundial, deverá continuar a pesar sobre as decisões de despesa das famílias. Prevê-se, no entanto, que o aumento do poder de compra – que reflete o abrandamento da inflação – e a continuação dos aumentos dos rendimentos reais do trabalho apoiem o consumo nos próximos trimestres.

Gráfico 6

Consumo privado e expectativas das empresas para o comércio a retalho, os serviços com uma grande componente de contacto e os veículos automóveis

(taxas de variação trimestrais em cadeia (%); saldos harmonizados em percentagem)



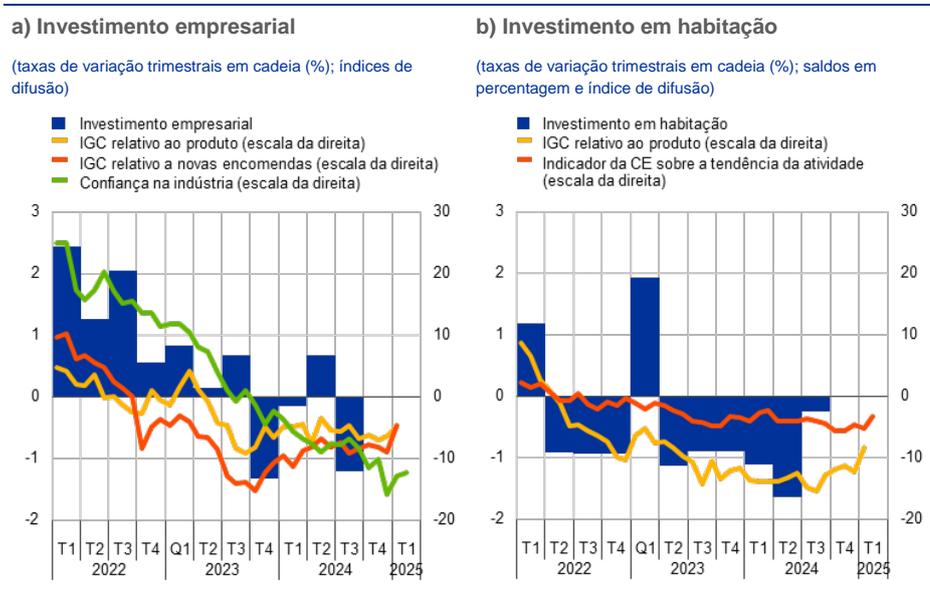
Fontes: Eurostat, Comissão Europeia e cálculos do BCE.

Notas: As expectativas das empresas para o comércio a retalho (excluindo veículos automóveis), a procura esperada de serviços com uma grande componente de contacto e as vendas esperadas de veículos automóveis referem-se aos próximos três meses; "serviços com uma grande componente de contacto" refere-se a alojamento, viagens e serviços de restauração. A série de serviços com uma grande componente de contacto é harmonizada para o período de janeiro de 2005 a 2019, devido à disponibilidade de dados, enquanto os veículos automóveis e o comércio a retalho são harmonizados para o período entre 1999 e 2019. As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2024 para o consumo privado e a fevereiro de 2025 para as expectativas das empresas para o comércio a retalho, serviços com uma grande componente de contacto e veículos automóveis.

É provável que o investimento empresarial tenha permanecido moderado na viragem do ano, num contexto de elevada incerteza. Na sequência da contração acentuada observada no terceiro trimestre de 2024, o investimento empresarial (aproximado nas contas nacionais pelo investimento noutros setores exceto construção excluindo ativos intangíveis irlandeses) deverá ter aumentado ligeiramente no quarto trimestre. No entanto, o investimento em ativos tangíveis tem sido particularmente fraco nos últimos trimestres. No setor dos bens de investimento, a produção industrial caiu 1,2%, em termos trimestrais em cadeia, no quarto trimestre – como previsto pela queda considerável dos indicadores do IGC do produto em terreno negativo no decurso do ano passado e pelo indicador relativo à confiança na indústria em níveis observados pela última vez durante o confinamento de 2020 (gráfico 7, painel a). O investimento em ativos intangíveis continua a crescer, embora muito abaixo das taxas observadas nos Estados Unidos (ver a [caixa 1](#)). Os dados que têm vindo a ser disponibilizados sugerem um enfraquecimento no início de 2025, num contexto de elevada incerteza em torno da

política geopolítica e económica, bem como da política comercial. O último inquérito telefónico às empresas (*Corporate Telephone Survey*), o inquérito sobre o acesso das empresas a financiamento (*Survey on the Access to Finance of Enterprises*) na área do euro e o inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito preveem um investimento moderado no início do ano, esperando este último um novo decréscimo da procura no primeiro trimestre para os empréstimos de mais longo prazo tipicamente associados ao investimento fixo¹¹. É provável que a combinação destes fatores pese sobre o investimento no início do ano. Em termos prospetivos, se não ocorrerem fortes perturbações no comércio, a retoma gradual do conjunto da economia, a menor restritividade das condições de financiamento e a resolução de algumas fontes de incerteza deverão apoiar o investimento. Além disso, a atual mobilização de fundos ao abrigo do programa “Next Generation EU” (NGEU) contribuirá para atrair ainda mais o investimento empresarial.

Gráfico 7
Dinâmica do investimento real e dados de inquéritos



Fontes: Eurostat, Comissão Europeia (CE), S&P Global Market Intelligence e cálculos do BCE.

Notas: As linhas indicam a evolução mensal, enquanto as barras se referem aos dados trimestrais. Os IGC são expressos num desvio face a 50. No painel a), o investimento empresarial é medido pelo investimento em outros setores exceto construção (excluindo ativos intangíveis irlandeses). Os indicadores de curto prazo referem-se ao setor dos bens de investimento. As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2024 para o investimento empresarial, a janeiro de 2025 para os IGC e a fevereiro de 2025 para a confiança na indústria. No painel b), a linha relativa ao indicador da Comissão Europeia sobre a tendência da atividade refere-se à média ponderada da avaliação por parte dos setores de construção de edifícios e de atividades especializadas de construção da tendência da atividade face aos três meses anteriores, redimensionada para apresentar o mesmo desvio-padrão que o IGC. A linha do IGC relativo ao produto refere-se à atividade no mercado da habitação. As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2024 para o investimento em habitação, a janeiro de 2025 para o IGC relativo ao produto e a fevereiro de 2025 para o indicador da Comissão Europeia sobre a tendência da atividade.

O investimento em habitação manteve-se, em grande medida, estável no quarto trimestre de 2024. Após uma descida significativa a partir de 2022, o investimento em habitação parece ter atingido um nível mínimo no quarto trimestre de 2024, uma vez que os dados nacionais disponíveis sugerem um ligeiro aumento do investimento em habitação no quarto trimestre, enquanto a produção na

¹¹ Ver a caixa intitulada [Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies](#), *Boletim Económico*, Número 1, BCE, 2025, o último [inquérito do BCE sobre o acesso das empresas a financiamento](#), publicado em janeiro de 2025, e o [inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito da área do euro de janeiro de 2025](#).

atividade de construção de edifícios e em atividades especializadas de construção se manteve inalterada em comparação com o terceiro trimestre. Os indicadores de atividade baseados em inquéritos melhoraram no início do presente ano. No entanto, em geral, continuam a apontar para um fraco dinamismo do investimento em habitação no primeiro trimestre de 2025, sendo que tanto o IGC relativo à construção de habitação como o indicador da Comissão Europeia relativo à atividade de construção de edifícios e atividades especializadas de construção nos últimos três meses permaneceram em níveis contracionistas (gráfico 7, painel b). Contudo, o investimento em habitação deverá intensificar-se gradualmente com o decorrer do ano. De acordo com o inquérito da Comissão Europeia, as intenções a curto prazo das famílias de comprar ou construir uma casa voltaram a aumentar no primeiro trimestre. Esta melhoria do sentimento é apoiada pela queda das taxas hipotecárias e reflete uma recuperação gradual do crédito à habitação, o que sugere que a procura de habitação está a aumentar lentamente.

As exportações da área do euro diminuíram a um ritmo mais lento no quarto trimestre de 2024.

O total das exportações extra-área do euro registou uma contração de 0,1%, em termos trimestrais em cadeia, no quarto trimestre. Esta descida confirma os desafios persistentes em termos de competitividade enfrentados pelos exportadores da área do euro (ver a [caixa 2](#)), mesmo num contexto de recuperação da procura mundial. Em termos prospetivos, os inquéritos sugerem que o desempenho das exportações permanecerá moderado no curto prazo. Os IGC mais recentes relativo às novas encomendas de exportações mantiveram-se bastante abaixo do limiar de expansão em fevereiro para a indústria transformadora e os serviços. Simultaneamente, os dados mensais sobre o comércio de bens sugerem que o crescimento trimestral das importações abrandou no quarto trimestre, o que sugere um contributo globalmente negativo das exportações líquidas para o PIB.

Nas projeções de março de 2025, prevê-se que a recuperação económica seja mais lenta do que o indicado nas projeções de dezembro de 2024, tendo a incerteza aumentado.

De acordo com as projeções de março de 2025 elaboradas por especialistas do BCE, a economia deverá crescer 0,9% em 2025, 1,2% em 2026 e 1,3% em 2027. As revisões em baixa para 2025 e 2026 refletem a diminuição das exportações e a atual debilidade do investimento, em parte devido à elevada incerteza em termos de política comercial, bem como à incerteza em termos de política em geral. O aumento dos rendimentos reais e o desvanecimento gradual dos efeitos de anteriores subidas das taxas de juro continuam a ser os principais fatores subjacentes à recuperação esperada da procura ao longo do tempo.

