

IM 11

INFORMAÇÃO MENSAL
NOVEMBRO 2025



ECONOMIAS E MERCADOS INTERNACIONAIS

MERCADOS FINANCEIROS
Os limites da dívida: edição de 2025

ECONOMIA INTERNACIONAL
*A Iniciativa «Uma Faixa, uma Rota»
Uma faca de dois gumes? (parte I)*

*Economias emergentes: resiliência após
três choques globais*

ECONOMIA PORTUGUESA
*O setor do turismo na época alta de 2025
Quase equilíbrio orçamental ensombrado
por alertas e riscos*

*O desempenho recente do setor agrícola:
produtividade e comércio externo*

DOSSIER: PERSPETIVAS 2026

*Economia mundial 2026: resiliência,
transição ou disrupção?*

*O dilema orçamental a médio prazo
da Europa*

*Perspetivas dos EUA para 2026: resiliência
com fragilidades*

*Portugal: os fundamentos para o
crescimento da atividade em 2026*

INFORMAÇÃO MENSAL**Novembro 2025**

O *Informação Mensal* é uma publicação elaborada em conjunto pelo BPI Research (DF-EEF) e o CaixaBank Research.

BPI Research (DF-EEF)

[www.bancobpi.pt /](http://www.bancobpi.pt/)

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

deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista Chefe

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com

research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista Chefe

José Ramón Díez

Diretor de Economias e

Mercados Internacionais

Oriol Aspachs

Diretor de Economia Espanhola

Sandra Jódar

Diretora de Planeamento Estratégico

Adrià Morron Salmeron

e **Oriol Carreras**

Coordenadores da *Informação Mensal*

Javier García-Arenas

Coordenador do Dossier

Data de fecho desta edição:

6 de novembro de 2025

ÍNDICE**1 EDITORIAL****3 PONTOS CHAVE DO MÊS****4 PREVISÕES****7 MERCADOS FINANCEIROS**

9 *Os limites da dívida: edição de 2025*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

14 *A Iniciativa «Uma Faixa, uma Rota» Uma faca de dois gumes? (parte I)*

16 *Economias emergentes: resiliência após três choques globais*

20 ECONOMIA PORTUGUESA

22 *O setor do turismo na época alta de 2025*

24 *Quase equilíbrio orçamental ensombrado por alertas e riscos*

27 *O desempenho recente do setor agrícola: produtividade e comércio externo*

30 ECONOMIA ESPANHOLA

32 *A posição de Espanha face às vulnerabilidades das finanças públicas a nível mundial*

36 DOSSIER: PERSPETIVAS 2026

36 *Economia mundial 2026: resiliência, transição ou disrupção?*

38 *O dilema orçamental a médio prazo da Europa*

41 *Perspetivas dos EUA para 2026: resiliência com fragilidades*

43 *Portugal: os fundamentos para o crescimento da atividade em 2026*

Um ano depois: resiliência global perante uma tempestade tarifária

Embora possa parecer inacreditável, já passaram doze meses desde a vitória de Trump nas eleições presidenciais norte-americanas. Aproveitando o aniversário e a proximidade do final do ano, preparámos o nosso dossier habitual de análise sobre as tendências e os principais fatores que irão moldar o comportamento da economia em 2026. Partimos do pressuposto de que tanto a atividade económica internacional como a portuguesa demonstraram, mais uma vez, grande resiliência este ano, superando a incerteza causada pela utilização do comércio e das finanças como instrumentos ao serviço da política. Tal ocorreu num contexto em que, tal como em 2023 e 2024, as previsões melhoraram ao longo do ano, devido à redução da incerteza comercial, à existência de condições financeiras favoráveis e à capacidade e flexibilidade dos agentes económicos para adaptarem as suas decisões de consumo e investimento a um ambiente complexo.¹

Olhando para 2026, a geopolítica continuará a desempenhar um papel fundamental, tendo em conta o reordenamento do processo de globalização em que a economia internacional está imersa desde a pandemia. Para além da evolução dos conflitos armados ativos, a chave a curto prazo vai ser saber se a tendência para um mundo mais fragmentado irá acelerar ou se iremos notar progressos na procura de novos acordos entre parceiros comerciais naturais (UE, ASEAN, Canadá, Austrália, etc.) para compensar o aumento das restrições comerciais por parte dos EUA. Tal não deve ser incompatível com a continuidade do processo mais vasto de alcançar autonomia estratégica. Neste sentido, para a Europa, a chave em 2026 será como conciliar o desejo de reduzir a dependência externa (industrial, defesa, etc.) com a sustentabilidade da dívida pública. Trata-se de um desafio extremamente complexo, marcado por tensões entre a disciplina orçamental, os investimentos necessários (o BCE elevou as estimativas do Relatório Draghi para 1,2 biliões de euros em investimentos públicos e privados) e as exigências geopolíticas.² Este dilema orçamental europeu só pode ser resolvido com uma combinação de maior crescimento potencial, uma maior eficiência da despesa pública e maior flexibilidade nas regras fiscais. Países como a Bélgica ou França já estão sob pressão devido às inércias orçamentais difíceis de reverter³ que se estão a refletir no realinhamento dos prémios de risco na Europa.

No entanto, a chave para a estabilidade do cenário económico e financeiro reside na forma como a relação comercial entre a China e os EUA irá evoluir, uma vez que isso afetará os dois setores-chave para o desenvolvimento da IA (terras raras e microchips), nos quais existe dependência mútua. Um equilíbrio ótimo permitirá manter as inércias positivas do investimento em IA para o crescimento a curto prazo (especialmente visível nos EUA) e aumentar a probabilidade de este processo de inovação se traduzir em produtividade e crescimento potencial a médio prazo, compensando os efeitos negativos da demografia e da fragmentação económica. De facto, a IA é um exemplo de incerteza positiva, pois antecipamos um maior crescimento e produtividade graças a ela, mas não sabemos ao certo em que medida. A questão crucial, portanto, é se todo o esforço de investimento se concretizará, o que é essencial para mitigar o risco financeiro causado pela confluência de pressões fiscais, incertezas e tensões geopolíticas. Isto, aliado às significativas avaliações do mercado bolsista, criam um ambiente em que a estabilidade financeira poderá ser testada em 2026, com segmentos do crédito privado sob o escrutínio dos investidores. Os bancos centrais possuem as ferramentas necessárias para eliminar quaisquer problemas que possam surgir, embora os seus graus de liberdade também estejam mais limitados após os esforços da última década.

Neste contexto complexo, a economia portuguesa continuou a demonstrar um dinamismo sólido (embora tenha abrandado), o que permitirá fechar o ano com crescimentos médios muito próximos dos 2%. Este desempenho tem sido justificado pela resiliência na procura interna, por via do consumo privado, apesar da deterioração do contributo da procura externa. Olhando para 2026, as tendências vão continuar positivas, graças ao impulso esperado dos fundos europeus, ao crescimento demográfico e a um mercado de trabalho robusto, às condições financeiras favoráveis e à elevada taxa de poupança das famílias. Tudo isto nos leva a prever um crescimento de 2% em 2026.

Em síntese, durante o próximo ano, a economia continuará exposta à combinação entre novas tendências (restrições ao comércio e à migração, ascensão da IA, etc.) e a desafios de curto prazo (espaço orçamental limitado, elevadas avaliações nos mercados financeiros, etc.). Um ano em que, mais uma vez, será determinante a capacidade de questionar, a cada momento, os pressupostos por trás das projeções económicas, bem como a flexibilidade na hora de tomar decisões.

José Ramón Díez
Novembro 2025

1. Ver artigo do dossier neste IM: «Economia mundial 2026: resiliência, transição ou disrupção?».
2. Ver artigo do dossier neste IM: «O dilema orçamental europeu a médio prazo da Europa».
3. Ver neste IM: «Os limites da dívida: edição de 2025».

Cronologia

OUTUBRO 2025 29 A Fed reduziu a taxa <i>fed funds</i> em 25 p.b., para o intervalo de 3,75%-4,00%, o segundo corte do ano, e anunciou o fim da redução do balanço.	SETEMBRO 2025 9 O Supremo Tribunal dos EUA concorda em acelerar o processo de legalidade das tarifas de Trump. 12 A S&P melhorou o rating da dívida espanhola para A+, e a Fitch a de Portugal para A. 17 A Fed baixa as taxas de juro em 25 pontos base para 4,00%-4,25%, após uma pausa de nove meses. 26 A Moody's e a Fitch melhoram o rating da dívida espanhola para A3 e A, respetivamente.
AGOSTO 2025 5 Entra em vigor a maior parte das tarifas recíprocas impostas pelos EUA a outros países. 29 A S&P melhora o rating da dívida de Portugal para A+.	JULHO 2025 27 O acordo entre a UE e os EUA estabelece uma tarifa global de 15%, bem como um tratamento preferencial para um certo número de produtos estratégicos e um compromisso de aquisições e investimentos europeus em sectores-chave dos EUA.
JUNHO 2025 5 O BCE baixa as taxas de juro em 25 p. b. e reduz a taxa <i>depo</i> para 2,0%. 12 Segundo o programa Copernicus da Comissão Europeia, maio de 2025 foi o segundo maio mais quente a nível mundial desde que há registos (o recorde pertence a maio de 2024).	MAIO 2025 3 A OPEP aumenta a produção de crude à medida que se agravam as tensões internas. 28 Dúvidas jurídicas sobre as tarifas da Administração Trump aumentam a incerteza quanto aos seus efeitos globais.

Agenda

NOVEMBRO 2025 3 Portugal: dívida pública (3T). 4 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (outubro). 5 Portugal: emprego (3T). 6 Espanha: produção industrial (setembro). 13 Portugal: custo da mão de obra (3T). 14 Portugal: <i>rating</i> Moody's. 14 Japão: PIB (3T). 16-17 Comité de Mercado Aberto da Fed. 19 Portugal: balança de pagamentos (setembro). 20 Espanha: comércio externo (setembro). 25 Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (setembro). 27 Zona Euro: índice de sentimento económico (novembro). 28 Espanha: IPC <i>flash</i> (novembro). 28 Espanha: <i>rating</i> DBRS. 28 Portugal: PIB detalhe (3T). 28 Portugal: IPC <i>flash</i> (novembro).	DEZEMBRO 2025 2 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (novembro). 2 Zona Euro: IPC <i>flash</i> (novembro). 3 Portugal: produção industrial (outubro). 9-10 Comité de Mercado Aberto da Fed. 10 Portugal: comércio internacional (outubro). 16 Espanha: inquérito trimestral do custo da mão de obra (3T). 18 Conselho do Banco Central Europeu. 18-19 Conselho Europeu. 23 Espanha: contas nacionais trimestrais (3T). 23 Espanha: créditos, depósitos e incumprimentos (3T). 23 Espanha: balança de pagamentos e PIIL (3T). 23 Portugal: detalhe do PIB por setores institucionais (3T). 23 Portugal: preços da habitação (3T). 30 Espanha: IPC <i>flash</i> (dezembro). 30 Espanha: taxa de poupança das famílias (3T). 30 Portugal: rácio de incumprimento (3T). 31 Portugal: IPC <i>flash</i> (dezembro).
---	--

Portugal: Contas certas dão impulso a 2026

Como vem sendo habitual nesta época do ano apresentamos o cenário de médio prazo para a economia global e para a economia portuguesa, bem como a nossa análise relativamente aos principais contributos que consideramos impulsionar ou retirar força à atividade económica no próximo ano. E um dos principais ventos de cauda é o impulso da política orçamental que, de acordo com as nossas conclusões, acrescentará cerca de 0,2 pontos percentuais ao crescimento. Neste mesmo contexto, num tema de destaque desta publicação, incluímos também uma análise crítica à situação das contas públicas e à proposta de Orçamento de Estado para 2026.

As conclusões das várias análises feitas neste domínio, nossas ou de outras entidades de referência, são quase sempre favoráveis e os resultados têm-se refletido nos custos de financiamento da República Portuguesa e nas classificações de *rating*, com melhorias sucessivas, longe dos tempos em que Portugal estava sob o foco dos investidores. Efetivamente, atualmente a República pode-se financiar no prazo de 10 anos com um prémio de risco apenas cerca de 0,35 p. p. acima da taxa equivalente alemã (que funciona como referência no contexto da Zona Euro); atualmente o Estado português financia-se com custos inferiores aos dos Tesouros espanhol, italiano ou francês, o que é notável.

E, na nossa perspetiva, há razões para as avaliações positivas. O crescimento económico e criação de emprego, em conjunto com uma política de gestão da despesa pública que se tem classificado como prudente, têm permitido obter saldos excedentários das contas públicas e, em simultâneo, a redução da dívida pública, que, no final de 2025, se projeta já muito perto dos 90% do PIB. Ao mesmo tempo, a política orçamental tem vindo a estimular a economia, potenciando o crescimento, e por isso se classifica como expansionista (ainda que moderadamente, dado que, na verdade, o rácio de dívida pública continua a descer). Não deixa de ser notável que, nos últimos 10 anos (excluindo 2020 e 2021, anos da pandemia) Portugal tenha conseguido obter saldos primários positivos (excluindo os juros da dívida pública) que, em média, se situaram em torno dos 2% do PIB.

Mas, nos detalhes, nem tudo é favorável. Na análise sobre o OGE apontamos algumas diferenças entre o nosso cenário

macro e o subjacente ao Orçamento que justificam uma expectativa de evolução do défice e da dívida um pouco menos otimista. Importante é também referir algumas tendências que nos parecem pouco sustentáveis, sobretudo na presença de um hipotético choque exógeno adverso significativo. Estas tendências estão sobretudo relacionadas com a evolução de algumas rubricas da despesa, nomeadamente as prestações sociais (onde se destacam as pensões de velhice) e a despesa com salários, rubricas que, desde 2019, crescem, em média, cerca de 7% ao ano. Na medida em que são despesas rígidas, e que até aumentariam em caso de um cenário mais disruptivo, na presença de uma hipotética redução de receitas, tal derivaria num défice significativo, podendo rapidamente reverter os progressos alcançados no âmbito da redução do endividamento do Estado. Neste capítulo, vale a pena analisar o detalhe da evolução esperada da despesa pública em 2026, que, mesmo sem medidas adicionais, por efeito de arrastamento de medidas tomadas em anos anteriores (atualização automática de pensões, efeito composição de pensões, atualização do Rendimento Mínimo Mensal Garantido, acordos salariais e valorização das carreiras...) aumenta de forma expressiva; concluímos que cerca de 2/3 do aumento deriva desse efeito de arrastamento nas rubricas principais.

Outro ponto importante a destacar tem a ver com o investimento público, que deverá regressar aos 3% do PIB graças à execução do Plano de Recuperação e Resiliência, que, em 2026, entra na sua reta final. Todavia, apesar desta expectativa de aceleração do investimento público em 2026, verificou-se uma vez mais que as metas não são cumpridas, pois o objetivo para 2025 foi revisto em baixa em cerca de 670 milhões de euros (–0,2% do PIB). E recordamos que esta é uma rubrica da despesa, mas virtuosa (ou tendencialmente virtuosa).

Em suma, é certo que Portugal tem as contas públicas equilibradas e se evidencia favoravelmente no contexto europeu. Mas, como vimos, a análise do detalhe deixa alguma preocupação, sobretudo quando coincide também com evidência clara de que existem problemas de sustentação de sistemas fundamentais para o equilíbrio social, nomeadamente nas áreas da Saúde e Educação.