3 Preços e custos

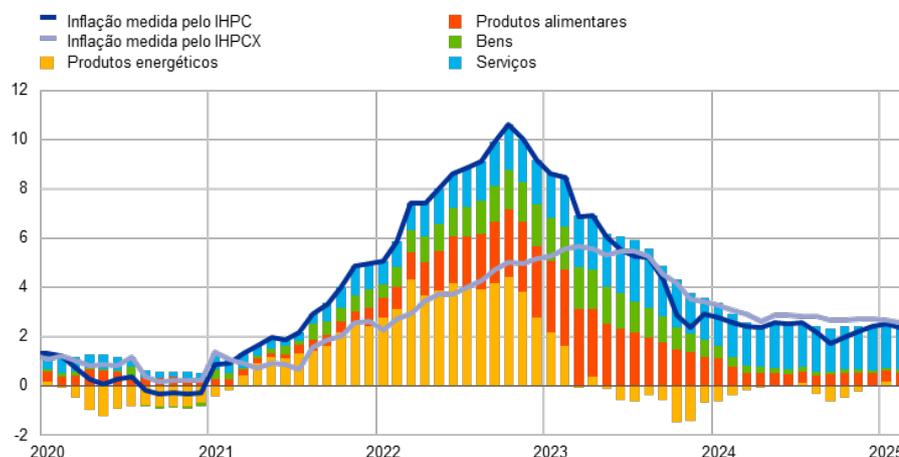
A inflação global na área do euro diminuiu para 2,4% em fevereiro de 2025, face a 2,5% em janeiro, refletindo sobretudo uma descida da inflação dos preços dos produtos energéticos. A inflação dos preços dos produtos alimentares aumentou, enquanto a inflação medida pelo IHPC excluindo produtos energéticos e produtos alimentares (IHPCX) desceu em fevereiro – ocultando uma inflação dos preços dos serviços mais baixa e uma inflação dos produtos industriais não energéticos mais elevada. As medidas da inflação subjacente sugerem, na sua maioria, que a inflação ainda se irá estabilizar em torno do objetivo de médio prazo de 2% numa base sustentada. Os salários e os preços em determinados setores ainda estão a ajustar-se, com um desfasamento substancial, à anterior subida acentuada da inflação, mas o crescimento dos salários regista uma moderação como esperado, e o crescimento dos lucros unitários continua a atenuar parcialmente o impacto na inflação das pressões ainda elevadas sobre os custos do trabalho. A maioria dos indicadores das expectativas de inflação a mais longo prazo permanece em torno de 2%. A inflação continuou, em geral, a evoluir como esperado pelos especialistas e as últimas projeções estão estreitamente alinhadas com as perspetivas de inflação anteriores. As projeções macroeconómicas de março de 2025 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE preveem que a inflação global se situe, em média, em 2,3% em 2025, 1,9% em 2026 e 2,0% em 2027. A revisão em alta da inflação global para 2025 reflete uma dinâmica mais forte dos preços dos produtos energéticos¹².

A inflação global na área do euro, medida pelo Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), diminuiu para 2,4% em agosto de 2024, face a 2,5% em julho (gráfico 8). Tal ficou a dever-se sobretudo a uma descida esperada da inflação dos preços dos produtos energéticos, que caiu para 0,2% em fevereiro, face a 1,9% em janeiro, devido sobretudo a um efeito de base em sentido descendente e a uma descida mensal em cadeia dos preços dos produtos energéticos. Em contraste, a inflação dos produtos alimentares situou-se em 2,7% em fevereiro, face a 2,3% em janeiro, refletindo uma taxa homóloga mais elevada dos preços dos produtos alimentares não transformados, enquanto a taxa dos preços dos produtos alimentares transformados se manteve inalterada. O IHPCX desceu ligeiramente para 2,6% em fevereiro, face a 2,7% em janeiro, a primeira descida desde setembro de 2024. Tal refletiu uma inflação dos preços dos serviços mais baixa (3,7% em fevereiro, face a 3,9% em janeiro) e ocultou um pequeno aumento da inflação dos produtos industriais não energéticos (0,6% em fevereiro, face a 0,5% em janeiro). A descida da inflação dos preços dos serviços em fevereiro está em consonância com as expectativas anteriores de uma moderação inicial impulsionada pelo abrandamento gradual do crescimento dos salários e por efeitos de reavaliação de preços mais fracos no início de 2025 do que em 2024.

¹² Ver as [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – março de 2025](#).

Gráfico 8 Inflação global e respetivas componentes principais

(taxas de variação homólogas (%); contributos em pontos percentuais)



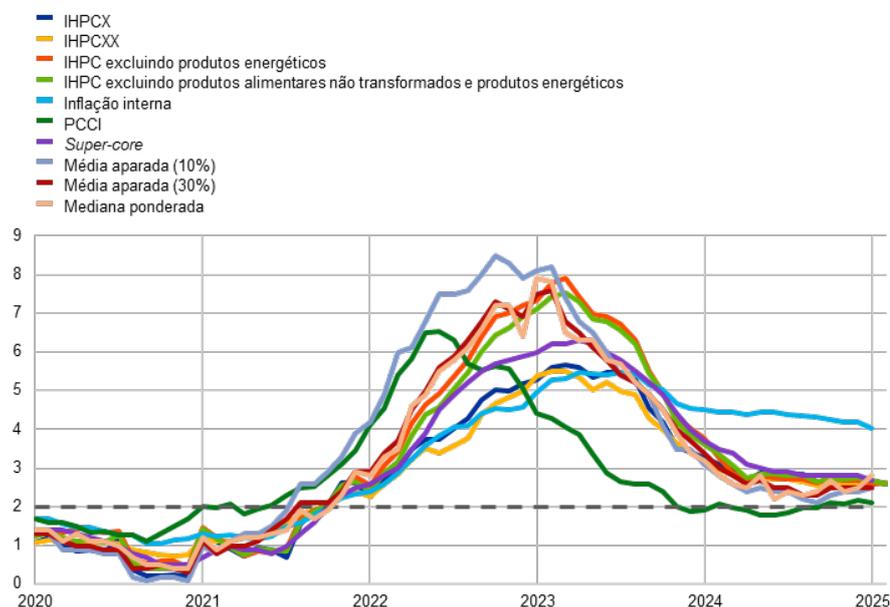
Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: "Bens" refere-se a produtos industriais não energéticos. As últimas observações referem-se a fevereiro de 2025 (estimativa provisória do Eurostat).

A maioria das medidas da inflação subjacente está em consonância com as expectativas de que a inflação se situe em torno do objetivo de médio prazo de 2% numa base sustentada (gráfico 9). Em janeiro de 2025 – o último mês em relação ao qual estão disponíveis dados – a maior parte dos valores do indicador variou entre 2,1% e 2,8%. A componente persistente e comum da inflação (*Persistent and Common Component of Inflation – PCCI*), que tende a ter um melhor desempenho enquanto elemento de previsão da inflação global futura, encontrava-se na parte inferior deste intervalo, ao passo que o indicador da mediana ponderada aumentou para 2,8%. A inflação medida pelo IHPCX excluindo rubricas relacionadas com viagens, vestuário e calçado (IHPCXX) manteve-se inalterada em 2,6%, enquanto o indicador *super-core*, que inclui rubricas do IHPC sensíveis ao ciclo económico, diminuiu para 2,7%. Embora o indicador da inflação interna tenha permanecido num nível persistentemente elevado, desceu para 4,0% em janeiro, face a 4,2% em dezembro de 2024. Foi a primeira vez que diminuiu desde outubro de 2024. A variação deveu-se principalmente a menores contributos dos preços dos restaurantes e cafés, bem como dos custos de seguros nos setores da saúde e dos transportes.

Gráfico 9 Indicadores da inflação subjacente

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

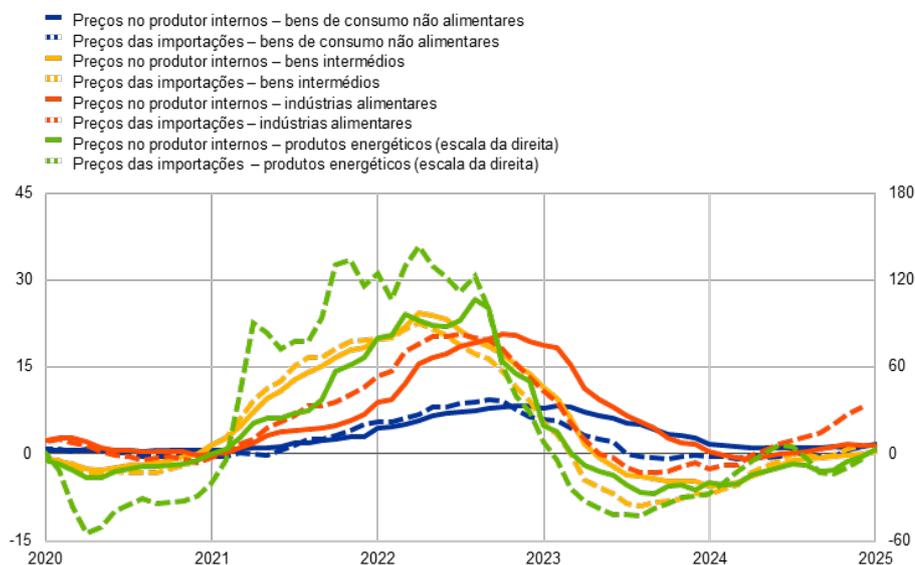
Notas: A linha tracejada a cinzento representa o objetivo de 2% do BCE no médio prazo. As últimas observações referem-se a fevereiro de 2025 (estimativa provisória do Eurostat) para o IHPCX, o IHPC excluindo produtos energéticos e o IHPC excluindo produtos alimentares não transformados e produtos energéticos e a janeiro de 2025 para os restantes indicadores.

A maioria dos indicadores de pressões acumuladas sobre os bens aumentou, mas a taxas ainda moderadas (gráfico 10).

Nas fases iniciais da cadeia de preços, a inflação dos preços no produtor dos produtos energéticos, que tinha sido negativa desde abril de 2023, tornou-se positiva, aumentando para 3,5% em janeiro de 2025, face a -1,6% em dezembro de 2024. A taxa de crescimento homóloga dos preços no produtor das vendas internas de bens intermédios também permaneceu negativa (para 0,5% em janeiro, em comparação com 0,0% em dezembro). Nas fases mais avançadas da cadeia de preços, a inflação dos preços no produtor internos dos bens de consumo não alimentares aumentou para 1,6% em janeiro, face a 1,2% em dezembro, ao passo que os preços no produtor na indústria transformadora de produtos alimentares diminuíram ligeiramente de 1,5% em dezembro para 1,4% em janeiro. Os dados mais recentes disponíveis para os preços das importações à data de fecho da informação referem-se a dezembro de 2024. Para os bens intermédios, a taxa de crescimento homóloga dos preços das importações tinha continuado a subir (para 1,5% em dezembro, face a 0,9% em novembro). Paralelamente, a inflação dos preços das importações na indústria transformadora de produtos alimentares aumentou para 8,2% em dezembro, possivelmente devido às taxas de crescimento de dois dígitos dos preços internacionais das matérias-primas alimentares. O crescimento da inflação dos preços das importações também reflete a depreciação do euro. Em termos gerais, os dados mais recentes sobre preços no produtor e preços das importações confirmam que o abrandamento gradual das pressões acumuladas sobre os bens de consumo se tem vindo a desvanecer, mas não resultou numa reaceleração notória.