Paula Carvalho

Final de período, exceto quando é especificado o contrário

Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2019	Média 2020-2022	2023	2024	2025	2026
TAXAS DE JURO							
Dólar							
Fed funds (limite inferior)	3,18	0,54	0,67	5,25	4,25	3,50	3,00
SOFR 3 meses	3,62	1,01	1,07	5,37	4,37	3,57	3,10
SOFR 12 meses	3,86	1,48	1,48	4,95	4,19	3,30	3,10
Dívida pública 2 anos	3,70	1,04	1,21	4,46	4,24	3,50	3,50
Dívida pública 10 anos	4,69	2,57	1,76	4,01	4,40	4,20	4,50
Euro							
Depo BCE	2,05	0,20	-0,30	4,00	3,09	2,00	2,00
Refi BCE	3,05	0,75	0,20	4,50	3,24	2,15	2,15
€STR	-	-0,54	-0,38	3,90	3,06	1,93	1,97
Euribor 1 mês	3,18	0,50	-0,32	3,86	2,89	2,00	2,03
Euribor 3 meses	3,24	0,65	-0,21	3,94	2,83	2,05	2,06
Euribor 6 meses	3,29	0,78	-0,07	3,93	2,63	2,09	2,11
Euribor 12 meses	3,40	0,96	0,10	3,68	2,44	2,14	2,18
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,35	-0,21	2,55	2,02	1,96	1,99
Dívida pública 10 anos	4,30	1,54	0,14	2,11	2,22	2,70	2,80
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	1,69	0,18	2,77	2,26	2,57	2,73
Dívida pública 5 anos	3,91	2,19	0,38	2,75	2,48	2,85	3,04
Dívida pública 10 anos	4,42	3,17	0,99	3,09	2,90	3,35	3,60
Prémio de risco	11	164	85	98	68	65	80
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	3,33	0,07	2,33	2,03	2,09	2,21
Dívida pública 5 anos	3,96	3,94	0,35	2,42	2,15	2,49	2,68
Dívida pública 10 anos	4,49	4,67	0,96	2,74	2,68	3,20	3,50
Prémio de risco	19	314	82	63	46	50	70
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,13	1,09	1,05	1,19	1,20
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,87	0,86	0,83	0,88	0,90
EUR/JPY (yenes por euro)	129,56	126,41	129,91	156,99	161,18	173,00	168,00
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	80,1	71,0	77,3	73,1	65,1	65,3
Brent (euros/barril)	36,4	62,5	63,9	70,9	69,8	54,8	54,4

Previsões

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

Economia internacional

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

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

Previsões

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

Economia portuguesa

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

Previsões

Economia espanhola

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

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

Previsões

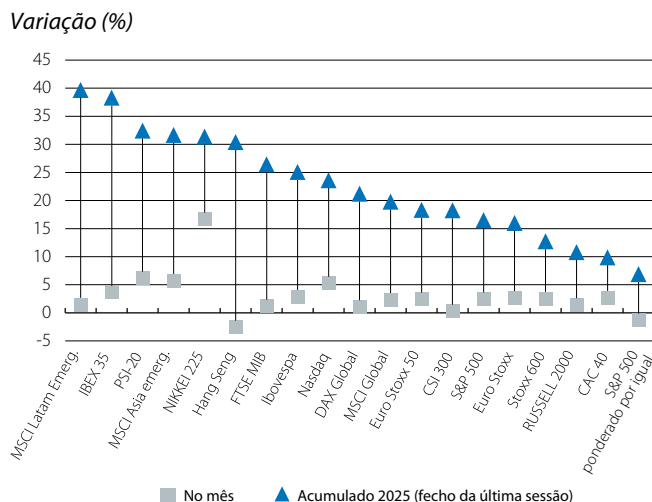
Os mercados ponderam a distensão geopolítica e as dinâmicas tecnológicas

Os ativos de risco recuperaram, mas não sem altos e baixos. A trégua comercial entre os EUA e a China, o cessar-fogo em Gaza e a retoma das negociações orçamentais em França apoiaram o sentimento dos investidores. Globalmente, em outubro, os principais índices bolsistas atingiram máximos históricos, o dólar valorizou-se, as *yields* da dívida soberana diminuíram e os spreads periféricos da zona euro estreitaram-se, enquanto as matérias-primas exibiram uma disparidade entre a subida dos metais e a queda dos preços do crude. Apesar deste tom globalmente positivo, os preços não estiveram isentos de volatilidade e registaram movimentos de vaivém, nomeadamente nos mercados bolsistas, nas taxas de juro soberanas e em algumas matérias-primas. Perante este cenário, os bancos centrais atuaram como esperado: a Fed baixou as taxas, o BCE manteve as taxas inalteradas e as expectativas de política monetária dos investidores mantiveram-se relativamente estáveis.

Os bancos centrais mantiveram o rumo. A Reserva Federal reduziu as taxas em 25 p. b., colocando a taxa dos *fed funds* no intervalo 3,75%-4,00%, e anunciou o fim do programa de redução do balanço a partir de dezembro. Entretanto, o tom do Presidente Powell foi mais cauteloso e advertiu que novas quedas não devem ser consideradas como garantidas, especialmente num contexto de dados incompletos devido ao encerramento do Governo (*shutdown* em inglês). Para além disso, as declarações de diferentes membros da Fed revelaram uma notável disparidade de opiniões no seio do FOMC. Não obstante, os investidores continuam a apostar numa nova descida das taxas em dezembro (embora tenham moderado a probabilidade para cerca de 70%) e mantêm a expectativa de mais duas descidas em 2026. Relativamente ao BCE, manteve as taxas em 2,00% e reiterou a sua estratégia de tomar decisões «reunião a reunião» e de acordo com «a evolução dos dados», recusando-se a dar pistas sobre a evolução futura das taxas de juro. Embora o BCE tenha salientado uma melhoria do equilíbrio dos riscos que afetam a economia da Zona Euro, os mercados mantiveram as suas expectativas em grande medida inalteradas, fixando o preço numa probabilidade próxima de 95% de que a taxa *depo* se mantenha em 2,00% em dezembro, mas com algum enviesamento no sentido descendente para 2026 (45% de probabilidade implícita de que o BCE acabe por reduzir a taxa *depo* para 1,75% no primeiro semestre do próximo ano).

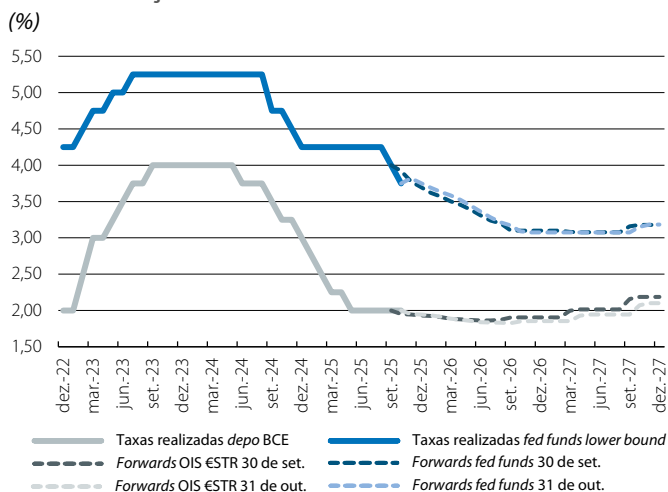
Quedas indecisas das taxas de juro soberanas. Um mês de avanços e recuos para a dívida soberana, que acabou por se traduzir numa descida generalizada das respetivas taxas de juro dos dois lados do Atlântico (e com uma descida mais acentuada nos prazos mais longos). Nos EUA, as taxas soberanas acumularam quedas de até 20 p. b., embora tenham recuperado no final de outubro, após a reunião do FOMC e o tom mais cauteloso de Powell, além de encontrarem suporte na trégua

Desempenho dos índices bolsistas no ano e no mês



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

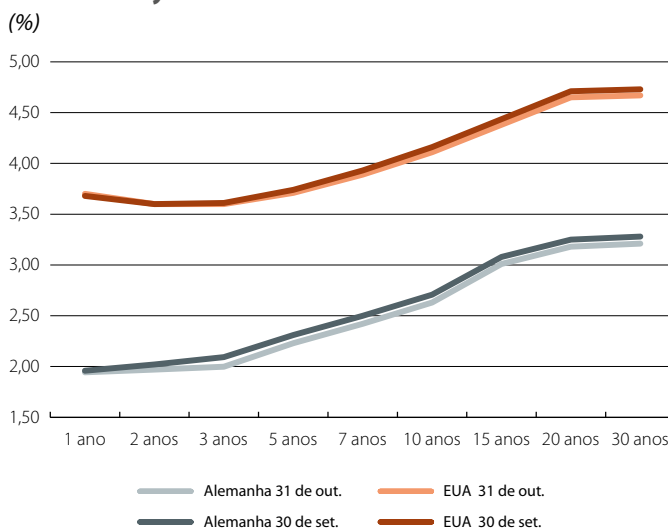
Expetativas do mercado relativamente às taxas de intervenção



Nota: Implícitas de futuros sobre o EFFR e taxas OIS do €STR.

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

Curvas das yields soberanas



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

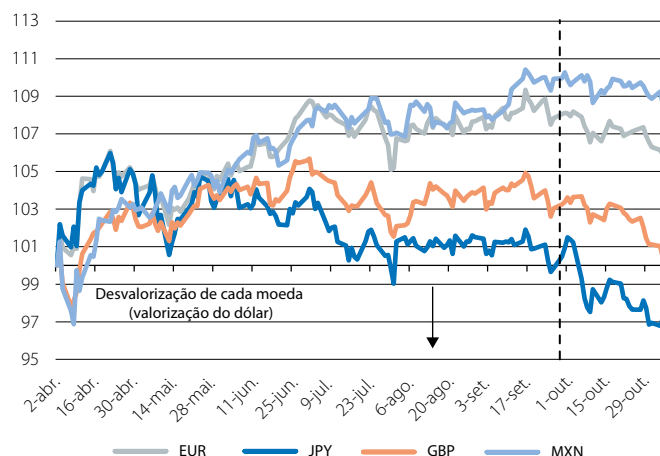
comercial com a China. Na Europa, o desempenho foi semelhante: com o *bund* a ser pressionado na primeira metade do mês, mas a recuperar algum terreno na segunda metade. Em contrapartida, os prêmios de risco na periferia da Zona Euro diminuíram (não só em Itália, Espanha e Portugal, mas também em França, tendo em conta a retoma das negociações para o orçamento de 2026).

Apreciação generalizada do dólar. Após uma forte desvalorização na primeira metade do ano e um verão globalmente estável, o dólar apreciou em outubro, apoiado por indicadores sólidos da atividade nos EUA (apesar da falta de estatísticas públicas, suspensas devido ao *shutdown* do Governo e pela tendência ligeiramente *hawkish* nos comentários de alguns membros da Fed no final do mês. Em resultado disso, o euro desvalorizou para 1,15 dólares e atingiu o nível mais baixo desde junho. Em contrapartida, o iene japonês enfraqueceu durante o mês, também penalizado pela expectativa de continuação da política acomodatória do Banco do Japão, que manteve as taxas inalteradas.

As bolsas estão a avançar, mas com sinais de prudência face às valorizações tecnológicas. Os principais índices dos EUA e da Europa subiram para máximos históricos durante o mês, impulsionados pela resiliência da economia global, pela trégua comercial entre os EUA e a China e pelos fortes lucros das empresas. Apesar de, no conjunto do mês, o setor tecnológico ter sido um dos principais motores dos mercados acionistas norte-americanos, registaram-se alguns momentos de correção, com os comentários do mercado a centrarem-se nas empresas tecnológicas, nos seus elevados múltiplos de avaliação e nas exigentes expectativas de investimento em inteligência artificial. O avanço setorial na Europa foi um pouco mais equilibrado, com uma boa contribuição do setor financeiro, enquanto, por país, o IBEX 35 e o PSI-20 estiveram entre os índices que registaram os maiores ganhos no conjunto do mês.

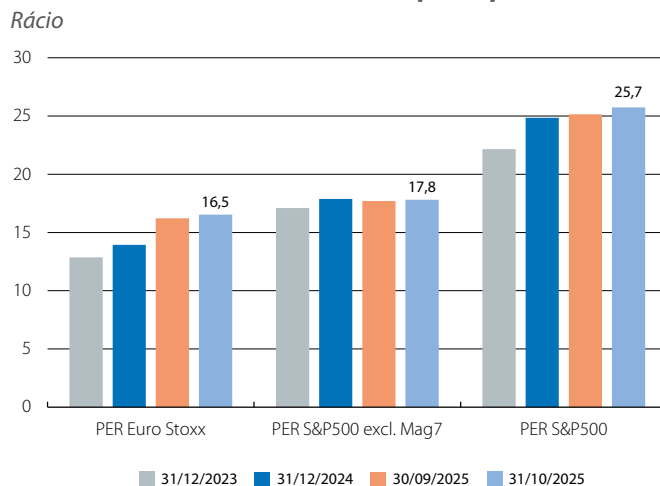
Dinâmicas díspares entre as matérias-primas. Enquanto os metais industriais e as matérias-primas agrícolas subiram acentuadamente em outubro, as matérias-primas energéticas desceram e o ouro registou altos e baixos significativos durante o mês. Nomeadamente, depois de acumular fortes ganhos nas primeiras semanas, o ouro sofreu uma correção no final de outubro, recuando quase 10% em relação aos máximos atingidos em meados do mês. Os metais industriais registaram ganhos em toda a linha, com o alumínio e o cobre a subirem acentuadamente. Já o petróleo fechou o mês em terreno negativo, sob o efeito da perspectiva de um excesso de oferta (a Agência Internacional da Energia reviu em alta a previsão de excedente mundial para 2026). Esta perspectiva levou a OPEP a fazer uma pausa nos seus aumentos de produção, anunciando que não haverá aumentos no 1T 2026, após um aumento de produção relativamente modesto (137.000 bpd) em dezembro. Entretanto, os preços do petróleo também flutuaram, oscilando entre 61 dólares por barril de Brent e um pico de 67 dólares (atingido após a imposição de sanções dos EUA e a UE contra as petrolíferas russas Rosneft e Lukoil).

Desempenho de moedas seleccionadas face ao dólar Índice (100 = 02/04/2025)



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

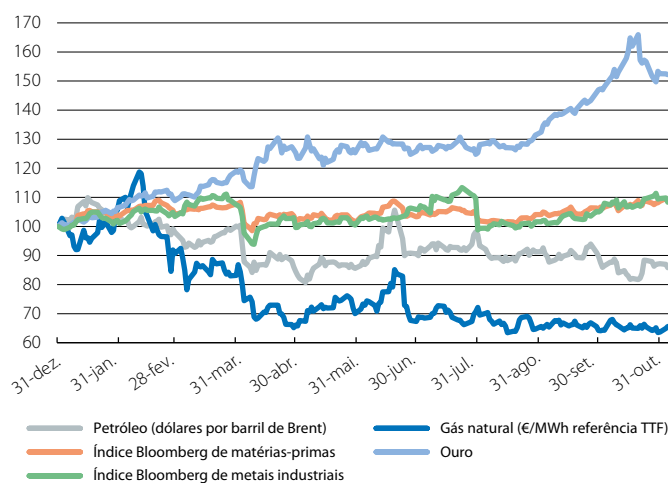
Zona Euro e EUA: rácio PER* dos principais índices



Nota: * Preço das ações/lucros esperados para os próximos 12 meses.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

Evolução das matérias-primas

Índice (100 = 31/12/2024)



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

Os limites da dívida: edição de 2025

Ao longo das últimas décadas, registou-se um aumento acentuado e generalizado da dívida pública, como analisámos há um ano.¹ Em alguns dos países que atingiram picos elevados, a situação está a ser corrigida, mas noutros casos os níveis são elevados e não mostram sinais de abrandamento (ver primeiro gráfico). Tal facto gerou alguns momentos de desconforto nos mercados financeiros, com uma maior sensibilidade dos investidores às contas públicas.

Das economias avançadas que, depois de terem atingido elevados níveis de endividamento, não dão sinais de os corrigir, destacam-se os EUA, a França, o Reino Unido, a Bélgica e o Japão. As perspetivas de crescimento do PIB nominal, do saldo orçamental e do crescimento das taxas de juro sugerem que os rácios de dívida pública continuarão a deteriorar-se significativamente nos próximos anos nos EUA, em França e na Bélgica (ver primeira tabela).² Nestes três casos, o aumento projetado da dívida reflete a perspetiva de manutenção de elevados défices primários (isto é, excluindo os pagamentos de juros) das administrações públicas.³ Além disso, nos EUA, um diferencial de taxas de juro menos favorável e o crescimento económico também estão a impactar negativamente. No Japão, pelo contrário, o diferencial entre as taxas e o crescimento deverá facilitar a redução da dívida, enquanto no Reino Unido o rácio da dívida tenderá a estabilizar-se nos níveis atuais, se as perspetivas em matéria de taxas, crescimento e política orçamental forem cumpridas.

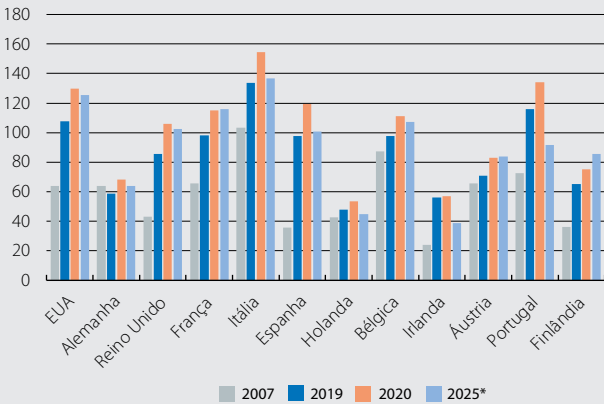
A inversão destas tendências não será fácil sem um esforço orçamental substancial.⁴ Com base nas previsões atuais do PIB e das taxas de juro, os EUA, França e Bélgica deveriam convergir para um saldo orçamental primário pelo

1. Ver Focus «Os limites da dívida» no IM01/2025.
2. Previsões do FMI para o crescimento nominal do PIB (*g*) e para o saldo orçamental primário (*b*) (atualização do outono de 2025 do World Economic Outlook do FMI). Previsões de taxas de juro (*i*) baseadas em *forwards* de mercado (calibrados para a maturidade média de cada país), e no pressuposto de que todos os anos uma percentagem da dívida proporcional ao prazo médio é renovada à taxa de mercado. Com estes *g*, *b* e *i*, projetamos a evolução do rácio da dívida pública em relação ao PIB (*d*) a partir da equação clássica para a dinâmica da dívida:

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

3. Nos EUA, o Committee for a Responsible Federal Budget (CRFB) estima que a *One Big Beautiful Bill* aprovada pela Administração Trump no verão irá acrescentar mais de 1,5 p. p. ao défice primário anual em 2026 e 2027, e entre 1,0 p. p. e 1,5 p. p. em 2028-2030, representando mais de um terço do défice primário anual projetado pelo FMI. Ver CRFB (2025), «The 30-Year Cost of OBBA». A fragmentação parlamentar em França dificulta a adoção de medidas para reduzir significativamente os défices primários que partem de níveis elevados (-3,7% em 2024).
4. Estas projeções não têm em conta o *feedback* negativo que uma consolidação orçamental significativa teria sobre o crescimento económico, uma situação que complica ainda mais a realidade das finanças públicas nos países em questão.

Dívida pública bruta
(% do PIB)



Nota: * Previsão para 2025 de acordo com o relatório da primavera de 2025 da Comissão Europeia.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Comissão Europeia.

Dinâmica da dívida pública nas principais economias
(% do PIB)

	Dívida pública bruta			Saldo orçamental primário	
	2025	Δ 2030*	Δ 2035*	Projeção para 2030	Estabiliza a dívida a partir de 2030**
EUA	125	22	44	-3,4	1,0
Alemanha	64	9	20	-2,4	-0,4
Japão	246	-12	-13	-2,5	-2,7
Reino Unido	103	-1	-4	0,7	0,0
França	116	14	28	-2,9	-0,1
Itália	137	-5	-9	1,9	1,1
Espanha	101	-8	-14	0,6	-0,6
Holanda	45	5	11	-1,6	-0,4
Bélgica	107	16	33	-3,6	-0,2
Irlanda	39	-10	-19	1,3	-0,6
Áustria	84	6	13	-1,6	-0,1
Portugal	92	-12	-18	0,7	-0,6
Finlândia	86	7	13	-2,0	-0,9
Grécia	147	-20	-34	2,0	-0,8

Notas: * Variações da dívida pública até 2030 e 2035 projetadas com base nas previsões do PIB nominal e do saldo orçamental primário (excluindo juros) do FMI (pressupondo que, entre 2031 e 2035, se mantém o desempenho observado em 2030) e na taxa de juro média da dívida segundo os *forwards* de mercado (30 de setembro de 2025). ** O PIB nominal deverá registar o mesmo crescimento que em 2030.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Comissão Europeia, do FMI (WEO outubro 2025), da Bloomberg, do BCE e dos tesouros dos EUA, Japão e Reino Unido.

menos equilibrado, a fim de começar a reduzir os seus rácios da dívida (ver a última coluna do primeiro quadro). Sem alterações na trajetória da política orçamental, a descida das taxas de juro ou a retoma do crescimento do PIB nominal necessárias para estabilizar e começar a corrigir a dívida deverão ser muito substanciais (ver segundo e terceiro quadros). Em contrapartida, tal não significa que a sustentabilidade da dívida seja facilmente comprometida por um aumento das taxas de juro do mercado. Esta situação deve-se ao facto de os picos de taxas nos mercados secundários serem diluídos por um prazo médio de vencimento relativamente elevado da dívida (atenuando a percentagem de dívida a refinanciar a um custo potencial-

mente mais elevado). A título de exemplo, tendo em conta os prazos médios atuais da dívida, estimamos que um aumento sustentado das taxas de juro nos mercados secundários em 100 pontos base provocaria um acréscimo do custo médio da dívida, num horizonte médio de 10 anos, de cerca de 25 pontos base, em média, nos países analisados (no terceiro ano, o impacto médio seria de cerca de 15 pontos base, no quinto ano de aproximadamente 25 pontos base e, no décimo, de cerca de 45 pontos base).

No entanto, a trajetória da periferia da Zona Euro e a sua dinâmica de crescimento e de taxas de juro são, *a priori*, favoráveis à continuação da redução dos rácios de endividamento: como mostra a primeira tabela, neste cenário, Itália, Espanha e Portugal poderiam atingir reduções de quase 10 p. p., 15 p. p. e 20 p. p. em 10 anos, respetivamente. Por outro lado, como se pode ver no segundo e terceiro quadros, a periferia da Zona Euro tem alguma margem de manobra para suportar um aumento das taxas de juro ou um abrandamento do PIB e continuar a reduzir os rácios da dívida. Todavia, estes países partem ainda de níveis de dívida elevados e a sua correção mais substancial exige também um esforço orçamental significativo, como mostra o último quadro.⁵

A Alemanha apresenta um caso especial. O seu nível de dívida pública é baixo, mas as projeções do PIB, das taxas e do saldo orçamental apontam para um aumento significativo da dívida, impulsionado pelos planos de investimento e de despesas com a defesa que reorientaram a política orçamental alemã no último ano.⁶

Uma dívida elevada não é necessariamente algo mau. A dívida é um mecanismo para armazenar riqueza, combater crises e investir no futuro. Os países com melhor capacidade creditícia são os que podem contrair mais empréstimos. Não obstante, a qualidade creditícia pode ser facilmente corroída se a economia não conseguir recuperar o espaço orçamental em períodos favoráveis. Este facto é particularmente relevante após anos de forte crescimento nominal do PIB e num contexto de pressões estruturais sobre as despesas (envelhecimento da população, defesa e transição energética).⁷

5. Nas novas regras orçamentais da UE, aprovadas em 2024, prevê-se alguma flexibilidade através de planos de ajustamento a médio prazo. Ver «O novo quadro de governação económica da UE» no IM01/2025.
6. Para uma análise das necessidades de investimento da Europa e das perspetivas da dívida pública, ver o artigo «O dilema orçamental a médio prazo da Europa» no presente Dossier.
7. Segundo o FMI, nas principais economias europeias, o pagamento de juros da dívida pública, o envelhecimento da população (pensões e cuidados de saúde), a transição energética e as despesas com a defesa geram uma pressão adicional sobre as despesas públicas anuais de 5,75% do PIB até 2050. FMI (2025), «Long-term spending pressures in Europe», Departmental Paper.

Taxa de juro média da dívida: média 2026-2030

(%)

	Implícitas nos forwards de mercado*	Estabiliza a dívida aos níveis de 2025**
EUA	4,1	0,6
Alemanha	2,0	-1,1
Japão	0,8	1,8
Reino Unido	3,4	3,7
França	2,5	0,1
Itália	3,1	3,9
Espanha	2,8	4,5
Holanda	2,0	-0,2
Bélgica	2,6	-0,5
Irlanda	1,8	7,2
Áustria	2,4	1,0
Portugal	2,6	5,3
Finlândia	2,1	0,5
Grécia	2,4	5,3

Notas: * A projeção do custo médio assume que todos os anos uma parte da dívida (determinada pelo prazo médio) é renovada à taxa de juro implícita nos mercados em 30 de setembro de 2025. ** Assumindo que a taxa de juro se mantém inalterada ao longo de todo o horizonte.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg (forwards a 30 de setembro de 2025), do FMI (WEO outubro 2025), do BCE, da Comissão Europeia e dos tesouros dos EUA, Japão e Reino Unido.

PIB nominal

Variação anual (%)

	Média 2026-2030 prevista (FMI)	Estabiliza a dívida*
EUA	3,8	7,4
Alemanha	3,2	4,6
Japão	2,6	1,1
Reino Unido	3,7	5,3
França	3,0	5,6
Itália	2,7	2,7
Espanha	4,2	3,4
Holanda	3,5	5,6
Bélgica	2,9	6,3
Irlanda	3,9	-1,7
Áustria	3,3	6,2
Portugal	3,9	0,3
Finlândia	3,4	7,4
Grécia	3,9	0,3

Notas: * Em 2030, dívida estável nos níveis de 2025. Pressupõe um saldo orçamental primário estável nos níveis de 2025 e que os pagamentos de juros evoluem de acordo com as projeções baseadas nos forwards do mercado.
Fonte: BPI Research, com base em dados do FMI (WEO outubro), Comissão Europeia, Bloomberg, BCE e tesouros dos EUA, Japão e Reino Unido.

Saldo orçamental primário

(% do PIB)

	Previsto 2025 (FMI)	Estabiliza a dívida*	Restitui a dívida de 2019 em 10 anos	Reduz a metade a distância da dívida vs. 60% em 10 anos**
EUA	-3,8	0,6	2,4	3,6
Alemanha	-1,6	-0,5	0,0	-0,3
Japão	-0,9	-3,5	-2,5	0,3
Reino Unido	-1,8	-0,1	1,6	2,9
França	-3,4	-0,3	1,5	2,5
Itália	0,5	0,9	1,1	4,6
Espanha	-0,6	-1,0	-0,7	1,1
Holanda	-1,5	-0,5	-0,8	-1,3
Bélgica	-3,7	-0,2	0,7	2,1
Irlanda	1,4	-0,8	-2,7	-1,9
Áustria	-3,0	-0,4	0,9	0,8
Portugal	2,0	-0,9	-3,4	0,7
Finlândia	-4,2	-0,9	1,2	0,4
Grécia	3,2	-1,5	-5,3	3,0

Notas: * Em 2030, a dívida foi estabilizada no nível de 2025. ** Nos níveis de 2007 para os EUA, Japão e Reino Unido.
Fonte: BPI Research, com base em dados do FMI (WEO outubro), da Comissão Europeia, da Bloomberg, do BCE e dos tesouros dos EUA, Japão e Reino Unido.

Taxas de juro (%)

	31-outubro	30-setembro	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2025 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	2,15	2,15	0	-100,0	-125,0
Euribor 3 meses	2,04	2,03	1	-67,4	-101,6
Euribor 12 meses	2,20	2,19	0	-26,4	-35,2
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	1,88	1,94	-6	-36,5	-56,6
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	1,97	2,02	-5	-11,4	-29,2
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,63	2,71	-8	26,6	24,5
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,14	3,26	-11	8,2	4,6
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	2,99	3,12	-12	14,5	20,0
EUA					
Fed funds (limite inferior)	3,75	4,00	-25	-50,0	-100,0
SOFR 3 meses	3,89	3,98	-9	-41,6	-68,2
Dívida pública a 1 ano	3,68	3,61	6	-46,6	-60,3
Dívida pública a 2 anos	3,57	3,61	-3	-66,8	-60,9
Dívida pública a 10 anos	4,08	4,15	-7	-49,2	-22,3

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-outubro	30-setembro	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2025 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	55	56	-1	-3,0	-2,8
Itraxx Financeiro Sénior	59	60	-1	-4,9	-5,3
Itraxx Financeiro Subordinado	100	103	-2	-11,8	-12,9

Taxas de câmbio

	31-outubro	30-setembro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2025 (%)	Variação homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,154	1,173	-1,7	11,4	6,3
EUR/JPY (ienes por euro)	177,670	173,530	2,4	9,1	6,7
EUR/GBP (libras por euro)	0,877	0,873	0,5	6,0	4,7
USD/JPY (ienes por dólar)	153,990	147,900	4,1	-2,0	0,4

Matérias-primas

	31-outubro	30-setembro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2025 (%)	Variação homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	540,3	545,9	-1,0	0,7	1,0
Brent (\$/barril)	65,1	67,0	-2,9	-12,8	-10,3
Ouro (\$/onça)	4.002,9	3.859,0	3,7	52,5	43,6

Mercado acionista

	31-outubro	30-setembro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2025 (%)	Variação homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	6.840,2	6.688,5	2,3	16,3	17,7
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	5.662,0	5.530,0	2,4	15,6	15,9
Ibex 35 (Espanha)	16.032,6	15.475,0	3,6	38,3	36,9
PSI 20 (Portugal)	8.427,0	7.957,6	5,9	32,1	31,8
Nikkei 225 (Japão)	52.411,3	44.932,6	16,6	31,4	33,4
MSCI emergentes	1.401,6	1.346,1	4,1	30,3	24,4