Gráfico 10 Indicadores de pressões acumuladas

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

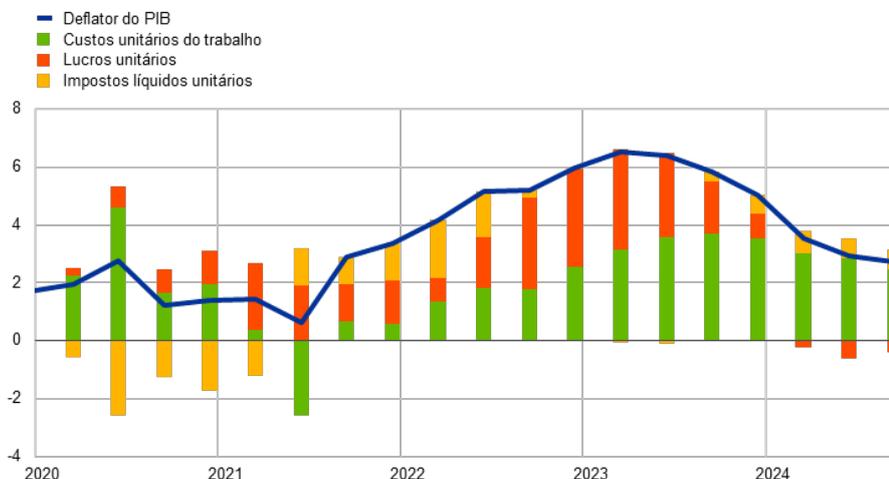
Nota: As últimas observações referem-se a janeiro de 2025 para os preços no produtor internos e dezembro de 2024 para os preços das importações.

As pressões internas sobre os custos, medidas pelo crescimento do deflator do PIB, voltaram a diminuir no terceiro trimestre de 2024, embora permanecendo globalmente elevadas (gráfico 11).

Os dados mais recentes das contas nacionais disponíveis para as pressões internas sobre os custos na área do euro continuam a referir-se ao terceiro trimestre de 2024. A taxa de crescimento homóloga do deflator do PIB diminuiu para 2,7%, face a 2,9% no trimestre anterior, refletindo um menor contributo dos salários e dos custos unitários do trabalho. O crescimento dos lucros unitários manteve-se em terreno negativo, indicando que continua a atenuar pressões ainda elevadas sobre os custos do trabalho. Os dados disponíveis das contas nacionais para a maior parte dos países da área do euro sugeriam que a moderação do crescimento dos custos do trabalho e a atenuação das pressões pelos lucros se mantiveram no quarto trimestre. Além disso, outros indicadores disponíveis para a área do euro no quarto trimestre, tais como o índice dos custos laborais e o indicador dos salários negociados, confirmam uma nova atenuação das pressões sobre os custos do trabalho. O crescimento da remuneração por hora e da componente salarial do índice dos custos laborais desceu para 4,1%, de acordo com a estimativa provisória do Eurostat, face a 4,4% no terceiro trimestre. O crescimento do indicador dos salários negociados situou-se em 4,1% no quarto trimestre, uma descida face a 5,4% no terceiro trimestre. Além disso, o instrumento de acompanhamento dos salários pelo BCE, que inclui dados sobre os acordos salariais negociados até meados de fevereiro, continua a apontar para um abrandamento das pressões sobre o crescimento dos salários no início deste ano. Em termos prospetivos, as projeções macroeconómicas de março de 2025 elaboradas por especialistas do BCE preveem que o crescimento da remuneração por trabalhador se situe, em média, em 3,4% em 2025 e continue a registar uma moderação até atingir 2,6% em 2027.

Gráfico 11 Desagregação do deflator do PIB

(taxas de variação homólogas (%); contributos em pontos percentuais)



Fontes: Eurostat e cálculos do BCE.

Notas: A remuneração por empregado contribui positivamente para variações nos custos unitários do trabalho e a produtividade do trabalho contribui negativamente. As últimas observações referem-se ao terceiro trimestre de 2024.

Os indicadores baseados em inquéritos das expectativas de inflação a mais longo prazo alteraram-se apenas ligeiramente, ao passo que as medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação a médio e a mais longo prazo aumentaram ligeiramente, situando-se, na sua maioria, em torno de 2% (gráfico 12). Tanto no inquérito a analistas profissionais conduzido pelo BCE para o primeiro trimestre de 2025 como no inquérito do BCE a analistas monetários de março de 2025, as expectativas médias e medianas de inflação a mais longo prazo mantiveram-se em 2%. As expectativas a mais curto prazo baseadas em inquéritos para 2025 também se situaram em torno de 2%, mas registaram pequenas variações consoante a integração dos últimos resultados de dados e movimentos dos preços das matérias-primas energéticas. As medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação a curto prazo, medidas pela taxa dos *swaps* indexados à inflação a prazo a 1 ano com uma antecedência de 1 ano, aumentaram recentemente, situando-se em torno de 1,8%. Numa análise a médio e a mais longo prazo, as medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação também aumentaram. Em particular, a taxa dos *swaps* indexados à inflação a prazo a 5 anos com uma antecedência de 5 anos situa-se em torno de 2,2%, tendo aumentado cerca de 20 pontos base desde a reunião do Conselho do BCE de dezembro, refletindo, em grande medida, movimentos após os planos de expansão orçamental recentemente anunciados na Europa. Este aumento é principalmente atribuído a prémios de risco de inflação mais elevados. Assim, as estimativas baseadas em modelos das verdadeiras expectativas de inflação, excluindo prémios de risco de inflação, indicam que os participantes no mercado continuam a esperar que a inflação se situe em torno de 2% a mais longo prazo. Do lado dos consumidores, as expectativas de inflação retomaram sobretudo o seu dinamismo descendente. De acordo com o inquérito do BCE sobre as expectativas dos consumidores (*Consumer Expectations Survey – CES*) de janeiro de 2025, as expectativas medianas para a inflação global nos próximos 12 meses diminuíram para 2,6%, face a 2,8% em

dezembro de 2024, enquanto as expectativas com uma antecedência de 3 anos se mantiveram inalteradas em 2,4%. A perceção mediana da inflação nos 12 meses anteriores diminuiu ligeiramente para 3,4% em janeiro.

Gráfico 12

Medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação e expectativas de inflação por parte dos consumidores

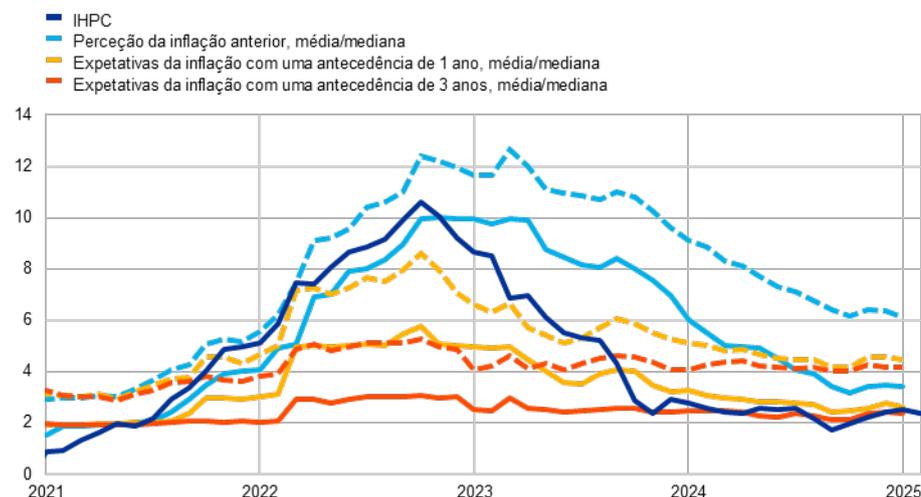
a) Medidas baseadas no mercado de compensação pela inflação

(taxas de variação homólogas (%))



b) Inflação global medida pelo IHPC e inquérito do BCE sobre as expectativas dos consumidores

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: LSEG, Eurostat, inquérito do BCE sobre as expectativas dos consumidores e cálculos do BCE.

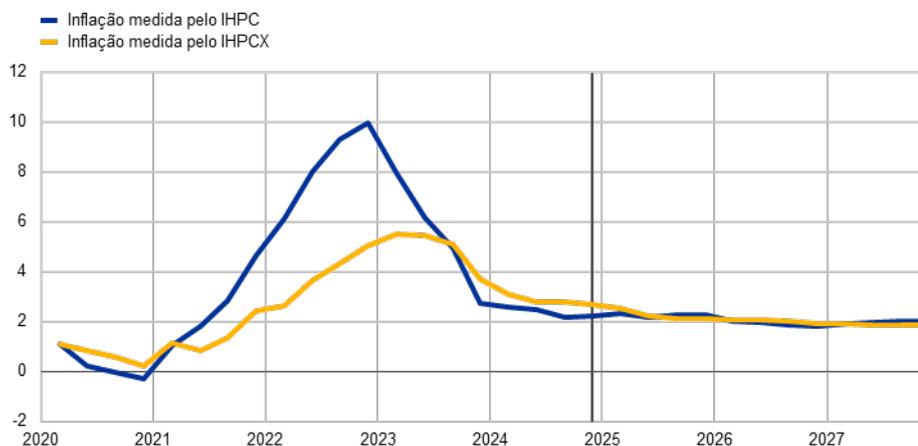
Notas: O painel a) mostra as taxas de *swap* indexados à inflação a prazo em diferentes horizontes para a área do euro. A linha vertical a cinzento indica o início do período em análise em 12 de dezembro de 2024. No painel b), as linhas a tracejado representam a taxa média e as linhas contínuas representam a taxa mediana. As últimas observações referem-se a 6 de março de 2025 para as taxas a prazo, a fevereiro de 2025 (estimativa provisória do Eurostat) para o IHPC e a janeiro de 2025 para as restantes medidas.

As projeções macroeconómicas de março de 2025 elaboradas por especialistas do BCE preveem que a inflação global se situe, em média, em 2,3% em 2025 e registe uma descida para 1,9% em 2026 e 2,0% em 2027 (gráfico 13). Projeta-se que a inflação global permaneça relativamente estável em

2025, devido sobretudo à inflação mais elevada dos produtos alimentares e a efeitos de base nos preços dos produtos energéticos, que compensam, em geral, uma inflação subjacente mais baixa. Espera-se que continue a abrandar gradualmente no início de 2026, à medida que os efeitos de base na inflação dos preços dos produtos energéticos se desvanecem. O aumento previsto da inflação global em 2027 reflete principalmente um impacto temporário em sentido ascendente da inflação dos preços dos produtos energéticos, devido às medidas orçamentais relacionadas com a transição climática, em especial a introdução do novo Sistema de Comércio de Licenças de Emissão (CELE 2). Em comparação com as projeções de dezembro de 2024, o crescimento real do PIB foi objeto de uma revisão em baixa de 0,2 pontos percentuais para 2025, permanece inalterado para 2026 e foi revisto em alta em 0,1 pontos percentuais para 2027. A revisão em alta para 2025 deve-se principalmente a surpresas em termos de dados em sentido ascendente quanto à inflação dos preços dos produtos energéticos e aos pressupostos relativos aos preços do petróleo e da eletricidade mais elevados. A inflação medida pelo IHPCX deverá diminuir de 2,8% em 2024 para 2,2% em 2025, 2,0% em 2026 e 1,9% em 2027, principalmente impulsionada por uma descida da inflação dos preços dos serviços. Em comparação com as projeções de dezembro de 2024, a inflação medida pelo IHPCX foi objeto de uma revisão em baixa de 0,1 pontos percentuais para 2025 e foi revista em alta em 0,1 pontos percentuais para 2026.