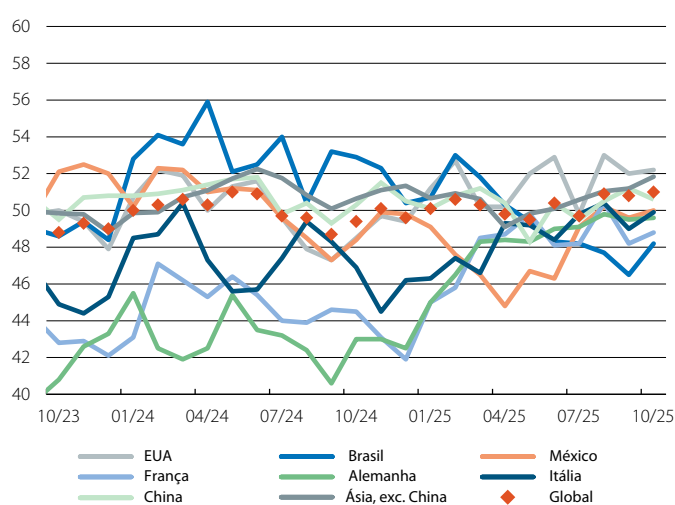
A economia global avança, trégua após trégua

As relações entre os EUA e a China: doce ou travessura? Em vésperas da cimeira do Fórum Cooperação Económica Ásia-Pacífico (APEC), o périplo asiático de Donald Trump deixou alguns gestos de distensão nas relações comerciais entre os EUA e a China. A reunião entre o Presidente dos EUA e Xi Jinping na Coreia do Sul terminou com um acordo que inclui o adiamento por um ano dos controlos de exportação anunciados pela China em outubro sobre terras raras e produtos relacionados, a retoma das compras de soja dos EUA e uma redução global de 10 p. p. nas tarifas sobre as importações chinesas, em troca de uma maior cooperação na luta contra o tráfico de fentanil. As referidas medidas poderão reduzir as tarifas médias efetivas aplicadas pelos EUA às importações chinesas de cerca de 40% para 30% e as tarifas totais dos EUA de 16% para 14,5%. Foi também aberta a possibilidade de aliviar as restrições dos EUA à exportação de chips avançados e foram suspensas restrições adicionais às operações de empresas chinesas constantes da lista de entidades sancionadas. Além disso, os EUA concluíram acordos comerciais com vários países da ASEAN e foram anunciados novos acordos com a Malásia, a Tailândia e o Japão para reforçar a cooperação no domínio das terras raras, o que marca uma aceleração dos esforços dos EUA para «bloquear» as suas cadeias de abastecimento de minerais essenciais num contexto geoeconómico nebuloso.

Folhas de outono: um trimestre de contrastes entre as economias avançadas. No 3T, o PIB da Zona Euro cresceu 0,2% em cadeia (vs. 0,1% no 2T). Contudo, o valor agregado esconde uma forte disparidade entre países. Alemanha e Itália continuam a registar um fraco crescimento, com as suas economias a estagnarem no 3T, após quedas no 2T (-0,2% e -0,1%, respetivamente), enquanto a economia francesa acelerou, registando um crescimento em cadeia de 0,5%, impulsionado por um aumento das exportações de equipamento aeronáutico. Tal divergência sublinha a fragilidade da economia europeia, na qual se destaca a economia espanhola, que mantém um crescimento próximo dos 3%. Nos EUA, por outro lado, a paralisação do governo federal desde 1 de outubro, a mais longa da história, enquanto republicanos e democratas não chegam a acordo sobre um projeto de lei para financiar os serviços públicos federais para além de 1 de outubro, data em que expirou o anterior orçamento federal, significa que a maioria das publicações de estatísticas oficiais, incluindo os dados do PIB do 3T, foram adiadas.

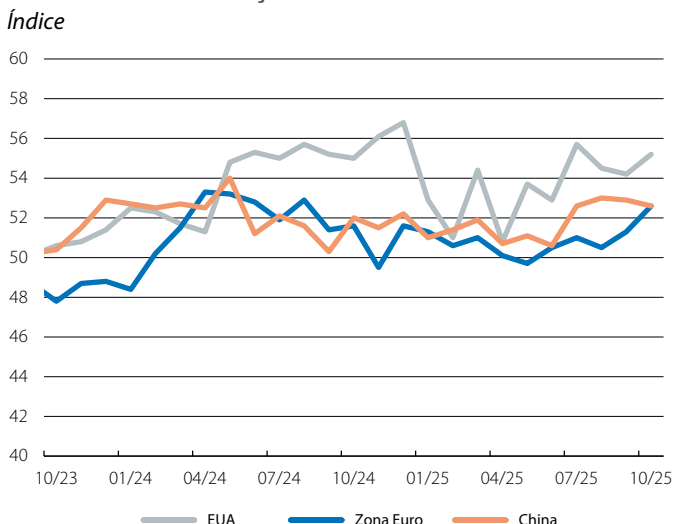
Um outono sem sustos, até ao momento. Na Zona Euro, os indicadores de atividade disponíveis apontam para um início positivo do 4T. O Indicador de Sentimento Económico (ISE) da Comissão Europeia melhorou em outubro e atingiu o nível mais elevado desde março de 2023 (96,8 vs. 95,6 anteriormente), enquanto o PMI da indústria transformadora se situou em 50,0 (vs. 49,8 anteriormente), com melhorias nas maiores economias do bloco. O PMI dos serviços melhorou para 53,0 (vs. 51,3 anteriormente), o valor mais elevado desde agosto de 2024. Neste contexto, a inflação global desceu para 2,1%, enquanto a inflação subjacente se manteve em 2,4%, com a recuperação dos serviços (+0,2 p. p. para 3,4%) a compensar a moderação dos bens indus-

Global: PMI da indústria transformadora



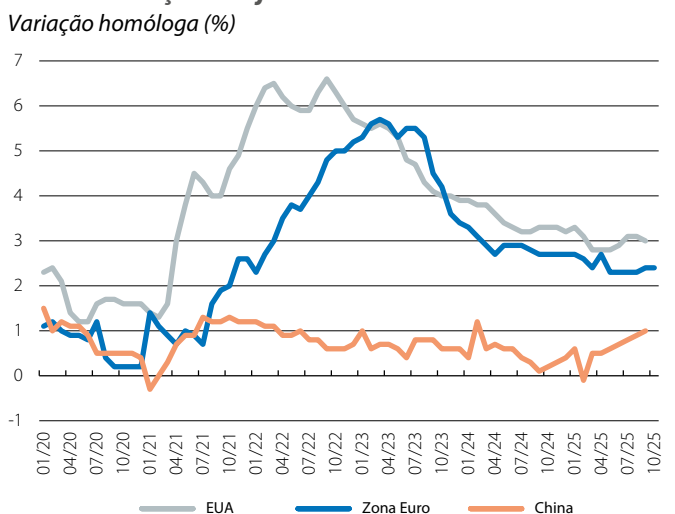
Fonte: BPI Research, com base em dados da S&P Global.

Global: PMI de serviços



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

Global: inflação subjacente



Fonte: BPI Research, com base em dados do Bureau of Labor Statistics, Eurostat e do Gabinete Nacional de Estatísticas da China.

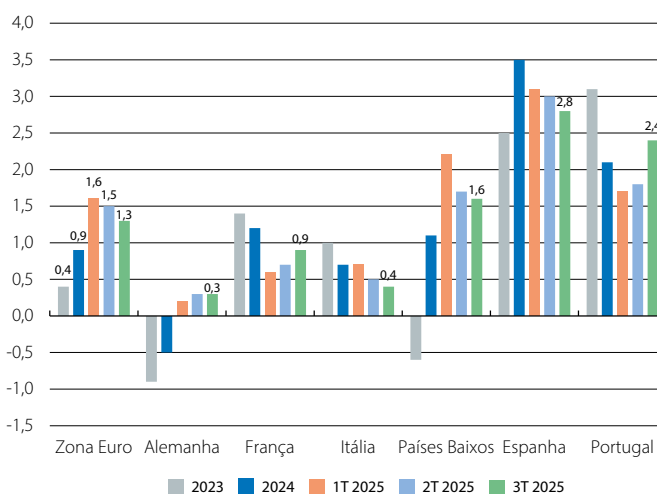
trias e alimentares e a queda dos preços da energia. Nos EUA, o 4T começou com sinais positivos, refletidos na recuperação do PMI composto para 54,8, impulsionado pelos serviços (55,2 vs. 54,2 anteriormente) e uma ligeira melhoria na indústria transformadora (52,2 vs. 52,0 anteriormente). Contudo, o ritmo de criação de emprego continua a abrandar, enquanto a inflação permanece estável, o que permitiu à Fed baixar as taxas em outubro, embora com uma mensagem de cautela relativamente às próximas reuniões (ver Conjuntura dos Mercados Financeiros).

China, entre a luz e a sombra. No 3T, a economia chinesa cresceu 1,1% em cadeia, uma ligeira aceleração em relação ao 2T, embora em termos homólogos o crescimento tenha abrandado de 5,2% para 4,8%, e os indicadores mensais mostrem um abrandamento do consumo privado e do investimento. Verificou-se uma diminuição do ritmo de crescimento das vendas a retalho (6,2% no 2T, 5,8% no 3T) e o investimento em áreas urbanas contraiu 0,5% em termos homólogos no ano até setembro, a primeira queda desde 2020. Em contrapartida, a produção industrial e as exportações aceleraram em setembro (+6,5 vs. 5,2% anteriormente e +8,3 vs. 4,4% anteriormente, respetivamente). Apesar do declínio acentuado das exportações para os EUA, as exportações continuam a constituir uma alavanca de crescimento para o gigante asiático e os fluxos comerciais com o chamado Sul Global têm constituído uma importante «almofada». Durante este ano, as exportações para África e para o resto da Ásia aumentaram, acelerando uma tendência observada nos últimos anos. Entretanto, os dados de outubro apontam para um abrandamento, com o PMI oficial da indústria transformadora a cair para 49,0 (49,8 em setembro), o nível mais baixo desde maio, uma tendência também observada no PMI Rating Dog (50,6 vs. 51,2 anteriormente).

Mercados emergentes, um «ponto doce» num ambiente cinzento. No meio dos meandros da geopolítica, as economias emergentes continuam a revelar um dinamismo notável. Muito embora o PMI da indústria transformadora tenha descido ligeiramente em outubro para 51,1, o índice permanece na zona de expansão e próximo do nível mais elevado do ano. Igualmente, as quedas na China ou na Coreia foram compensadas por melhorias na Índia (59,2 pontos, também perto dos máximos do ano) e em vários países da região ASEAN, como a Tailândia (56,6 pontos, um máximo desde maio de 2023) ou o Vietname (54,7, um máximo desde julho de 2024), e pela recuperação no Brasil (48,2 pontos vs. 46,5 anteriormente). Contudo, as encomendas de exportação ainda estão abaixo dos níveis do início do ano na maioria dos países. A economia do México continua a ser afetada pelas políticas comerciais dos EUA. O PIB registou uma contração de 0,2% no 3T, a primeira descida anual desde o 1T de 2021. O abrandamento da atividade concentrou-se principalmente na indústria, enquanto o consumo e o investimento desaceleraram. Durante a última reunião, o Banco do México reduziu as taxas de juro em 25 pontos base para 7,5% e sublinhou as preocupações com a fraqueza económica face à incerteza comercial. De igual modo, na última atualização de outono, o FMI manteve praticamente inalteradas as suas previsões para as economias emergentes em relação ao seu cenário de julho (4,2% em 2025 e 4,0% em 2026), salientando o ambiente difícil da economia global, em que o comércio mundial crescerá mais lentamente e em que se manifestarão os fantasmas da fragmentação, das restrições migratórias e das vulnerabilidades orçamentais.

Zona Euro: PIB

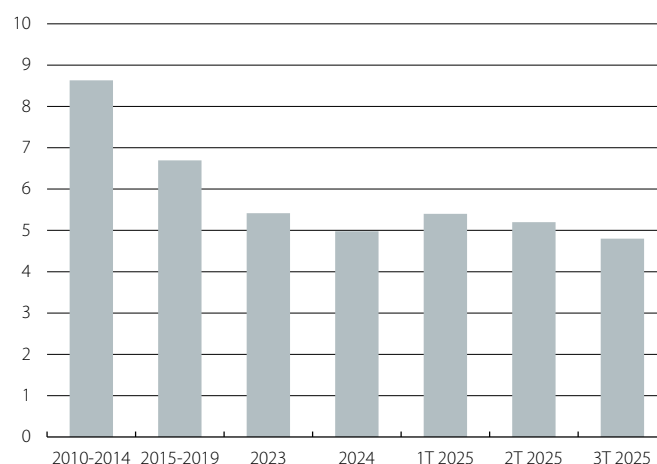
Variação homóloga (%)



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

China: PIB

Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados do Gabinete Nacional de Estatísticas da China.

China: crescimento das exportações

Variação homóloga (%)

	3T 2025	2T 2025	1T 2025	2024	2018-2023
Exportações totais	6,6	6,1	5,6	5,8	7,4
EUA	-27,3	-23,9	4,4	4,9	3,4
UE	11,2	9,2	3,6	3,1	5,9
ASEAN	18,4	17,5	7,7	12	11,3
Japão	3,6	6,7	2,8	-3,5	2,6
Índia	11,0	14,2	13,8	2,4	11,1
Ásia	14,1	12,3	6,3	6,7	7,0
América Latina	6,4	5,1	9,6	13,1	12,3
África	41,5	31,4	11,3	3,6	10,8

Notas: É utilizado o crescimento médio das exportações nos anos 2018-2023.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Bureau of Labor Statistics, Eurostat e do Gabinete Nacional de Estatísticas da China.

A Iniciativa «Uma Faixa, uma Rota» Uma faca de dois gumes? (parte I)

Ao longo da última década, a China tornou-se um ator fundamental no comércio mundial e nos fluxos de investimento direto estrangeiro (IDE) para as economias emergentes. Com base na Iniciativa «Uma Faixa, Uma Rota» (BRI, em inglês),¹ lançada em 2013, a sua ambiciosa política externa procurou estabelecer parcerias e centrou-se na melhoria da conectividade regional através do investimento em infraestruturas e da integração económica na Eurásia, mas também em África e na América Latina.

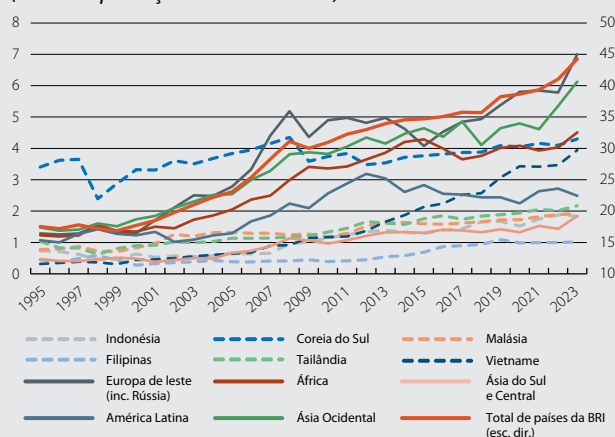
A BRI oferece reduções nos custos e tempos de transporte, gera «economias de aglomeração» no setor da indústria transformadora e incentiva a mobilidade dos recursos. Em contrapartida, a participação na BRI pode promover o IDE chinês e apoiar a modernização do tecido produtivo dos países participantes.² Também os canais de comércio e investimento estão entre os mais relevantes para compreender os efeitos económicos da BRI. Numa série de três artigos, analisaremos mais aprofundadamente o canal do comércio, utilizando dados pormenorizados sobre os fluxos comerciais internacionais.