Gráfico 13
Inflação medida pelo IHPC e pelo IHPCX para a área do euro

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: Eurostat e Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – março de 2025. Notas: A linha vertical a cinzento indica o último trimestre antes do início do horizonte de projeção. As últimas observações referem-se ao quarto trimestre de 2024 (dados) e ao quarto trimestre de 2027 (projeções). As projeções macroeconómicas de março de 2025 para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE foram finalizadas em 19 de fevereiro de 2025 e a data de fecho para os pressupostos técnicos foi 6 de fevereiro de 2025. Tanto os dados históricos como os projetados para a inflação medida pelo IHPC e pelo IHPCX são de periodicidade trimestral.

Durante o período em análise, de 12 de dezembro de 2024 a 5 de março de 2025, a curva a prazo da taxa de curto prazo do euro isenta de risco (€STR) foi reavaliada em alta, com flutuações intermitentes significativas. Após a reunião de dezembro do Conselho do BCE, as taxas de juro de curto prazo aumentaram nas principais economias avançadas, num contexto de preocupações de que a desinflação nos Estados Unidos progredia de forma mais lenta do que o esperado. Após um pico em meados de janeiro, a curva da área do euro diminuiu, dado que os mercados previam a continuação da desinflação e perspectivas de crescimento mais fracas. Contudo, posteriormente recuperou no contexto dos planos de despesa em defesa e infraestruturas nos países europeus. No final do período em análise, a curva a prazo da área do euro incorporava cerca de 65 pontos base de cortes acumulados nas taxas de juro até ao final de 2025. A evolução dos mercados de obrigações soberanas da área do euro seguiu, de um modo geral, a das taxas isentas de risco, com um ligeiro alargamento dos diferenciais das taxas de rendibilidade em relação às taxas dos swaps indexados pelo prazo overnight. Não obstante as perspectivas macroeconómicas fracas e os anúncios de tarifas por parte do governo dos Estados Unidos, os preços das ações na área do euro foram sustentados por uma temporada de lucros robusta, tendo um melhor desempenho do que as congéneres dos Estados Unidos. Entretanto, nos mercados de obrigações empresariais da área do euro, os diferenciais estreitaram-se quer para emitentes com grau de qualidade de investimento quer para emitentes de obrigações de elevada rendibilidade. No mercado cambial, o euro registou uma apreciação em termos ponderados pelo comércio e de forma mais substancial face ao dólar dos Estados Unidos.

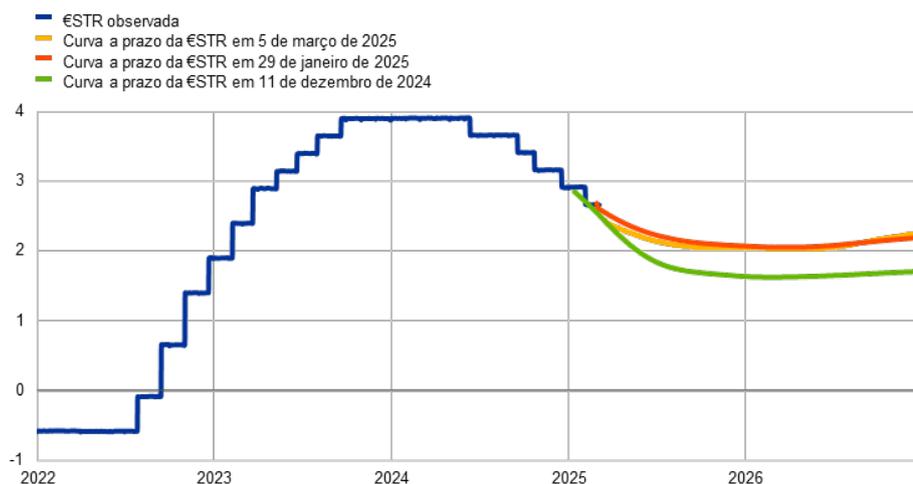
Desde a reunião de dezembro do Conselho do BCE, a curva a prazo dos swaps indexados pelo prazo *overnight* foi reavaliada em alta, com flutuações intermitentes significativas (gráfico 14). A taxa de juro de referência €STR

situou-se, em média, em 2,8% no período em análise, após as decisões do Conselho do BCE, amplamente esperadas, de baixar as taxas de juro diretoras do BCE em 25 pontos base, tanto nas suas reuniões de dezembro como de janeiro. A liquidez excedentária diminuiu aproximadamente 75 mil milhões de euros para 2826 mil milhões de euros. Tal refletiu sobretudo o reembolso, em dezembro, de fundos obtidos ao abrigo da terceira série de operações de refinanciamento de prazo alargado direcionadas e a redução das carteiras de títulos detidos para fins de política monetária, dado que o Eurosistema deixou de reinvestir os pagamentos de capital de títulos vencidos. Os prazos curtos da curva a prazo dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* que têm por base a €STR foram reavaliados em alta durante o período em análise, apontando para uma trajetória mais elevada para as taxas diretoras, com flutuações intermitentes significativas. Após a reunião de dezembro do Conselho do BCE, as taxas de juro de curto prazo aumentaram nas principais economias avançadas, num contexto de preocupações de que a desinflação nos Estados Unidos progredia de forma mais lenta do que o esperado. Após um pico em meados de janeiro, a curva da área do euro diminuiu, dado que os participantes no mercado previam uma continuação da desinflação interna e um enfraquecimento das perspectivas de crescimento, sendo este último devido em parte à maior incerteza quanto ao comércio. Contudo, no período que antecedeu a

reunião de março do Conselho do BCE, a curva da área do euro recuperou no contexto dos planos de despesa em defesa e infraestruturas nos países europeus. No final do período em análise, a curva a prazo incorporava totalmente um corte da taxa de 25 pontos base na reunião de março do Conselho do BCE e de cerca de 65 pontos base de cortes cumulativos até ao final de 2025.

Gráfico 14 Taxas implícitas nos contratos a prazo da €STR

(percentagens por ano)



Fontes: Bloomberg e cálculos do BCE.

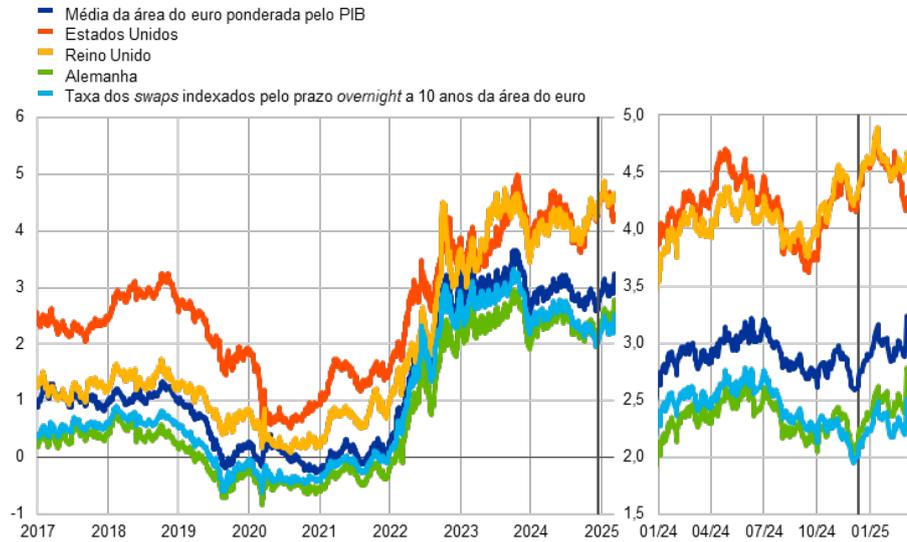
Nota: A curva a prazo é calculada utilizando as taxas dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* com base na €STR.

As taxas de longo prazo da área do euro isentas de risco flutuaram ao longo do período em análise e aumentaram em geral (gráfico 15). No final do período em análise, a taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos da área do euro tinha aumentado cerca de 45 pontos base para aproximadamente 2,5%, não obstante flutuações significativas ao longo do período. Esta taxa aumentou cerca de 40 pontos base entre o início do período em análise e meados de janeiro, devido a fortes pressões ascendentes originárias dos Estados Unidos. Porém, diminuiu posteriormente, à medida que os participantes no mercado recentravam a atenção nas perspetivas para a inflação e a economia real da área do euro. Por último, no final do período em análise, uma intensificação dos planos de despesa orçamental na Europa conduziu a um aumento das taxas de longo prazo isentas de risco em cerca de 25 pontos base. Nos Estados Unidos, as taxas de longo prazo isentas de risco aumentaram inicialmente aproximadamente 45 pontos base, atingindo um pico em meados de janeiro, antes de diminuir a partir de meados de fevereiro. Este recuo, que foi recentemente cimentado por sinais de que o crescimento económico nos Estados Unidos poderá estar a abrandar, reduziu as taxas nos Estados Unidos para cerca de 4,3%, ou seja, ligeiramente abaixo dos seus níveis no início do período em análise. Consequentemente, o diferencial entre as taxas isentas de risco a 10 anos na área do euro e nos Estados Unidos diminuiu 49 pontos base. A taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos do Reino Unido aumentou 31 pontos base, situando-se em torno de 4,7% no fim do período em análise.

Gráfico 15

Taxas de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos e taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos com base na €STR

(percentagens por ano)



Fontes: LSEG e cálculos do BCE.

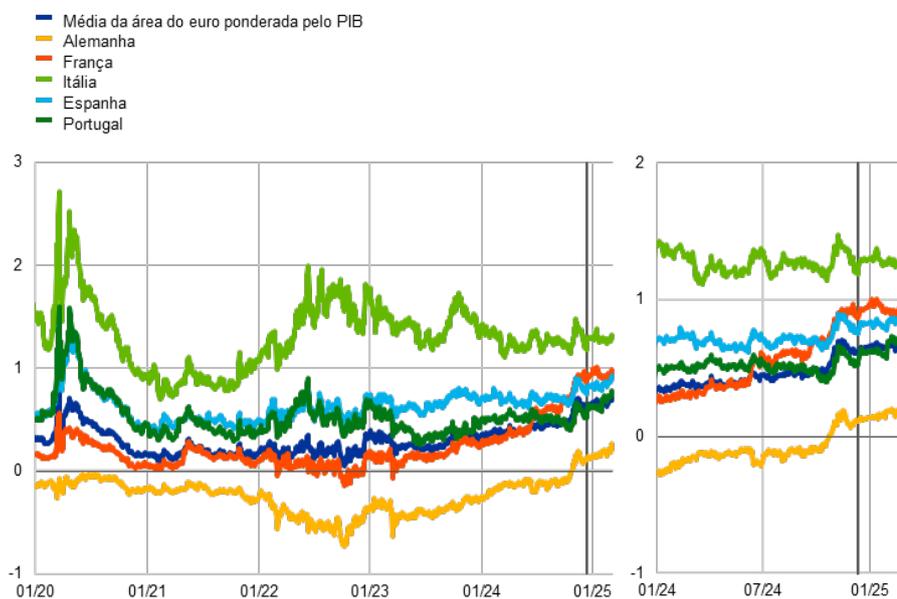
Notas: As linhas verticais a cinzento denotam o início do período em análise em 12 de dezembro de 2024. As últimas observações referem-se a 5 de março de 2025.

As taxas de rendibilidade das obrigações soberanas de longo prazo da área do euro acompanharam, em geral, os movimentos nas taxas isentas de risco, com o alargamento de alguns diferenciais das taxas de rendibilidade (gráfico 16). A taxa de rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos da área do euro ponderada pelo PIB terminou o período em análise em torno de 3,2%, aproximadamente 55 pontos base acima do nível registado no início do período. Esta subida levou a um alargamento de cerca de 10 pontos base do diferencial face à taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* que têm por base a €STR. As taxas de rendibilidade das obrigações soberanas francesas tiveram um desempenho semelhante ao da taxa de rendibilidade das obrigações soberanas da área do euro ponderada pelo PIB, apesar da perceção recente de uma melhoria da situação política do país na sequência da aprovação pelo Parlamento francês do orçamento para 2025. O diferencial das obrigações soberanas alemãs aumentou 16 pontos base, permanecendo firmemente em terreno positivo. Os diferenciais das obrigações soberanas também se alargaram noutros países da área do euro, tendo os diferenciais das obrigações soberanas espanholas e portuguesas aumentado 16 e 24 pontos base, respetivamente.

Gráfico 16

Diferenciais das obrigações soberanas a 10 anos da área do euro face à taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a 10 anos com base na €STR

(pontos percentuais)



Fontes: LSEG e cálculos do BCE.

Notas: As linhas verticais a cinzento denotam o início do período em análise em 12 de dezembro de 2024. As últimas observações referem-se a 5 de março de 2025.

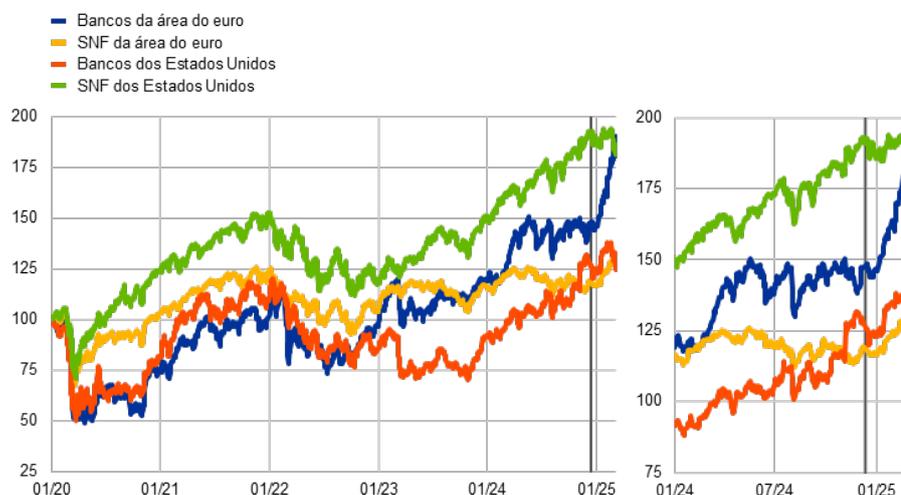
Os preços das ações da área do euro fortaleceram-se, impulsionados por uma temporada de lucros robusta, não obstante as perspetivas macroeconómicas fracas e o aumento da incerteza no comércio (gráfico 17).

No período em análise, os preços das ações na área do euro registaram uma subida global de 10,1%. Os preços das ações dos bancos apresentaram um melhor desempenho do que os das sociedades não financeiras (SNF), com aumentos de 28,8% e 7,5%, respetivamente. Os preços das ações da área do euro foram apoiados por uma temporada de lucros robusta em curso e por planos recentemente anunciados para a expansão do orçamento fiscal na Europa. As empresas dos setores financeiro e industrial reportaram lucros particularmente fortes face às expectativas e, conseqüentemente, registaram alguns dos maiores ganhos nos preços das ações. Nos Estados Unidos, o índice alargado dos preços das ações caiu 3,8%, no contexto de preocupações recentes em torno das perspetivas económicas para os Estados Unidos e de uma queda das cotações bolsistas no setor das tecnologias de informação, em resultado da perceção de progressos consideráveis em termos de inteligência artificial na China. Designadamente, os preços das ações das SNF nos Estados Unidos diminuíram 4,4%, enquanto os preços das ações dos bancos desceram 1,2%.

Gráfico 17

Índices de cotações de ações da área do euro e dos Estados Unidos

(índice: 1 de janeiro de 2020 = 100)



Fontes: LSEG e cálculos do BCE.

Notas: As linhas verticais a cinzento denotam o início do período em análise em 12 de dezembro de 2024. As últimas observações referem-se a 5 de março de 2025.

Os diferenciais das obrigações de empresas reduziram-se no caso das empresas com obrigações de elevada rentabilidade e com grau de qualidade de investimento, na sequência de movimentos nos mercados bolsistas.

A temporada de lucros robusta também se refletiu nos diferenciais das obrigações de empresas, que diminuíram quer nos segmentos com notação de investimento quer nos segmentos de elevada rentabilidade, no contexto de alguma volatilidade. Os diferenciais das obrigações de empresas com grau de qualidade de investimento diminuíram cerca de 15 pontos base, tendo os diferenciais das obrigações emitidas por sociedades financeiras diminuído menos do que os diferenciais das obrigações das SNF. Verificou-se um aumento mais pronunciado da restritividade, de cerca de 30 pontos base, no segmento de elevada rentabilidade, refletindo reduções nos diferenciais das obrigações das sociedades não financeiras e financeiras de cerca de 35 e 20 pontos base, respetivamente.

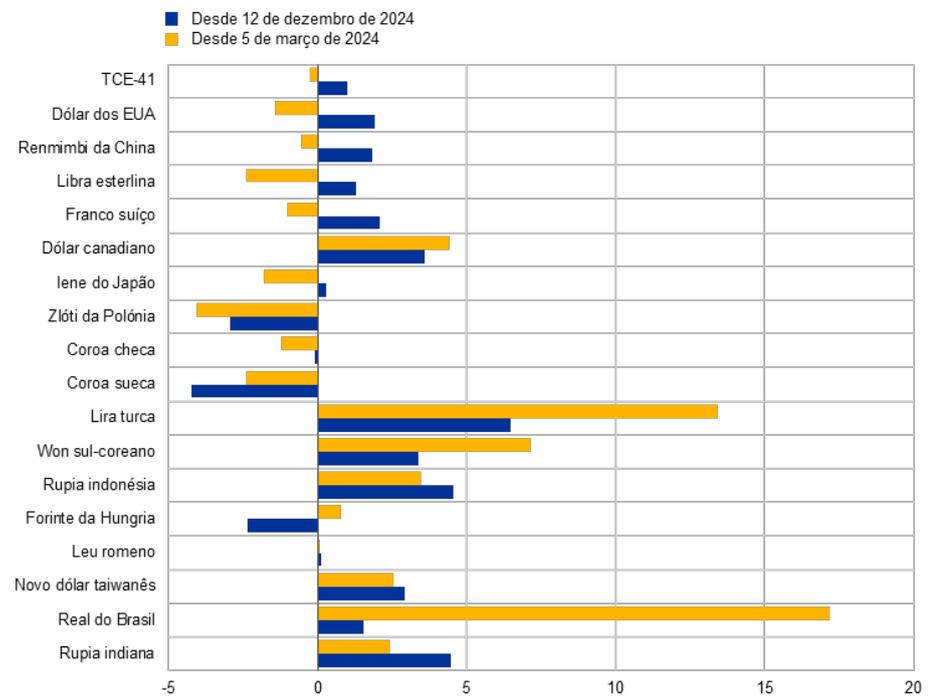
Nos mercados cambiais, o euro registou uma apreciação em termos ponderados pelo comércio e fortaleceu-se mais substancialmente face ao dólar dos Estados Unidos (gráfico 18).

Durante o período em análise, a taxa de câmbio efetiva nominal do euro – medida face às moedas de 41 dos principais parceiros comerciais da área do euro – fortaleceu-se em 1%. O euro registou uma apreciação significativa de 1,9% face ao dólar dos Estados Unidos, após atualizações relacionadas com a orientação orçamental da Europa na parte final do período em análise. O euro foi também apoiado – embora de forma mais modesta – por um aumento global da apetência mundial pelo risco, apesar de anúncios de tarifas e de algumas preocupações quanto às perspetivas macroeconómicas nos Estados Unidos, o que se refletiu numa redução do diferencial de taxa de juro entre os Estados Unidos e a área do euro. A apreciação do euro foi bastante generalizada entre moedas, não obstante flutuações significativas. Entre os maiores parceiros comerciais da área do euro, o euro apreciou-se face à libra esterlina, à rupia indiana

e à lira turca (1,3%, 4,5% e 6,5%, respetivamente). O euro depreciou-se face ao zlóti da Polónia (2,9%), refletindo as expetativas dos participantes no mercado de uma orientação relativamente mais restritiva da política monetária na Polónia, e face à coroa sueca (4,2%), em parte devido à redução dos diferenciais de taxa de juro esperados. O euro manteve-se globalmente estável face ao iene do Japão (+0,3%), uma vez que o impacto da orientação mais restritiva da política monetária do Banco do Japão durante o período em análise foi compensado pelo aumento das taxas de rendibilidade das obrigações na área do euro.

Gráfico 18
Variações da taxa de câmbio do euro face a moedas selecionadas

(variações em percentagem)



Fonte: Cálculos do BCE.

Notas: A TCE-41 é a taxa de câmbio efetiva nominal do euro face às moedas de 41 dos principais parceiros comerciais da área do euro. Uma variação positiva (negativa) corresponde a uma apreciação (depreciação) do euro. Todas as variações são calculadas utilizando as taxas de câmbio prevaletentes em 12 de dezembro de 2024.