Perfil das exportações da China: de gigante da indústria transformadora a potência tecnológica

Como previsto pela BRI, a China conseguiu aumentar a sua quota de exportações globais de pouco mais de 5% no início do século (cerca de 500.000 milhões de dólares) para 15% (ou 3,5 biliões de dólares) atualmente, enquanto as exportações para os países participantes na BRI aumentaram de 20% para mais de 40% do total. Para além disso, nos últimos anos, observou-se uma rápida diversificação dos destinos de exportação, com um aumento de quase

China: quota das exportações para os países participantes na Iniciativa «Uma Faixa, Uma Rota» (BRI)

(% das exportações totais de bens)



Nota: Consideram-se países participantes na Iniciativa «Uma Faixa, Uma Rota» aqueles que assinaram o «Memorando de Entendimento» (no total, mais de 140 países). No caso da Rússia, embora não participe oficialmente na iniciativa, o país tem estado envolvido em vários projetos de infraestruturas na região e em vários fóruns organizados no âmbito da BRI.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Observatório da Complexidade Económica e Nedopil, C. (2025), «China Belt and Road Initiative (BRI) Investment Report 2024».

10 p. p. na percentagem de países que participam na BRI.³ A China também desenvolveu ligações a novos mercados e melhorou as infraestruturas em países que estavam a começar a ganhar importância como destinos de exportação, criando rotas comerciais alternativas aos destinos de exportação tradicionais, como os EUA, face a um aumento iminente das fricções comerciais.

As exportações chinesas para os países da BRI mostraram, por setores, uma tendência ascendente generalizada, mas matizada. A título de exemplo, a quota das exportações de mobiliário e produtos afins para estes países cresceu 15 p. p. entre 2018 e 2023 (de 23% para 38%), depois de ter permanecido praticamente estagnada na década anterior, enquanto a quota das exportações de automóveis cresceu 14 p. p. (de 40% para 54%) e atingiu um novo máximo desde 2013 (quando se situava nos 50%), num período de forte crescimento do setor. Verificam-se também acelerações em setores como os produtos elétricos e eletrónicos, enquanto os metais viram a sua quota de mercado permanecer estável desde 2018.

1. A designação faz referência às antigas Rotas da Seda, redes comerciais que ligavam a Ásia, o Médio Oriente e a Europa entre o século II a.C. e o século XV d.C. Desde que a BRI foi anunciada em 2013, todos os anos novos países assinaram o «Memorando de Entendimento» para participar no programa. A maior parte dos países participantes fizeram-no entre 2013 e 2018, sendo este último o ano com mais adesões (62 no total), e estão localizados na Ásia e em África, regiões compostas maioritariamente por países com maiores necessidades de investimento em infraestruturas e que permitem à China alargar a sua influência regional. No total, mais de 140 países fazem parte da iniciativa. Embora não exista uma lista oficial dos países participantes, utilizamos a definição de Nedopil, C. (2025) «China Belt and Road Initiative (BRI) Investment Report 2024», Green Finance & Development Center.

2. Zhai, F. (2018) «China's Belt and Road Initiative: A preliminary quantitative assessment», *Journal of Asian Economics*, p. p. 84-92, estima que a BRI poderá ter um impacto positivo nos fluxos comerciais e no PIB, sobretudo se for acompanhada por melhorias institucionais. Ver também Bird, J., Lebrand, M. e Venables, A. (2020) «The Belt and Road Initiative: Reshaping economic geography in Central Asia?», *Journal of Development Economics*; e Yeung, H. e Huber, J. (2024) «Has China's Belt and Road Initiative positively impacted the economic complexity of host countries? Empirical evidence», *Structural Change and Economic Dynamics*, p. p. 246-58.

3. O índice Herfindahl-Hirschman (HH) de concentração geográfica das exportações da China diminuiu de 655,9 em 2011-2013 (652,4 em 2016-2019) para 451,6 em 2021-2023, indicando uma rápida diversificação geográfica das suas exportações. Em contrapartida, o índice de concentração de produtos (a nível do SH4) das exportações chinesas manteve-se estável durante o período (cerca de 170 pontos).

A nova Rota da Seda: o centro estratégico de comércio global da China

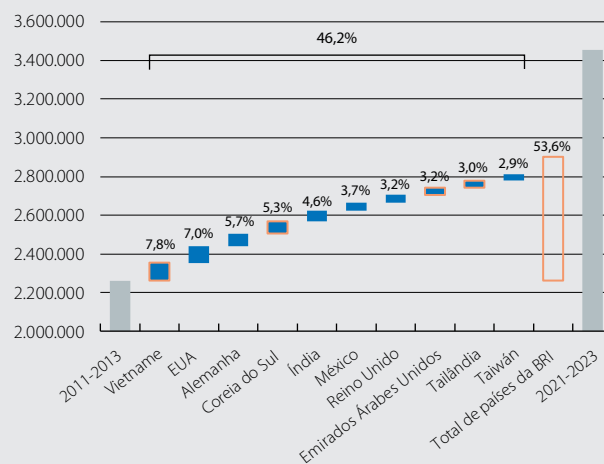
Durante a última década, os países da BRI foram responsáveis por quase metade do aumento das exportações da China (ver segundo gráfico). Nos 10 destinos que mais contribuíram estão quatro países que fazem parte da iniciativa (15 nos 30 primeiros), entre os quais se destaca especialmente o Vietname, com uma contribuição de 7,8% para o crescimento total das exportações da China no período, tornando o país o quinto maior destino das exportações chinesas, depois de, uma década antes, mal ter chegado ao top 20 dos principais destinos das exportações chinesas. Também outros países asiáticos que participam na BRI, como os Emirados Árabes Unidos, a Tailândia, a Indonésia ou as Filipinas, registaram um crescimento substancial, bem como alguns países da Europa de leste, enquanto a América Latina e a África registaram um crescimento significativo desde 2016-2018. No entanto, embora os EUA tenham contribuído significativamente para o crescimento das exportações chinesas ao longo da última década (7% do total), a dinâmica tem vindo a alterar-se rapidamente. As exportações da China para os EUA cresceram mais de 20% até 2016-2018, mas registaram uma contração nos anos seguintes. De igual modo, a parte das exportações para os EUA diminuiu de 20% para cerca de 15% do total.

Para além de ter diversificado a distribuição geográfica das suas exportações, uma análise ao nível dos produtos revela profundas alterações nas cadeias de valor chinesas. Testemunhando a sua rápida evolução tecnológica, a China ocupa agora o 21.º lugar no *ranking* da Complexidade Tecnológica das Exportações (ECI) do Observatório da Complexidade Económica, em comparação com o 31.º lugar em 2013, e abaixo do 50.º lugar até 2004. Na última década, as maiores contribuições para o crescimento das exportações da China foram dadas em setores como a eletrónica e a maquinaria, nos quais o país ganhou um papel fundamental. Destacam-se as baterias elétricas e os automóveis, com contribuições superiores a 6%, e um crescimento nominal muito expressivo. Globalmente, as exportações destes bens aumentaram 12 vezes durante este período. Em contrapartida, destaca-se também a contribuição do petróleo refinado, cujas exportações duplicaram em 10 anos, principalmente para os países asiáticos.

A distribuição dos fluxos comerciais de cada país depende de múltiplos fatores económicos, geográficos, institucionais ou geopolíticos. Contudo, é evidente que os esforços desenvolvidos pela China na última década, ancorados em várias iniciativas complementares, tanto a nível externo (como a BRI) como interno (como a sua política industrial *Made in China 2025*), permitiram uma profunda transformação da sua estrutura produtiva e das suas relações comerciais com o resto do mundo, com consequências geopolíticas evidentes.

China: exportações e contribuições totais por país

(Milhões de dólares)

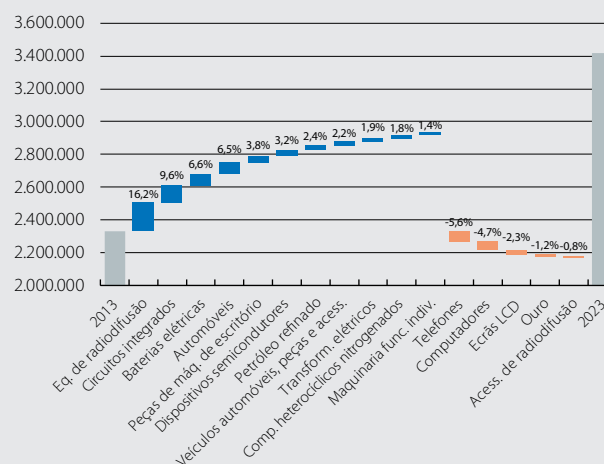


Notas: As colunas com margens a laranja correspondem a países com participação oficial na Iniciativa BRI. São apresentados os 10 países com as maiores contribuições para o crescimento das exportações da China, bem como a contribuição total dos países da BRI.

Fonte: BPI Research, com base nos dados do Observatório da Complexidade Económica.

China: exportações totais e contribuições por produto

(Milhões de dólares)



Nota: Apresentam-se as categorias de produtos (ao nível HS4) com as maiores contribuições para o aumento das exportações da China e os produtos com as contribuições mais negativas.

Fonte: BPI Research, com base nos dados do Observatório da Complexidade Económica.

Economias emergentes: resiliência após três choques globais

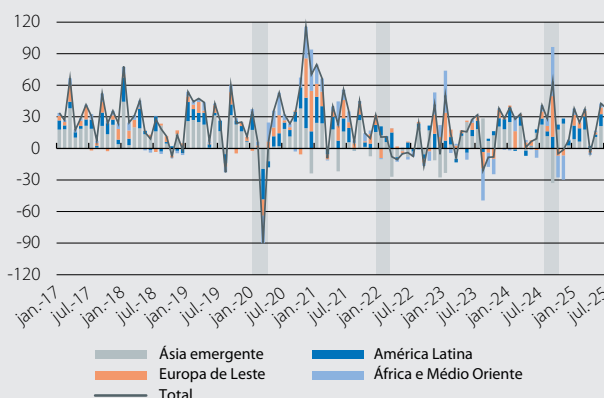
As economias emergentes¹ enfrentaram três grandes choques mundiais nos últimos anos: a pandemia da COVID-19, a crise energética e alimentar resultante da guerra na Ucrânia e a viragem protecionista impulsionada pelos EUA. O impacto destes episódios tem sido heterogéneo neste grupo de países, embora, apesar da sua magnitude, muitas economias emergentes tenham demonstrado uma resistência notável em termos de estabilidade económica e resiliência financeira.

Em termos macroeconómicos, a pandemia provocou uma grave contração da economia mundial. A queda dos rendimentos, o aumento do desemprego e o aumento dos défices orçamentais e da dívida pública traduziram-se numa queda do PIB dos países emergentes de 2,1% em 2020, ou seja menos 6,7 p. p. em comparação com as projeções anteriores à pandemia. Contudo, a recuperação foi mais rápida do que o previsto e as sequelas estruturais subsequentes foram largamente atenuadas pelo facto de o impacto negativo na produtividade ter sido menos persistente ao longo do tempo do que em acontecimentos anteriores.² A guerra na Ucrânia desencadeou o segundo choque, sob a forma de uma crise energética e alimentar, que aumentou a inflação mundial. Nos países emergentes, a inflação situou-se em torno dos 10% em 2022. Não obstante o pico de preços ter afetado estes países de forma desigual, foram os importadores³ de energia e de produtos alimentares que mais sofreram, com aumentos significativos dos seus défices da balança corrente. Tal situação foi ainda agravada por um endurecimento sincronizado da política monetária a nível mundial, que conduziu a um aumento do serviço da dívida dos países emergentes.

O terceiro choque, que poderíamos datar da vitória de Donald Trump para a presidência dos EUA, veio da viragem protecionista deste país, através da imposição de tarifas generalizadas entre países e também sobre as importações de setores-chave como os semicondutores, a energia e os automóveis, entre outros.⁴ Não obstante, a economia global, e a as economias emergentes em particular, teve um desempenho melhor do que o esperado durante o primeiro semestre do ano, graças ao avanço das importações, ao aumento gradual das tarifas (que evitou uma guerra comer-

Fluxos de capital de carteira

(Milhares de milhões de dólares)



Notas: Inclui os fluxos de capital investido em instrumentos de rendimento variável e de rendimento fixo. As faixas a cinzento correspondem ao início de cada choque.

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

cial) e à flexibilização das condições financeiras na maioria dos países.

Além disso, ao longo destes cinco anos, a resistência das economias emergentes tem-se refletido noutras variáveis, como a recuperação gradual do saldo da balança corrente e da dívida externa em percentagem do PIB, conforme indicado pelo nosso monitor de vulnerabilidade externa. Esta evolução favorável levou, em suma, muitas organizações internacionais a melhorar as suas previsões de crescimento para o conjunto das economias emergentes, como é o caso do FMI, que reviu em alta, por duas vezes, as suas previsões de crescimento do PIB⁵ para este ano, para 4,2% em 2025 e 4,0% em 2026 (+0,5 p. p. e +0,1 p. p. face às previsões de abril, respetivamente).

Ingredientes para melhorar a resiliência financeira

Para além de vários elementos conjunturais, verificaram-se algumas mudanças subjacentes que amorteceram progressivamente o impacto negativo de cada choque nas economias emergentes.⁶ A COVID-19 assinalou um ponto de viragem num grande número de países emergentes, com decisões e ações de política monetária e orçamental mais fortes.

Por um lado, a resposta rápida e enérgica de muitas autoridades monetárias ao aumento da inflação devido à perturbação das cadeias de abastecimento mundiais provocada pela pandemia, que, mesmo no caso do Brasil, do México e da Rússia, antecipou à da Fed e à do BCE, foi o início de um quadro monetário mais robusto, orientado pelo objetivo de ancorar as expectativas de inflação e de depender menos de intervenções cambiais. Por outro lado, a autonomia na

1. O FMI considera que as economias ou mercados emergentes são os países em desenvolvimento que apresentam um crescimento económico significativo, uma industrialização acelerada e uma integração crescente na economia mundial. Os países deste grupo são: México, Brasil, Argentina, Colômbia, Chile, Peru, China, Índia, Indonésia, Malásia, Coreia do Sul, Vietname, Filipinas, Tailândia, Taiwan, Arábia Saudita, Emirados Árabes Unidos, África do Sul, Nigéria, Egito, Quênia, Polónia, República Checa, Turquia, Rússia, Hungria e Roménia.

2. Ver Jackson, C. e Lu, J. (2023). «Revisiting Covid Scarring in Emerging Markets», FMI.

3. Ver Lebrand M., Vasishtha, G. e Yilmazkuday, H. (2023). «Energy price shocks and current account balances, evidence from Emerging Market and Developing Economies», World Bank.

4. Ver Kohlscheen, E. e Rungcharoenkittul, P. (2025). «Macroeconomic impact of tariffs and policy uncertainty», BIS Bulletin 110.