5 Condições de financiamento e evolução do crédito

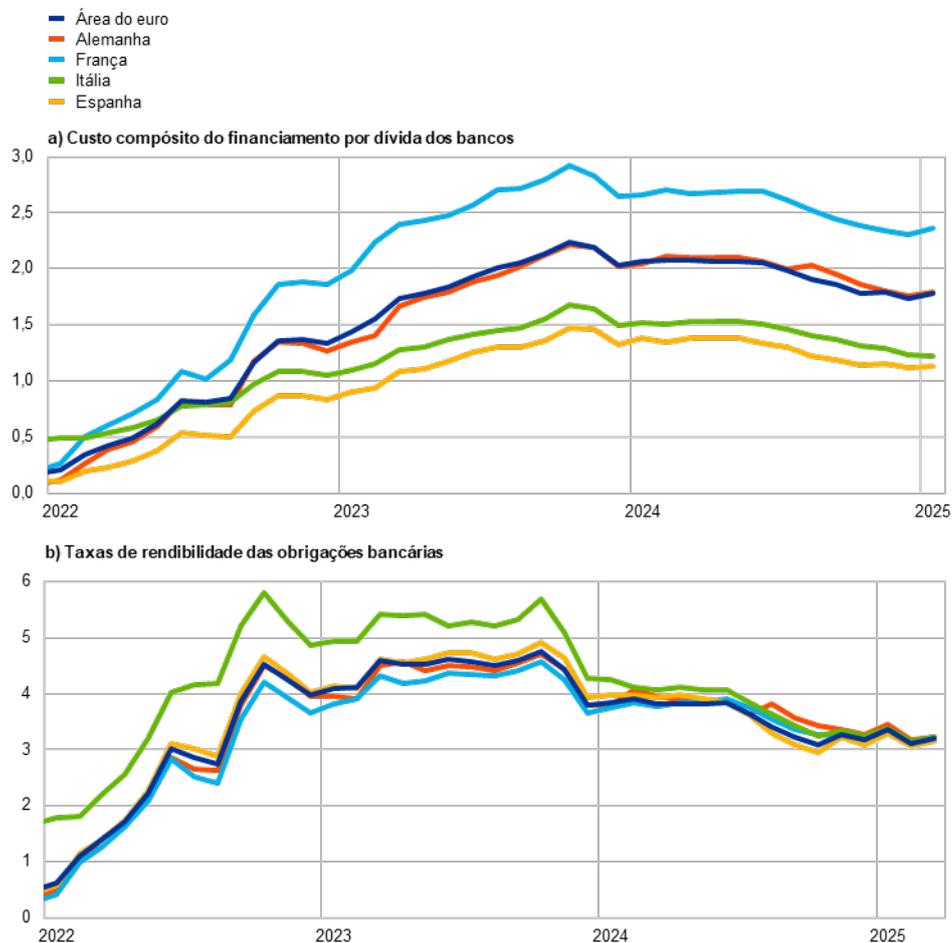
Os cortes das taxas diretoras do BCE estão gradualmente a tornar o crédito menos oneroso para as empresas e as famílias e o crescimento dos empréstimos está a recuperar. Ao mesmo tempo, um fator adverso à redução da restritividade das condições de financiamento advém dos passados aumentos das taxas de juro que ainda estão a ser transmitidos ao stock de crédito, sendo que a concessão de crédito permanece fraca em geral. Em janeiro de 2025, os custos de financiamento dos bancos mantiveram-se praticamente inalterados em níveis elevados, enquanto as taxas ativas bancárias prosseguiram a sua descida gradual dos máximos antes registados. As taxas de juro médias aplicadas no novo crédito às empresas e à habitação caíram em janeiro para, respetivamente, 4,2% e 3,3%. O crescimento dos empréstimos às empresas e às famílias aumentou em janeiro, mas permaneceu fraco e bastante inferior à sua média histórica, refletindo uma procura ainda fraca e critérios de concessão de crédito restritivos. No período de 12 de dezembro de 2024 a 5 de março de 2025, o custo para as empresas do financiamento por ações e por dívida baseada no mercado subiu, devido à taxa de juro de longo prazo isenta de risco mais elevada. A taxa de crescimento homóloga do agregado monetário largo (M3) registou um ligeiro fortalecimento, situando-se em 3,6% em janeiro.

Os custos de financiamento dos bancos da área do euro permaneceram praticamente inalterados em janeiro de 2025, não obstante os anteriores cortes das taxas diretoras. A variação do custo composto do financiamento por dívida dos bancos da área do euro foi relativamente pequena em janeiro (gráfico 19, painel a). A pressão em sentido ascendente sobre os custos de financiamento dos bancos resultou sobretudo das taxas de rendibilidade mais elevadas das obrigações bancárias (gráfico 19, painel b), impulsionadas por deslocações da taxa de juro de longo prazo isenta de risco, como indicado pelos dados disponíveis até 5 de março. As taxas de juro médias dos depósitos permaneceram relativamente estáveis, situando-se a taxa de depósitos composta em 1,2% em janeiro. Enquanto as taxas de juro dos depósitos a prazo das empresas e das famílias continuaram a descer, as taxas dos depósitos *overnight* e dos depósitos com pré-aviso mantiveram-se globalmente inalteradas.

Gráfico 19

Custos compósitos do financiamento bancário em países da área do euro selecionados

(percentagens homólogas)



Fontes: BCE, S&P Dow Jones Indices LLC e/ou suas associadas e cálculos do BCE.

Notas: Os custos compósitos do financiamento bancário são uma média ponderada do custo compósito dos depósitos e do financiamento por dívida baseada no mercado sem garantia. O custo compósito dos depósitos é calculado como uma média das taxas de novas operações aplicadas aos depósitos pelo prazo *overnight*, depósitos com prazo acordado e depósitos reembolsáveis com pré-aviso, ponderados pelos respetivos saldos. As taxas de rendibilidade das obrigações bancárias são médias mensais de obrigações de tranches prioritárias. As últimas observações referem-se a janeiro de 2025 para o custo compósito do financiamento por dívida dos bancos (painel a) e a 5 de março de 2025 para as taxas de rendibilidade das obrigações bancárias (painel b).

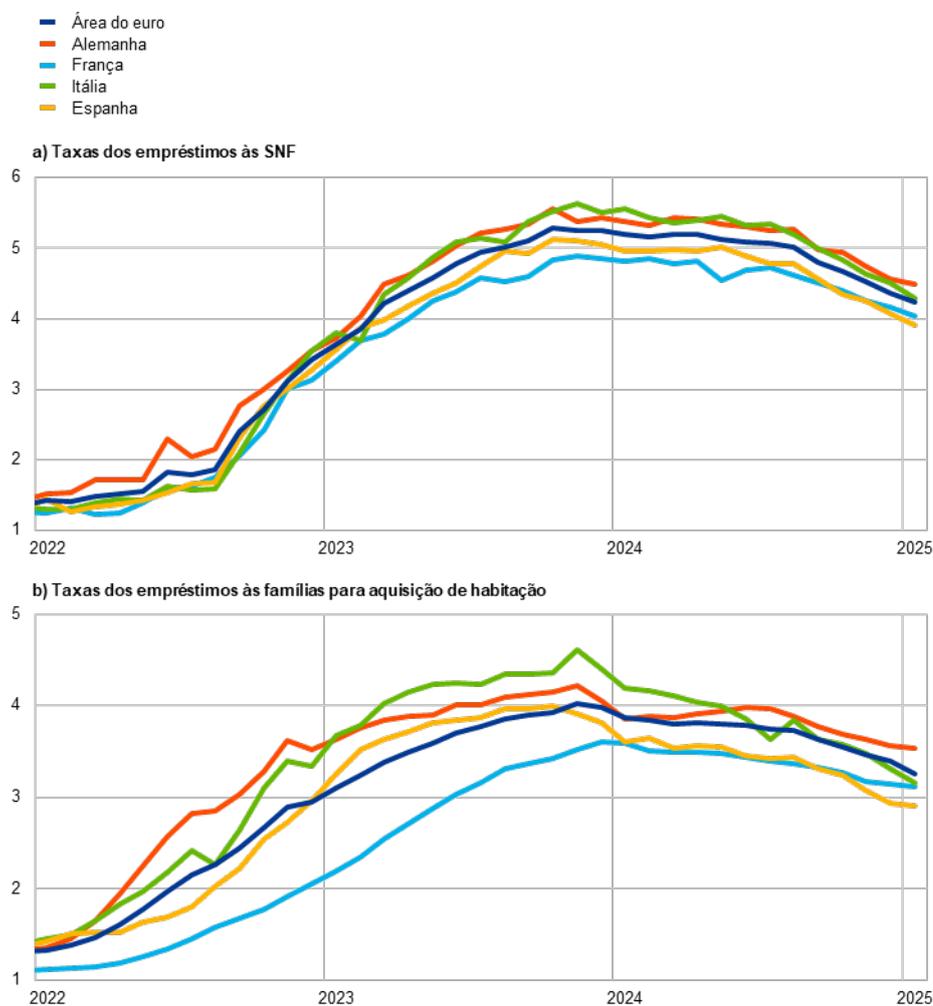
As taxas ativas bancárias aplicadas a empréstimos às empresas e às famílias continuaram a descer. As taxas ativas aplicadas a empréstimos às empresas e às famílias têm vindo a descer desde o verão de 2024, refletindo as taxas de juro diretoras mais baixas (gráfico 20). Em janeiro de 2025, as taxas ativas aplicadas a novos empréstimos às sociedades não financeiras (SNF) registaram uma queda de 12 pontos base, situando-se em 4,24%, ou seja, cerca de 1 ponto percentual abaixo do máximo registado em outubro de 2023 (gráfico 20, painel a). Esta queda foi generalizada nos países de maior dimensão da área do euro e concentrou-se nos empréstimos com prazos até cinco anos. Em contraste, as taxas dos empréstimos com prazos superiores a cinco anos aumentaram 11 pontos base, refletindo a subida das taxas de juro de mais longo prazo isentas de risco. Para as empresas, o custo da emissão de dívida baseada no mercado subiu para 3,7% em janeiro,

0,2 pontos percentuais acima do registado em dezembro. O diferencial entre as taxas de juro dos empréstimos a pequenas e a grandes empresas diminuiu em janeiro para 0,31 pontos percentuais, situando-se próximo do seu mínimo histórico, num contexto de heterogeneidade entre os países. As taxas ativas aplicadas a novos empréstimos às famílias para aquisição de habitação desceram 14 pontos base, situando-se em 3,25% em novembro, ou seja, cerca de 80 pontos base abaixo do máximo registado em novembro de 2023 (gráfico 20, painel b), com variações entre os países. A descida deveu-se apenas às taxas mais baixas dos empréstimos renegociados, tendo as taxas dos novos empréstimos excluindo renegociações permanecido globalmente inalteradas.

Gráfico 20

Taxas bancárias compósitas dos empréstimos às empresas e às famílias em países da área do euro selecionados

(percentagens homólogas)



Fontes: BCE e cálculos do BCE.

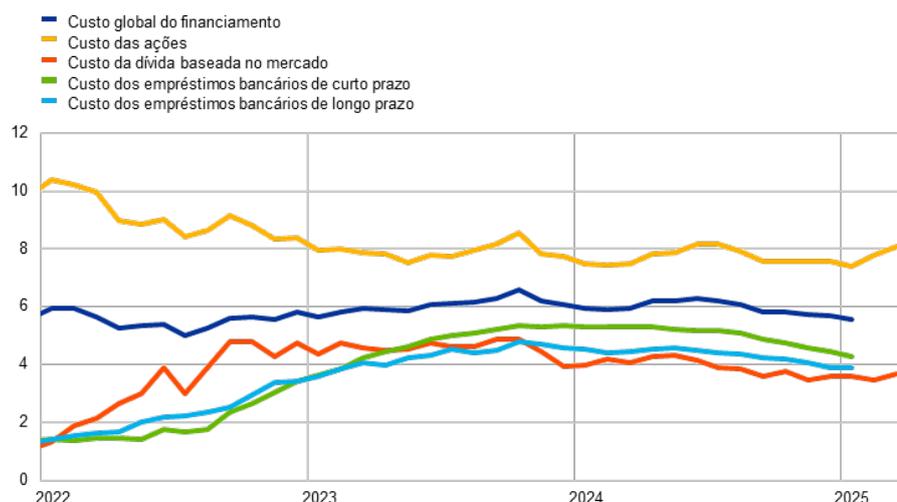
Notas: "SNF" corresponde a sociedades não financeiras. As taxas bancárias compósitas dos empréstimos são calculadas através da agregação das taxas de curto e de longo prazo utilizando uma média móvel de 24 meses dos volumes de novas operações. As últimas observações referem-se a janeiro de 2025.

No período de 12 de dezembro de 2024 a 5 de março de 2025, o custo para as empresas do financiamento por ações e por dívida baseada no mercado subiu.

Com base nos dados mensais disponíveis até janeiro de 2025, o custo global do financiamento das SNF – ou seja, o custo compósito dos empréstimos bancários, da dívida baseada no mercado e das ações – desceu em janeiro em comparação com o mês precedente, situando-se em 5,6% e abaixo do máximo plurianual atingido em outubro de 2023 (gráfico 21)¹³. Os dados diários que abrangem o período de 12 de dezembro de 2024 a 5 de março de 2025 indicam que o custo do financiamento por dívida baseada no mercado subiu, impulsionado por uma deslocação em sentido ascendente da curva dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* com maturidades de médio e longo prazo, que foi apenas parcialmente contrabalançada por uma compressão dos diferenciais das obrigações de empresas associada a uma época de lucros sólida (ver a secção 4), a qual foi maior no segmento de elevada rentabilidade. O custo do financiamento por ações aumentou em resultado do fortalecimento do prémio de risco das ações e – mais especificamente – da mais elevada taxa de longo prazo isenta de risco, aproximada pela taxa dos *swaps* indexados pelo prazo *overnight* a dez anos.

Gráfico 21
Custo nominal do financiamento externo às empresas da área do euro, desagregado por componente

(percentagens homólogas)



Fontes: BCE, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg, LSEG e cálculos do BCE.

Notas: O custo global do financiamento para as SNF baseia-se em dados mensais e é calculado como uma média ponderada do custo do financiamento bancário de longo e de curto prazo (dados médios mensais), do financiamento por dívida baseada no mercado e do financiamento por ações (dados em fim de mês), com base nos respetivos saldos. As últimas observações dizem respeito a 5 de março de 2025 para o custo da dívida baseada no mercado e para o custo das ações (dados diários) e a janeiro de 2025 para o custo global do financiamento e para o custo do financiamento bancário (dados mensais).

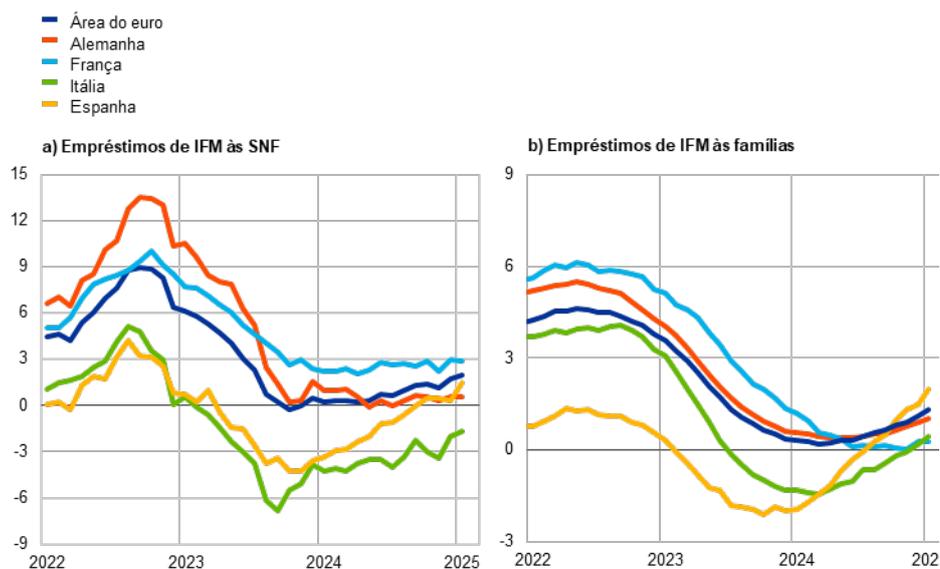
O crescimento dos empréstimos às empresas e às famílias aumentou em janeiro, mas permaneceu fraco e bastante inferior à sua média histórica, refletindo uma procura ainda fraca e critérios de concessão de crédito restritivos. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos bancários às empresas subiu de 1,7% em dezembro de 2024 para 2,0% em janeiro de 2025, perante fluxos mensais voláteis, situando-se, contudo, muito abaixo da sua média histórica de 4,8% (gráfico 22, painel a). O aumento ocorreu apesar de um fluxo

¹³ Devido a desfazamentos na disponibilização de dados para o custo dos empréstimos bancários, só estão disponíveis dados relativos ao custo global do financiamento das SNF até janeiro de 2025.

mensal relativamente fraco em janeiro e deveu-se sobretudo a efeitos de base, visto que o fluxo negativo de janeiro de 2024 deixou de ser incluído no valor homólogo. O crescimento dos títulos de dívida emitidos por empresas aumentou para 3,4% em termos homólogos. A taxa de crescimento homóloga dos empréstimos às famílias prosseguiu uma recuperação constante. Subiu ligeiramente para 1,3% em janeiro, face a 1,1% em dezembro, embora tenha permanecido muito abaixo da sua média histórica de 4,1% (gráfico 22, painel b). As hipotecas ainda foram a principal força impulsionadora subjacente a esta tendência ascendente, se bem que o crédito ao consumo tenha continuado a ganhar força, com o seu crescimento homólogo a subir para 4,0% em janeiro. Em contraste, os outros empréstimos às famílias, incluindo empréstimos a empresários em nome individual, foram novamente fracos. Em janeiro, o inquérito do BCE sobre as expectativas dos consumidores ([Consumer Expectations Survey](#)) revelou que a percentagem de famílias com a perceção de que o acesso a crédito foi mais restritivo ainda ultrapassa a percentagem das famílias com a perceção de que o acesso a crédito foi mais fácil.

Gráfico 22
Empréstimos das IFM em países da área do euro selecionados

(taxas de variação homólogas (%))



Fontes: BCE e cálculos do BCE.

Notas: Os empréstimos das instituições financeiras monetárias (IFM) são corrigidos de vendas e titularização. No caso das SNF, os empréstimos são também corrigidos de fluxos de caixa notionais (*notional cash pooling*). As últimas observações referem-se a janeiro de 2025.

O crescimento do agregado monetário largo (M3) manteve-se relativamente estável em janeiro, apoiado pelas aquisições bancárias de títulos de dívida pública, ao passo que as entradas externas líquidas continuaram a enfraquecer. O crescimento homólogo do M3 situou-se em 3,6% em janeiro de 2025, face a 3,4% em dezembro de 2024, mas abaixo do valor de 3,8% registado em novembro (gráfico 23). O crescimento homólogo do agregado monetário estreito (M1) – composto pelos ativos mais líquidos do M3 – aumentou para 2,7% em janeiro, o que compara com 1,8% em dezembro. O aumento foi impulsionado pela subida acentuada da taxa de crescimento homóloga dos depósitos *overnight*, que

subiu para 2,9% em janeiro, face a 1,8% em dezembro, refletindo a maior preferência dos investidores por liquidez. Continuou a verificar-se uma deslocação na composição da criação de moeda. Embora o contributo dos fluxos externos líquidos tenha continuado a enfraquecer, as aquisições líquidas de títulos de dívida pública por parte dos bancos recuperaram em janeiro e o contributo dos empréstimos às empresas e às famílias ganhou peso, apesar de permanecer fraco. Simultaneamente, a contração em curso do balanço do Eurosistema e o aumento da emissão de obrigações bancárias de longo prazo (não incluídas no M3) continuaram a dar um contributo negativo para o crescimento do M3.

Gráfico 23
M3, M1 e depósitos *overnight*

(taxas de variação homólogas (%), corrigidas de efeitos de sazonalidade e de calendário)



Fonte: BCE.
Nota: As últimas observações referem-se a janeiro de 2025.

6 Evolução orçamental

De acordo com as projeções macroeconómicas de março de 2025 elaboradas por especialistas do BCE, o défice orçamental das administrações públicas na área do euro terá diminuído para 3,2% do PIB em 2024 e deverá manter-se globalmente inalterado até ao final do horizonte de projeção em 2027. Estima-se que a restritividade da orientação orçamental na área do euro tenha aumentado significativamente em 2024 e espera-se também que registe um aumento, embora menor, em 2025, devido sobretudo a subidas dos impostos. Enquanto se projeta que a orientação orçamental seja neutra em 2026, é esperado um aumento relativamente forte da restritividade em 2027, quando cessar o programa “Next Generation EU” (NGEU). Projeta-se que o rácio da dívida em relação ao PIB na área do euro aumente lentamente, partindo de um nível já elevado, e atinja quase 90% em 2027. Os governos devem assegurar a sustentabilidade das finanças públicas, em consonância com o quadro de governação económica da UE, e priorizar reformas estruturais favoráveis ao crescimento e investimento estratégico essenciais. Em 4 de março de 2025, a Comissão Europeia anunciou o plano “Rearmar a Europa” (“ReArm Europe Plan”), onde é definido um conjunto de propostas para utilizar as alavancas financeiras disponíveis para ajudar os Estados-Membros da UE a aumentar rápida e substancialmente a despesa com capacidades de defesa¹⁴. O plano inclui também fazer uso da flexibilidade do quadro de governação económica revisto, permitindo aos Estados-Membros agir com celeridade, como necessário na situação atual¹⁵.

Segundo as projeções macroeconómicas de março de 2025 elaboradas por especialistas do BCE, o défice orçamental das administrações públicas na área do euro deverá permanecer inalterado em 3,2% do PIB em 2025 e manter-se praticamente igual até 2027 (gráfico 24)¹⁶. Estima-se que o défice orçamental da área do euro tenha diminuído de 3,6% em 2023 para 3,2% do PIB em 2024, em resultado da combinação de fatores não discricionários consideráveis e da cessação da maior parte das medidas de apoio anteriormente vigentes destinadas a mitigar os efeitos da subida dos preços dos produtos energéticos e da inflação. O défice deverá permanecer inalterado em 3,2% em 2025 e manter-se praticamente igual nos dois anos seguintes, situando-se em 3,3% tanto em 2026 como em 2027. As perspetivas relativamente estáveis refletem uma melhoria lenta dos saldos primários corrigidos do ciclo, a qual é, em geral, compensada por um aumento gradual dos gastos com juros. Este aumento espelha a transmissão dos passados aumentos das taxas de juro, embora esta prossiga a um ritmo lento em virtude dos prazos residuais longos da dívida pública por liquidar. Em comparação com as projeções macroeconómicas de dezembro de 2024 elaboradas por especialistas do

¹⁴ Ver a [declaração da presidente Ursula von der Leyen sobre o “pacote de defesa”](#), Comissão Europeia, Bruxelas, 4 de março de 2025.