5. Ver FMI. «World Economic Outlook, October 2025: Global Economy in Flux, Prospects Remain Dim».

6. Ver «Chapter 2: Emerging Markets resilience: Good luck or Good policies», World Economic Outlook, October 2025: Global Economy in Flux, Prospects Remain Dim.

tomada de decisões aumentou a credibilidade destes bancos centrais.

Em contrapartida, em matéria orçamental, a introdução de regras orçamentais, apesar da heterogeneidade entre países, e o início da consolidação orçamental mais cedo do que em crises anteriores, trouxeram uma relativa estabilidade orçamental ao bloco emergente. Todavia, como salienta o FMI, há ainda um longo caminho a percorrer neste domínio. Verificou-se que, por exemplo, apesar da existência de regras orçamentais em alguns países da América Latina, as derrapagens orçamentais aumentaram a vulnerabilidade da dívida.

Fluxos de capitais, menos voláteis e mais seletivos

Os progressos registados nos domínios monetário e orçamental foram essenciais para promover a capacidade de resistência dos países emergentes. Esta força refletiu-se num dos aspetos fundamentais do cenário mundial: os fluxos de capitais.

Em termos históricos, os mercados financeiros emergentes têm sido mais vulneráveis aos choques globais. Tipicamente, o seu aparecimento desencadeou um movimento de *risk-off* entre os investidores mundiais, caracterizado por saídas de capitais destes mercados, pela depreciação das suas moedas e pelo agravamento das condições financeiras internas (utilizadas como instrumento para amortecer o aumento da dívida externa). A experiência pós-choques dos últimos anos deixa, no entanto, uma leitura favorável e diferente da tradicional.

Tal como salienta o FMI,⁷ verificou-se que os países onde os bancos centrais demonstraram maior autonomia e conseguiram ancorar melhor as expectativas de inflação também reduziram a necessidade de intervir nas suas moedas. Analogamente, a consolidação orçamental mais veloz conteve os riscos soberanos, moderando os *spreads* e facilitando o acesso ao financiamento externo.

Para além disso, os esforços de muitas destas economias no sentido de criar instituições e quadros políticos credíveis e estáveis favoreceram o desenvolvimento de mercados de moeda local que, para além de atraírem investidores estrangeiros, envolvem cada vez mais investidores nacionais, o que constitui um fator essencial para sustentar o crescimento destas economias e reduzir os episódios de instabilidade financeira. Segundo o Institute of International Finance, em agosto registaram-se entradas líquidas de capital de 45.000 milhões de dólares nos países emergentes, com uma recuperação notável da dívida denominada em moeda local.

No entanto, a recuperação não foi homogênea. Perante um cenário como o atual, marcado por tensões geopolíticas, incerteza comercial e divergência cambial, os fluxos de investimento concentraram-se nos países com fundamentos sólidos ou menos expostos às tarifas de Trump, enquanto outros registaram saídas ou comportamentos erráticos. Os fluxos foram sustentados, por exemplo, em países como o Brasil, a Índia, o Peru, o Chile e a África do Sul. Em contrapartida, países como o México, a Argentina, a Turquia e a Colômbia têm estado sujeitos a uma maior volatilidade.

Monitor de vulnerabilidade externa

	Balança corrente (% do PIB)	Dívida externa (% do PIB)	Dívida externa c/p (% dívida externa)	Dívida externa c/p (% reservas)	Taxa de juro efetiva dívida externa (%)	Entradas de IDE (% do PIB)	Prémio de risco sobre a dívida externa emitida em dólares (p. b.)	Ranking de vulnerabilidade externa Do maior a menor risco
Turquia	-2,1 (-3,9)	31,9 (-16,5)	32,4 (9)	191,7 (70)	5,3 (2,2)	0,3 (-0,5)	N/A	1
Argentina	-1,6 (-0,9)	39,4 (-26,2)	17,2 (-6,8)	146,1 (-12,7)	6,2 (-3)	0,2 (-0,9)	1.150 (-190)	2
Malásia	1,8 (-1,8)	62,2 (2,5)	42,5 (1,4)	107,5 (15,5)	2,6 (-0,2)	1,2 (0,8)	40 (-20)	3
Egito	-4,1 (-1,1)	42,9 (11)	17,7 (7,6)	78,4 (51,6)	5,4 (2,2)	3,4 (1)	550 (40)	4
África do Sul	-0,1 (2,5)	41,2 (-6,3)	22,4 (3,8)	73,2 (2,6)	5,1 (0,8)	0,7 (0,2)	300 (-20)	5
Chile	-2,1 (3,2)	78,9 (1,3)	8 (-1,9)	49 (0,9)	3,7 (3,3)	3,3 (2,2)	80 (-10)	6
Peru	1,3 (2)	28,6 (0,2)	N/A	N/A	2,7 (-0,2)	0,2 (-2)	130 (20)	7
Tailândia	3 (-4)	34,7 (4,5)	45,9 (11,3)	37,8 (10,2)	11,1 (8,6)	-1,5 (-0,7)	150 (20)	8
Rússia	1,9 (-2,2)	11,6 (-14,5)	44,9 (31)	31,7 (16,3)	10,9 (5,2)	0,2 (-0,4)	1.310 (1.090)	9
Colômbia	-2,9 (1,7)	48,9 (5,3)	10,2 (-1,1)	35,1 (5)	6,6 (2,4)	2,2 (-1,1)	310 (100)	10
China	2,8 (2)	13,7 (0,5)	46,5 (-10,5)	41,2 (2,6)	4,7 (0,1)	-0,8 (-1,1)	10 (-40)	11
Marrocos	-2 (1,5)	42 (-0,5)	14,4 (-1,5)	27 (-7,3)	4,3 (2,9)	0,8 (0,2)	210 (-40)	12
Brasil	-3,3 (0,2)	27,1 (-4,2)	13,9 (0,1)	26,7 (4,3)	11 (6,6)	2,2 (-0,3)	190 (-70)	13
México	-0,7 (-0,4)	32,7 (-14,6)	10,9 (2)	29,4 (-1,9)	5,1 (0,7)	1,4 (-0,4)	190 (-40)	14
Filipinas	-4,6 (-3,7)	22,5 (3,2)	14 (-6,6)	19,3 (-2,3)	5,7 (3,5)	1 (-0,4)	80 (0)	15
Índia	-0,3 (0,8)	18,3 (-1,3)	19,5 (0,6)	22,6 (-2,1)	2,1 (-1)	0,2 (-1,1)	90 (-40)	16
Arábia Saudita	-2 (-6,3)	32,3 (13)	18,7 (-9,6)	18,6 (8,5)	4,9 (2,3)	-0,1 (1,2)	N/A	17

Notas: Os valores correspondem à situação das variáveis no 2T 2025. A variação em p. p. das variáveis entre 2019 e o 2T 2025 é apresentada entre parêntesis.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Oxford Economics e da LSEG Workspace.

7. Ver nota de rodapé 6.

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

ESTADOS UNIDOS

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
Atividade									
PIB real	2,9	2,8	2,4	2,0	2,1	...	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	5,2	3,4	4,1	4,8	4,9	...	5,4	...	...
Confiança do consumidor (valor)	105,4	104,5	110,6	99,8	93,1	97,4	97,8	95,6	94,6
Produção industrial	0,2	–0,3	–0,3	1,2	0,9	...	0,9	...	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	47,1	48,2	48,2	50,1	48,7	48,6	48,7	49,1	48,7
Habitações iniciadas (milhares)	1.421	1.371	1.387	1.401	1.354	...	1.307	...	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	312	330	336	340	338	...	337	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,6	4,0	4,1	4,1	4,2	...	4,3	...	...
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,3	60,1	59,9	60,0	59,8	...	59,6	...	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,0	–2,8	–3,0	–3,5	–3,6	...	...	...	...
Preços									
Taxa de inflação global	4,1	3,0	2,7	2,7	2,4	2,9	2,9	3,0	...
Taxa de inflação subjacente	4,8	3,4	3,3	3,1	2,8	3,1	3,1	3,0	...

JAPÃO

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
Atividade									
PIB real	1,2	0,1	1,2	1,7	1,7	...	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	35,1	37,2	36,1	34,7	32,8	34,6	34,9	35,3	35,8
Produção industrial	–1,4	–3,0	–2,5	2,5	0,8	0,4	0,1	1,6	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	7,0	12,8	14,0	12,0	13,0	14,0	–	–	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,6	2,6	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,0	–1,1	–1,0	–0,9	–0,7	...	...	...	...
Preços									
Taxa de inflação global	3,3	2,7	2,9	3,8	3,4	2,9	2,7	2,8	...
Taxa de inflação subjacente	3,9	2,4	2,3	2,7	3,2	3,2	3,3	3,1	...

CHINA

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
Atividade									
PIB real	5,4	5,0	5,4	5,4	5,2	4,8	–	–	–
Vendas a retalho	7,8	3,3	3,8	3,6	4,4	2,4	3,4	3,0	...
Produção industrial	4,6	5,6	5,6	6,8	6,2	5,8	5,2	6,5	...
PMI indústrias (oficial)	49,9	49,8	50,2	49,9	49,4	49,5	49,4	49,8	49,0
Setor externo									
Balança comercial ^{1,2}	865	997	997	1.086	1.146	1.177	1.169	1.177	...
Exportações	–5,1	4,6	10,0	5,7	6,0	6,5	4,3	8,2	...
Importações	–5,5	1,0	–1,8	–6,9	–0,9	4,3	1,2	7,4	...
Preços									
Taxa de inflação global	0,2	0,2	0,2	–0,1	0,0	–0,2	–0,4	–0,3	...
Taxa de juro de referência ³	3,5	3,1	3,1	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Renminbi por dólar	7,1	7,2	7,2	7,3	7,2	7,2	7,2	7,1	7,1

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

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

ZONA EURO

Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
Vendas a retalho (<i>variação homóloga</i>)	-1,9	1,2	2,2	2,0	2,8	1,7	1,6	1,0	...
Produção industrial (<i>variação homóloga</i>)	-1,6	-3,0	-1,6	1,5	1,4	...	1,1	...	...
Confiança do consumidor	-17,4	-14,0	-13,5	-14,1	-15,7	-15,0	-15,5	-14,9	-14,2
Sentimento económico	96,2	95,7	95,1	95,5	94,4	95,6	95,4	95,6	96,8
PMI indústrias	45,0	45,9	45,4	47,6	49,3	50,1	50,7	49,8	50,0
PMI serviços	51,2	51,5	50,9	51,0	50,1	50,9	50,5	51,3	53,0
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (<i>variação homóloga</i>)	1,5	1,2	0,7	0,7	0,7	...	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,6	6,4	6,2	6,3	6,4	6,3	6,3	6,3	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,1	3,4	3,4	3,6	3,7	3,8	3,8	3,9	...
França (% pop. ativa)	7,3	7,4	7,3	7,5	7,5	7,5	7,5	7,6	...
Itália (% pop. ativa)	7,7	6,6	6,2	6,3	6,3	6,0	6,0	6,1	...
PIB real (<i>variação homóloga</i>)	0,6	0,8	1,3	1,6	1,5	1,3	-	-	-
Alemanha (<i>variação homóloga</i>)	-0,7	-0,5	-0,2	0,2	0,3	0,3	-	-	-
França (<i>variação homóloga</i>)	1,6	1,1	0,6	0,6	0,7	0,9	-	-	-
Itália (<i>variação homóloga</i>)	1,1	0,5	0,5	0,7	0,5	0,4	-	-	-

Preços

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
Inflação global	5,5	2,4	2,2	2,3	2,0	2,1	2,0	2,2	2,1
Inflação subjacente	5,0	2,8	2,7	2,6	2,4	2,3	2,3	2,4	2,4

Setor externo

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
Balança corrente	2,0	3,4	3,4	3,0	3,6	...	5,1	...	...
Alemanha	5,5	5,8	5,8	5,4	6,6	...	9,4	...	...
França	-1,0	0,1	0,1	0,0	-0,3	...	-0,7	...	...
Itália	0,2	1,1	1,1	0,9	1,3	...	2,5	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	94,7	95,0	94,1	93,5	96,7	98,5	98,3	98,7	98,2

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	2,7	0,8	1,4	2,2	2,6	2,9	3,0	2,9	...
Crédito às famílias ^{2,3}	1,7	0,5	0,9	1,5	2,1	2,5	2,5	2,6	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	4,6	4,9	4,4	3,9	3,4	3,2	3,1	3,2	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	4,4	4,6	4,3	4,0	3,7	3,6	3,6	3,5	...
Depósitos									
Depósitos à ordem	-8,5	-3,9	1,2	3,6	5,3	5,6	5,6	5,6	...
Outros depósitos a curto prazo	21,1	12,3	6,0	2,3	-0,1	-1,4	-1,3	-2,2	...
Instrumentos negociáveis	20,3	20,3	18,6	15,7	10,4	4,1	2,2	4,0	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	2,7	3,0	2,6	2,2	1,9	1,7	1,7	1,7	...

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

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

Economia portuguesa destaca-se no contexto europeu

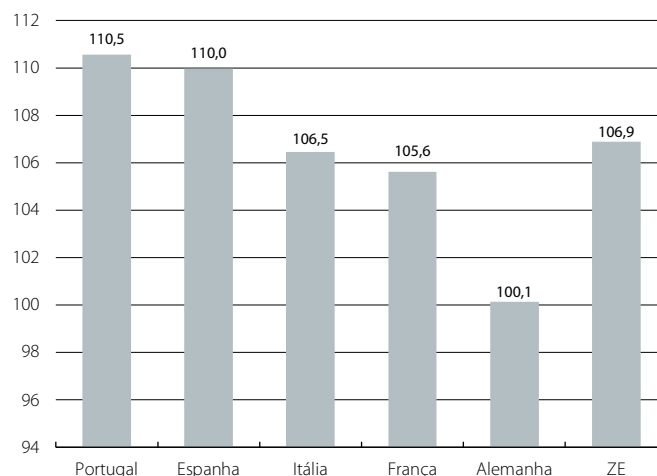
O PIB no 3T cresceu 0,8% em cadeia e 2,4% homólogo, em linha com o esperado pelo BPI Research e dando suporte ao cumprimento da nossa previsão de um avanço de 1,8% no conjunto do ano. O crescimento em cadeia reflete o maior contributo da procura interna, suportado pelo consumo privado que terá sido influenciado pelas medidas fiscais pontuais que se traduziram em incremento do rendimento disponível das famílias no trimestre.¹ A procura externa retirou valor à variação em cadeia do PIB, com as importações a crescerem mais do que as exportações, possivelmente reflexo do aumento das importações de serviços (viagens ao exterior de residentes) e de mercadorias (associadas ao aumento do investimento). O desempenho até ao 3T continua a colocar Portugal numa posição de destaque na recuperação pós pandemia no conjunto dos países do euro. Entretanto a informação disponível para o 4T é ainda escassa, destacando-se o indicador de sentimento económico da Comissão Europeia que se mantém confortavelmente acima dos 100 pontos, mas em desaceleração, sugerindo que a economia continuará a expandir, mas possivelmente a menor ritmo do que no 3T. De facto, a economia continua suportada pela robustez e resiliência do mercado de trabalho (em resultado do aumento do emprego e dos salários); recebimento de fundos europeus, com possibilidade de aceleração na sua execução na medida em que nos aproximamos do final do NGEU (2026); e também a redução de algum grau de incerteza associada ao conhecimento da nova política tarifária norte-americana devido ao acordo celebrado entre os EUA e a UE. No entanto, ressalvamos que a aplicação das tarifas acordadas poderá ter impacto nos dados do comércio internacional, alterando as atuais dinâmicas. Os riscos para a previsão do BPI Research estão equilibrados, embora a probabilidade de melhor desempenho da economia pareça ser ligeiramente superior. Para 2026, antecipamos um crescimento de 2%, influenciado por um conjunto mais forte de ventos favoráveis do que de proa (ver Dossier «Perspetivas 2026» nesta publicação).

Inflação em outubro suaviza ligeiramente. Com efeito, o IPC global abrandou 0,1 p. p. para 2,3%. Em contraponto, o IPC subjacente aumentou 0,1 p. p. para 2,1%. Assim, foram as componentes não subjacentes (energia e produtos alimentares não transformados) que estiveram na base deste abrandamento do IPC ao recuarem para -1,23% e 6,09%, respetivamente (0,3% e 6,97% em setembro). É de salientar que as dinâmicas mensais em outubro do IPC Global (variação de 0,0%) e do IPC Subjacente (variação de 0,1%) foram mais fracas relativamente à média histórica para o mês, o que deixa em aberto a possibilidade de cumprimento da previsão do BPI Research para o IPC médio em 2025 (2,3%).

O emprego continua a surpreender e a bater máximos históricos. De facto, a população empregada aumentou 3,6% homólogo (dados preliminares e ajustados de sazonalidade), colocando a média do ano em mais de 3% (substancialmente acima do crescimento médio anual de 2024, de 1,2%). Este dinamismo coloca o total de pessoas empregadas num novo máximo histórico, de

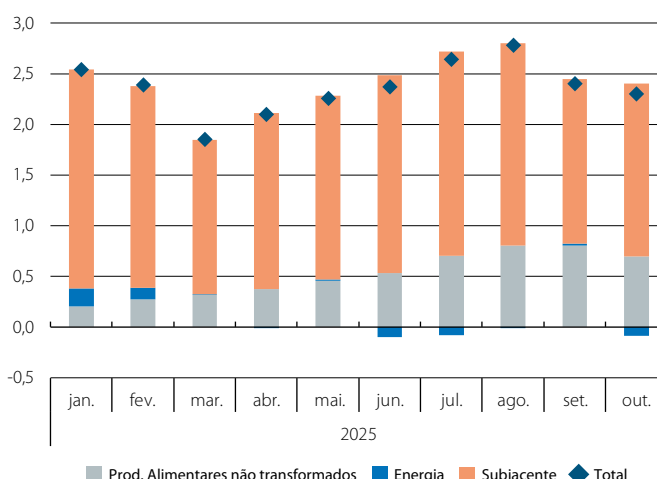
1. O aumento do rendimento das famílias e das pensões resultou das alterações ao IRS com efeitos retroativos ao início de 2025, com impacto no rendimento das famílias em setembro e outubro; e pagamento do suplemento extraordinário de pensão em setembro de 2025.

PIB 3T: recuperação face ao 4T 2019 Índice base 4T 2019



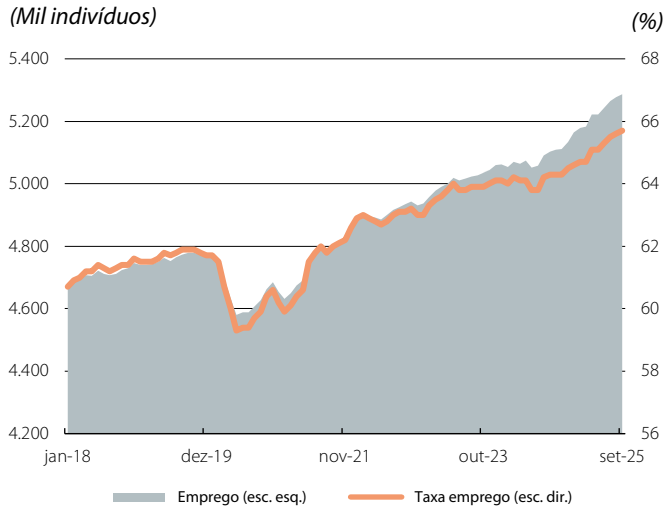
Fonte: BPI Research, com base nos dados do Eurostat e INE.

IPC: contributo para a variação homóloga (%)



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

População empregada e taxa de emprego (Mil indivíduos)



Nota: Dados ajustados de sazonalidade. Os dados de setembro são preliminares.

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

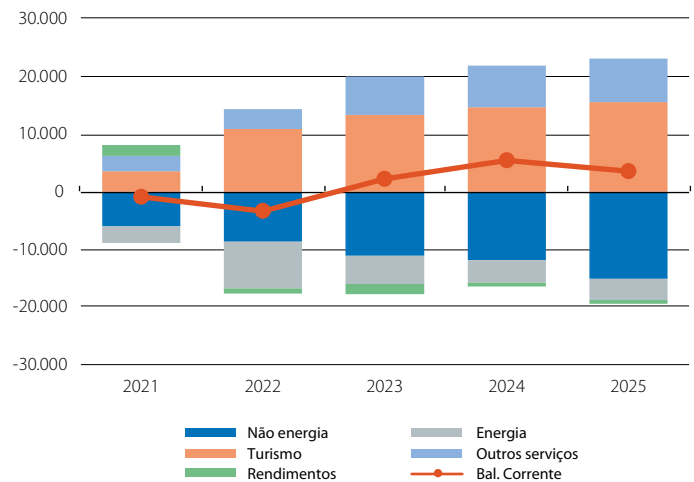
5.286.700 pessoas, com a taxa de emprego a superar também máximos históricos (em setembro, terá ficado em 65,7%, ou seja, quase 66% das pessoas em idade ativa estavam empregadas em Portugal). Por sua vez, a taxa de desemprego aumentou ligeiramente face a agosto (+0,1 p. p.), para 6,0%. Neste contexto, mantemos a expectativa de que a taxa de desemprego diminua em 2025 para 6,3%, esperando-se um crescimento assinalável do emprego (mais de 2% no conjunto do ano), um dado surpreendente e que reflete o dinamismo da economia.

Em agosto e em termos acumulados no ano, a balança corrente portuguesa registou um excedente de 3.534,2 milhões de euros (i.e. 1,7% do PIB), o que equivale a uma redução de 35% face ao excedente registado nos primeiros 8 meses de 2024. Esta evolução justifica-se pelo défice da balança de bens, que se agravou em 2.998 milhões de euros face ao homólogo, motivado pelo aumento das importações (+2.398 milhões de euros) e diminuição das exportações (-600 milhões de euros). Por outro lado, o excedente da balança de serviços aumentou 1.198 milhões de euros face a agosto de 2024, justificado essencialmente pelo aumento das exportações de serviços de viagens e turismo (+1.038 milhões de euros homólogo).

Turismo cresce, mas com nuances. Até ao 3T 2025, o número de hóspedes do setor turístico nacional avançou 3% em termos homólogos e 2,2% ao nível das dormidas. O crescimento foi mais acentuado nos hóspedes nacionais (+4,9%) comparativamente aos não residentes (+1,8%). Alguns dos principais mercados emissores tiveram um desempenho fraco, nomeadamente Espanha e França (com recuo de dormidas face ao homólogo). Pela positiva destaca-se o incremento de hóspedes provenientes do Canadá, Polónia e EUA. Já ao nível dos proveitos totais nos estabelecimentos de alojamento turístico, até setembro cresceram 7,6% comparativamente ao mesmo período de 2024, marcando o tom para novo registo recorde anual (em agosto de 2025 foi superada pela primeira vez a barreira mensal de 1.000 milhões de euros de proveitos).

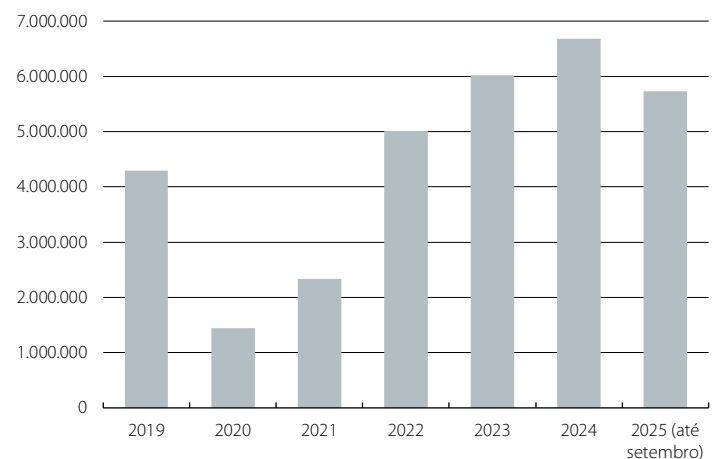
O dinamismo do crédito é transversal aos vários segmentos. A carteira de crédito do setor privado não financeiro continua a crescer a ritmos consideráveis: em setembro, cresceu quase 6% homólogo, um comportamento suportado por todos os segmentos de crédito, com especial destaque para o crédito à habitação. De facto, a carteira de crédito à habitação aumentou 8,0% homólogo, colocando o montante total perto dos níveis registados em meados de 2014 (ainda que esta comparação deva ser feita com especial cuidado, uma vez que o Banco de Portugal fez revisões às séries estatísticas, o que lhes retira comparabilidade). Para este dinamismo tem contribuído o notável crescimento das novas operações (+39,7% homólogo, no acumulado do ano até setembro), com o efeito das medidas fiscais para os jovens até aos 35 anos a refletir-se numa elevada atividade. De facto, o montante concedido nos primeiros 9 meses do ano é o mais elevado desde o início da série. Por sua vez, também as empresas têm recorrido mais a crédito bancário, com as novas operações até setembro a crescerem mais de 18% homólogo, colocando o início de 2025 como o melhor começo de ano desde 2015. Perante esta *performance*, a carteira de crédito das SNF tem crescido acima dos 2% homólogo. As expectativas para o 4T, reveladas no Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, apontam para a manutenção deste dinamismo: nas SNF, espera-se um aumento por parte das PME e empréstimos de longo prazo, e, no caso dos particulares, ligeiro aumento no crédito para compra de casa.

Portugal: balança corrente (Ytd agosto, milhões de euros)



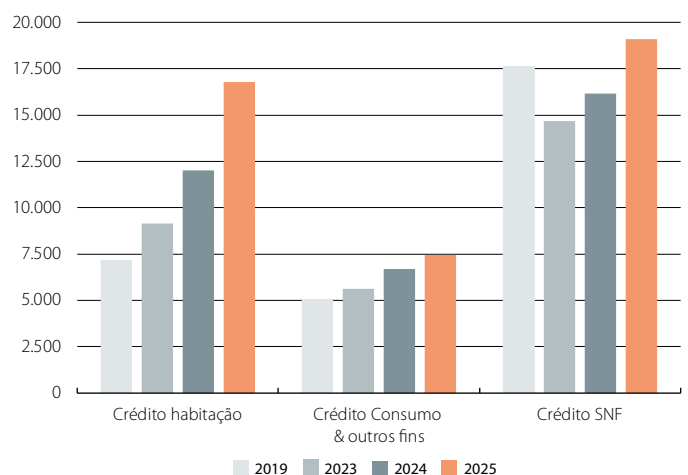
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Datastream.

Proveitos totais nos estabelecimentos de alojamento turístico (Milhares de euros)



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

Novas operações de crédito Acumulado no ano até setembro (milhões de euros)



Nota: Novas operações corrigidas de renegociações de crédito.

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

O setor do turismo na época alta de 2025

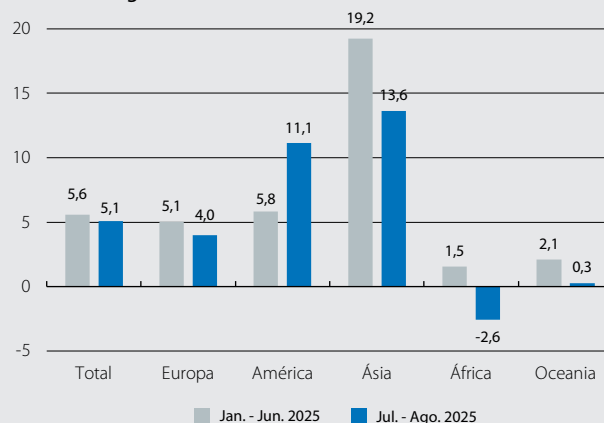
As exportações de viagens e turismo em julho e agosto de 2025¹ ascenderam a um valor perto dos 8 mil milhões de euros. Pese embora este número em termos absolutos seja mais um marco, o crescimento não foi tão forte como em anos anteriores. O crescimento homólogo desta cifra face a julho e agosto de 2024 ascendeu a 5,1% e no ano anterior tinha ascendido a 6,4%.² De facto, a diferença não é significativa, mas o que é de relevar é a uniformização dos ritmos de crescimento ao longo do ano: até junho as exportações de turismo tinham crescido 5,6% homólogo (11,1% em 2024) e neste período de época alta cresceram como já vimos 5,1% (6,4% em 2024).

Globalmente o que estes números sugerem é uma normalização da procura do turismo internacional em níveis sólidos, mas com nuances importantes por grandes grupos de mercados emissores (primeiro gráfico). Os ritmos de crescimento de exportações mais fortes são originados por turismo proveniente do continente Americano e Asiático, e também aqui se notam diferenças. Enquanto o crescimento do turismo asiático foi mais forte até junho (19,2% homólogo), o ritmo de crescimento do turismo americano só evoluiu a dois dígitos nos meses de época alta (11,1%). Os mercados mais maduros, os mercados europeus, tiveram um desempenho consistente, mas mais fraco no verão.

Quando observamos no segundo gráfico as exportações nos principais mercados emissores em época alta³ confirmamos o que já nos tinha sido revelado no primeiro – maior pujança dos mercados emissores americanos com os EUA e o Brasil a crescerem a ritmos de 12,4% e 8,4%, respetivamente.⁴ Outra visão importante é-nos oferecida quando se cruza a variação homóloga das dormidas com os dados das exportações. De uma forma genérica a evolução das exportações em época alta é mais forte do que a variação das dormidas. Aqui estará presente o efeito nominal (da inflação) mas também a sugestão de que haverá um deslocamento para segmentos mais altos e com maior valor despendido em cada dormida.⁵ Isso é particularmente visível nos dados do Brasil, cujas dormidas recuaram 1%, mas as exportações incrementaram 8,4%. Sublinhe-se também o recuo muito significativo

Crescimento das exportações de viagens e turismo

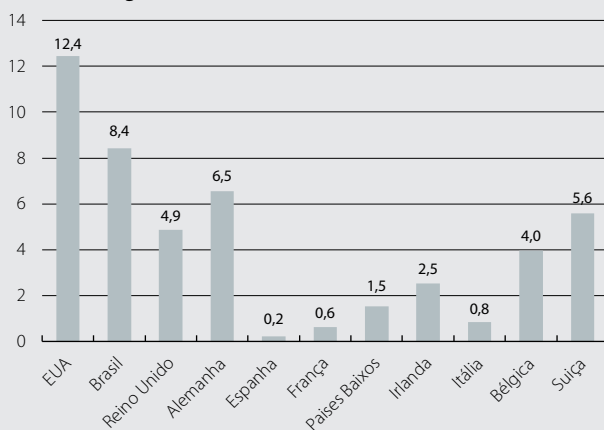
Var. homóloga (%)



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

Exportações de viagens e turismo (julho e agosto)

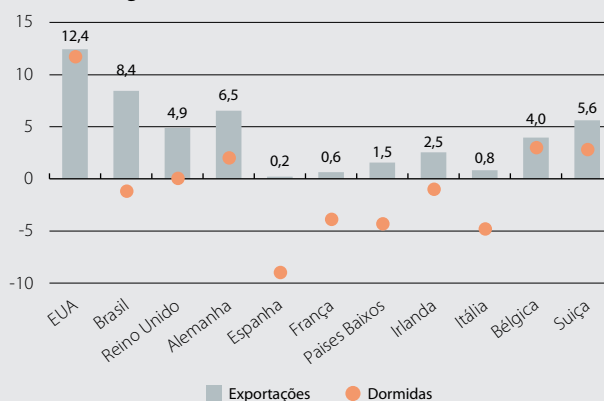
Var. homóloga (%)



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

Exportações e dormidas de turismo (julho e agosto)

Var. homóloga (%)



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

1. Por simplificação consideramos neste artigo julho e agosto como «época alta».

2. Em 2023, 11,3%, ainda em contexto de recuperação pós-pandemia.

3. Representam 80% das exportações de viagens e turismo na época alta.

4. Não dispomos dos dados mensais relativos às exportações para o Canadá, no entanto as dormidas com esta origem no período evoluíram também perto de 7% homólogo.