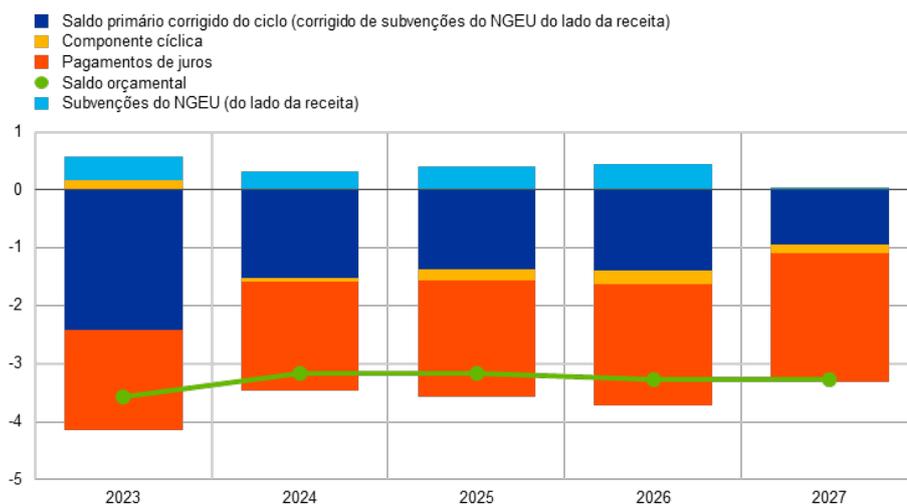
¹⁵ Após a reunião do Conselho do BCE de 6 de março de 2025, os legisladores alemães adotaram alterações ao travão constitucional ao endividamento em 18 de março de 2025, em particular para permitir um aumento das despesas com a defesa. Aprovaram igualmente a criação de um fundo especial para investimentos adicionais até 500 mil milhões de euros em infraestruturas e projetos relacionados com o clima.

¹⁶ Ver as [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – março de 2025](#).

Eurosistema, o saldo orçamental foi objeto de uma revisão em baixa muito ligeira para 2025 e, mais substancial, no que toca ao final do horizonte de projeção (0,4 pontos percentuais em 2027). Estas revisões refletem sobretudo uma deterioração das perspetivas macroeconómicas, mas também alguma redução da restritividade orçamental das medidas orçamentais discricionárias.

Gráfico 24 Saldo orçamental e respetivas componentes

(em percentagem do PIB)



Fontes: Cálculos do BCE e [Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – março de 2025](#).

Nota: Os dados referem-se ao setor das administrações públicas agregado dos 20 países da área do euro.

A restritividade da orientação orçamental na área do euro aumentou de forma significativa em 2024, devendo também aumentar ligeiramente em 2025 e novamente de forma mais significativa em 2027¹⁷. A variação anual estimada do saldo primário corrigido do ciclo, corrigida de subvenções concedidas aos países ao abrigo do NGEU, revela um aumento substancial da restritividade (0,9 pontos percentuais do PIB) das políticas orçamentais na área do euro em 2024. Este reflete principalmente a descontinuação progressiva de uma grande parte das medidas públicas de apoio relacionadas com os preços dos produtos energéticos e a inflação, bem como fatores não discricionários consideráveis que refletem a forte evolução das receitas em alguns países. A restritividade deverá aumentar 0,2 pontos percentuais em 2025, sobretudo devido a impostos mais elevados, o que será parcialmente compensado por um contributo negativo de fatores não discricionários. Não obstante se espere que permaneça, em geral, neutra em 2026, a orientação orçamental deverá registar um aumento significativo da restritividade – de 0,5 pontos percentuais do PIB – em 2027, o ano em que cessa o programa do

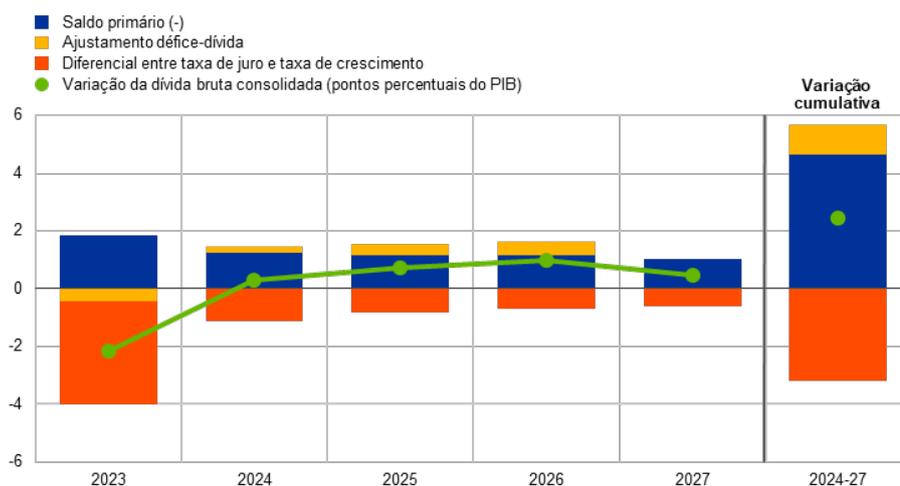
¹⁷ A orientação orçamental reflete a direção e a magnitude do estímulo das políticas orçamentais proporcionado à economia, para além da reação automática das finanças públicas ao ciclo económico. É mensurada aqui como a variação do rácio do saldo primário corrigido do ciclo líquido do apoio estatal ao setor financeiro. Como as receitas orçamentais mais elevadas relacionadas com as subvenções ao abrigo do NGEU provenientes do orçamento da UE não têm um impacto contracionista na procura, o saldo primário corrigido do ciclo é corrigido de modo a excluir essas receitas. Para mais pormenores sobre a orientação orçamental da área do euro, ver o artigo intitulado [The euro area fiscal stance](#), *Boletim Económico*, Número 4, BCE, 2016.

NGEU. Consequentemente, o aumento cumulativo da restritividade da orientação orçamental no horizonte de projeção de 2024 a 2027 ascende a 1,6 pontos percentuais do PIB.

Projeta-se que, na área do euro, o rácio da dívida em relação ao PIB aumente lentamente ao longo do horizonte de projeção, partindo de um nível já elevado (gráfico 25). O rácio da dívida aumentou de forma significativa durante a pandemia, atingindo cerca de 97% em 2020, diminuindo depois gradualmente a partir de 2021. Contudo, de acordo com as projeções de março de 2025, essa melhoria inverteu-se e o rácio da dívida deverá registar um aumento gradual, passando de cerca de 87% do PIB em 2023 para cerca de 90% do PIB em 2027. O aumento ao longo do horizonte de projeção é impulsionado pela manutenção de défices primários e pelos ajustamentos défice-dívida positivos esperados, que são apenas parcialmente compensados por diferenciais favoráveis (negativos) entre taxa de juro e taxa de crescimento.

Gráfico 25
Fatores impulsionadores da variação da dívida pública da área do euro

(em percentagem do PIB, salvo indicação em contrário)



Fontes: Cálculos do BCE e Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE – março de 2025.

Nota: Os dados referem-se ao setor das administrações públicas agregado dos 20 países da área do euro.

Em 21 de janeiro de 2025, o Conselho dos Assuntos Económicos e Financeiros da UE (Conselho ECOFIN) aprovou recomendações sobre o primeiro conjunto de planos orçamentais estruturais nacionais de médio prazo. Quatro países da área do euro (Bélgica, Alemanha, Lituânia e Áustria) ainda não apresentaram os respetivos planos. No que respeita a procedimentos relativos a défices excessivos, o Conselho ECOFIN adotou recomendações ao abrigo do artigo 126.º, n.º 7, do [Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia](#) (TFUE), as quais especificam as vias e os prazos para a correção dos défices excessivos¹⁸. Solicitou-se que Itália e Hungria reduzissem os seus défices públicos para um nível inferior a 3% do PIB até 2026, Bélgica, Malta e Eslováquia até 2027, Polónia até 2028, França até 2029 e Roménia até 2030. As recomendações estabelecem o

¹⁸ Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (JO C 202 de 7.6.2016, p. 13).

prazo de 30 de abril de 2025 para que cada um dos países efetivamente atue e apresente as medidas necessárias para pôr termo às situações de défice excessivo.

Em 4 de março, a Comissão Europeia anunciou o plano “Rearmar a Europa” (“ReArm Europe Plan”), onde é definido um conjunto de cinco propostas para utilizar alavancas financeiras disponíveis para ajudar os Estados-Membros da UE a aumentar rápida e substancialmente a despesa com capacidades de defesa. A primeira proposta implica a mobilização de financiamento público para a defesa a nível nacional, através da ativação da cláusula de derrogação nacional do Pacto de Estabilidade e Crescimento, desde que a sustentabilidade orçamental seja mantida. Tal permitiria aos Estados-Membros aumentar a sua despesa com defesa, por exemplo em 1,5% do PIB, sem ser acionado um procedimento por défice excessivo, e, assim, agir celeremente, como necessário na situação atual. De acordo com a avaliação da Comissão Europeia, tal representaria gastos adicionais num montante de 650 mil milhões de euros no período 2025 a 2028. A segunda proposta refere-se a um novo instrumento que concederia aos Estados-Membros empréstimos no valor de 150 mil milhões de euros para investimento na defesa, a fim de reforçar as capacidades de defesa pan-europeias. A terceira proposta baseia-se na utilização do orçamento da UE para direcionar os fundos para investimentos relacionados com a defesa. Por último, os dois últimos domínios de ação visam a mobilização de capital privado, acelerando a União da Poupança e do Investimento e através do Banco Europeu de Investimento.

© Banco Central Europeu, 2025

Endereço postal 60640 Frankfurt am Main, Alemanha

Telefone +49 69 1344 0

Internet www.ecb.europa.eu

Todos os direitos reservados. A reprodução para fins pedagógicos e não comerciais é permitida, desde que a fonte esteja identificada.

As traduções são elaboradas e publicadas pelos bancos centrais nacionais. Esta edição em inglês e anteriores edições do *Boletim Económico* encontram-se disponíveis em [Economic bulletin](#).

Para obter terminologia específica, por favor consulte o [Glossário do BCE](#) (disponível apenas em língua inglesa).

A data de fecho das estatísticas incluídas na presente edição foi 5 de março de 2025.

PDF ISSN 2363-3530, QB-01-25-080-PT-N

HTML ISSN 2363-3530, QB-01-25-080-PT-Q