5. Esta ideia parece ser confirmada pela evolução dos proveitos de aposento por tipo de hotel visível no quarto gráfico.

das dormidas oriundas dos (importantes) mercados francês e espanhol.⁶

A dinâmica mais forte dos mercados de longo curso apresenta vantagens, desde logo a diversificação das origens do turismo e o facto de normalmente estarem associados a estadias mais longas e a turistas com maior poder de compra. O reverso da medalha vem sob a forma de encahecimento da oferta para os turistas nacionais e perda de quota nos mercados naturais (e tradicionais) da Europa. Por outro lado, o turismo de longo curso também está mais exposto a constrangimentos de rotas e capacidade aérea, flutuações no preço do petróleo, flutuações cambiais face ao euro e até questões de cariz geopolítico.

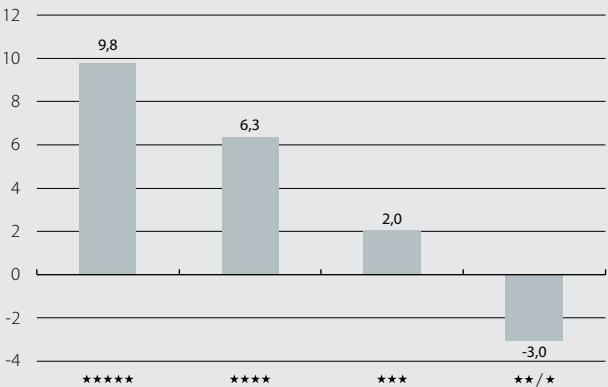
Neste artigo focámo-nos no turismo internacional, pela sua preponderância no total.⁷ Importa de qualquer forma referir que no global de 2025 e também na época alta tem sido o turismo de residentes⁸ aquele que apresenta maiores crescimentos face ao ano anterior, com destaque para o aumento de dormidas na RA Madeira (+32,8% até agosto). No turismo de não residentes, por regiões, destacaram-se na época alta o aumento homólogo das dormidas no Alentejo (+7,2%) e na Península de Setúbal (+5,1%).

Em suma, a época alta do turismo nacional em 2025 registou crescimento nas principais métricas, embora com menos exuberância do que em anos anteriores fruto da diluição dos efeitos de base. Assim, para 2025 estimamos um crescimento do VAB do Turismo em torno dos 11% o que se deverá traduzir num incremento do peso do Turismo no PIB para cerca de 17%.⁹

Tiago Belejo Correia

Proveitos de aposento por tipo de hotel (jul-ago 2025)

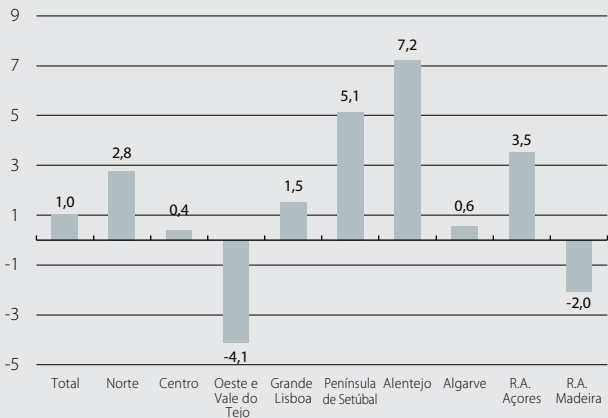
Variação homóloga (%)



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

Dormidas dos não residentes em época alta

Var. homóloga (%)



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

6. A propósito do mercado espanhol referir que ao nível dos hóspedes year-to-date até agosto o número de hóspedes espanhóis em Portugal recuou -4,4% homólogo e por contrapartida os hóspedes portugueses em Espanha aumentaram +6,1% (informação Travel BI do Turismo de Portugal – análise concorrentes, agosto 2025).

7. Year-to-date até agosto as dormidas de não residentes são cerca de 70% do total de dormidas.

8. Year-to-date até agosto as dormidas de residentes evoluíram 5,7% homólogo (1% para os não residentes).

9. Medido com base no conceito de «Consumo do turismo no território económico». Em 2024 este peso foi de 16,6%.

Quase equilíbrio orçamental ensombrado por alertas e riscos

Na reta final do ano, a Proposta de Orçamento do Estado para 2026 traz consigo o balanço de 2025 e as perspetivas fiscais para o Estado, famílias e empresas em 2026. Num exercício que marca a nossa publicação mensal de novembro, analisámos o OGE 2026 e partilhamos neste artigo as principais ideias e conclusões.

O ponto de partida é o cenário macroeconómico no qual a dinâmica das variáveis orçamentais assenta. Globalmente, está alinhado com as instituições que divulgaram recentemente as suas previsões, ainda que revele uma expectativa mais positiva do que, por exemplo, o cenário do BPI Research ou do Banco de Portugal, no andamento esperado para o consumo privado, investimento e, consequentemente, para as importações. Este otimismo pode-se refletir em menor receita do que o esperado pelo Executivo. Outro aspeto relevante prende-se com a descida esperada para a taxa de desemprego em 2025, que, para que se concretize, obrigaria a que o aumento em cadeia sazonal da taxa de desemprego no 4T 2025 fosse inferior ao que tem sido registado nos últimos anos.¹

O balanço das contas de 2025

Como sempre, a Proposta de Orçamento do Estado traz um balanço mais concreto para as contas públicas do ano corrente. Desta vez, as revisões em alta da despesa e da receita face ao inicialmente orçamentado foram semelhantes (em torno dos 1.300 milhões de euros, ou seja, 0,4% do PIB), o que justifica a manutenção do excedente orçamental em 0,3% do PIB, tal como inscrito no OGE 2025. Neste sentido, a revisão em alta da receita resulta, em larga medida, da revisão da receita fiscal (+1.850 milhões de euros), com proporções semelhantes entre impostos diretos e indiretos, o que pode ser justificado pelo nível de preços da economia mais elevado (medido pelo deflator do PIB e que resulta num crescimento do PIB nominal superior ao projetado no OGE 2025), pelo dinamismo surpreendente do mercado de trabalho (mais emprego e um crescimento superior ao inicialmente estimado das remunerações) e, consequentemente, mais consumo privado.² Neste contexto, estimamos que o maior crescimento do consumo privado pode justificar cerca de 500 milhões de euros de receita adicional de impostos indiretos, principalmente pela maior receita de IVA. Ainda assim, caso a revisão dos escalões de IRS não tivesse ocorrido, estaríamos a falar de uma revisão em alta da receita fiscal superior a 2.000 milhões de euros, ou seja, em cerca de 0,8% do PIB.

Do lado da despesa, destaca-se a revisão em alta das despesas com pessoal, mas, principalmente, das prestações sociais (no conjunto, foram revistas em alta em mais de 2.200 milhões de euros face ao OGE 2025), explicado, por exemplo, pelos maiores encargos com pensões de velhice, pelo suplemento extraordinário de pensões ou o Complemento Solidário para Idosos (com um gasto adicional conjunto de cerca de 840 milhões de euros). Em sentido contrário, o Executivo reviu em baixa a expectativa de execução do investimento, em cerca de 670 milhões de euros face ao OGE 2025 (-0,2% do PIB).

O que nos traz o OGE 2026

É esperado que o saldo orçamental volte a diminuir em 2026, para um quase equilíbrio, resultado de um aumento da despesa superior ao da receita. Ainda assim, se excluirmos o efeito negativo que os empréstimos do PRR têm nas contas públicas, o excedente orçamental seria de 0,8% do PIB em 2025 e 0,6% em 2026. A redução esperada do saldo primário estrutural revela uma política orçamental expansionista em 2026, sendo de destacar, em sentido negativo, o crescimento da despesa corrente primária em cerca de 4% face a 2025, o que, a confirmar-se, representa um aumento de mais de 50% face ao pré-pandemia, um comportamento explicado quase totalmente pelas despesas com pessoal e prestações sociais. Esta trajetória aponta para um acentuar da rigidez da despesa pública, o que a torna mais difícil de ajustar num cenário de debilidade.

O aumento esperado da receita total é explicado principalmente pelas contribuições sociais (+2.350 milhões de euros) e impostos indiretos (+2.100 milhões), ou seja, o Executivo estará bastante dependente de um mercado de trabalho robusto e de uma economia vigorosa para fazer face à despesa. Ainda assim, considerando a relação histórica entre o PIB e a receita fiscal e contributiva (e ajustado das medidas orçamentais conhecidas até ao momento, como a redução em 1 p. p. da taxa de IRC), estimamos uma ligeira sobrestimação, em torno de 0,1% do PIB. No entanto, caso a economia evolua mais em linha com o projetado pelo BPI Research, podemos estar a falar de menos 0,3 p. p. do PIB face ao inscrito no OGE.

Por sua vez, o aumento esperado para a despesa no próximo ano é explicado, em grande parte, pelo efeito de arrastamento das medidas tomadas em anos anteriores (a título de exemplo, a atualização regular das pensões). O CFP estima que este efeito agrave a despesa pública em 2026 em cerca de 3.900 milhões de euros.³ Para além disso, o CFP

1. Ainda assim, estimamos que essa eventual sobrestimação tenha um impacto diminuto na expectativa de gastos com prestações de subsídio de desemprego no acumulado de 2025-2026 (em torno de 0,06 p. p. do PIB).

2. Mais concretamente, o Governo estima agora um crescimento do PIB nominal de 5,7% (vs. 4,8% no OGE 2025), o emprego aumenta 1,7% (vs. 0,7%), a taxa de desemprego deverá ficar nos 6,1% (vs. 6,5%) e o consumo privado aumenta 3,4% (vs. 2,0%).

3. O Governo, no quadro de políticas invariantes, estima que as medidas da despesa resultem num agravamento de quase 4.300 milhões de euros. A diferença entre a estimativa do CFP e do Executivo encontra-se no consumo intermédio: o Governo estima um agravamento em 280 milhões de euros e o CFP estima que o efeito de arrastamento implica uma redução de 97 milhões de euros em 2026. Para mais informações, ver CFP (2025). «Análise da Proposta de Orçamento do Estado para 2026».

Principais rubricas das contas públicas (% PIB)

	2019	2025	2026	Variação 2026-2019		Variação 2026-2025		
				% PIB	Milhões euros	TVH %	Contributos	Milhões euros
Receita corrente	42,2	42,4	41,9	-0,3	43.840	3,6	3,5	4.719
Receita fiscal e contributiva	36,6	36,7	36,6	0,0	38.959	4,6	3,8	5.181
Receita capital	0,4	1,8	1,9	1,5	5.300	12,2	0,5	664
Receita total	42,6	44,2	43,8	1,2	49.141	4,0	-	5.383
Consumo intermédio	5,1	5,2	5,0	-0,1	5.183	1,2	0,1	184
Despesas com pessoal	10,8	10,6	10,6	-0,1	10.990	5,1	1,2	1.644
Prestações sociais	18,2	18,0	18,1	-0,1	19.073	5,4	2,2	2.973
Juros	2,9	2,0	2,1	-0,9	349	4,9	0,2	305
Subsídios	0,4	0,5	0,4	0,0	419	-10,3	-0,1	-158
Investimento	1,9	3,3	3,4	1,6	6.949	6,8	0,5	697
Despesa total	42,5	43,9	43,7	1,3	49.128	4,5	-	6.069
Despesa Corrente Primária	36,7	37,3	37,1	0,3	39.996	4,1	3,5	4.665
Saldo Global	0,1	0,3	0,1	0,0	14	-	-	-685
Saldo primário	3,0	2,4	2,1	-0,9	363	-	-	-380
Saldo primário estrutural	2,0	2,7	2,3	0,3	3.084	-	-	-886
Dívida Pública	116,1	90,2	87,8	-28,3	31.518	-	-	5.551

Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE, Proposta OGE 2026 e Relatório de Elementos Informativos (OGE 2026).

estima que o cenário macroeconómico contribua para um agravamento da despesa pública em cerca de 2.600 milhões de euros e as novas medidas de política de 2026 (a atualização do Complemento Solidário para Idosos e as prestações de parentalidade) resultem num acréscimo de despesa de 375 milhões de euros. Em sentido contrário, as medidas pontuais e *one-offs* de 2025 não voltam a repetir-se em 2026 (como o suplemento extraordinário às pensões), que o CFP estima que resultem num efeito positivo em 2026 de cerca de 1.860 milhões de euros.

Concretizando em termos de rubricas, cerca de 2/3 do aumento da despesa é atribuído ao incremento das prestações sociais e despesas com pessoal. Mais concretamente, do aumento de quase 3.000 milhões das prestações sociais, cerca de 1.680 milhões resultam do efeito de arrastamento (incluem o efeito da atualização automática das pensões, em torno de 700 milhões de euros, e o efeito composição,⁴ em 980 milhões). Para além disso, acrescem novas medidas: o aumento em 40 euros mensais do Complemento Solidário para Idosos e o aumento em 2 meses do subsídio parental inicial (com custo conjunto de 375 milhões de euros). O incremento das despesas com pessoal engloba o impacto dos acordos salariais e valorizações de carreira, a par do aumento do Rendimento Mínimo Mensal Garantido. Ou seja, grande parte do aumento esperado é explicado por medidas tomadas em anos anteriores (cerca de 1.250 milhões de euros).

Por fim, nota para a expectativa traçada para o investimento público, que, a confirmar-se, poderá atingir o peso no PIB mais elevado desde 2011. O PRR continua a ter um papel muito relevante na recuperação do investimento público: se excluirmos o efeito deste programa, o investimento público atingiria apenas os 2,4% do PIB, semelhante a 2022.

4. O efeito composição inclui o aumento da pensão média por indivíduo e a variação do número de pensionistas.

Na avaliação do andamento deste indicador deve considerar-se o efeito adverso que um fraco investimento tem posteriormente nas infraestruturas e na qualidade do serviço público prestado. Neste âmbito, importa ter presente que Portugal era, em 2019, o país com menor investimento público em percentagem do seu PIB no conjunto dos países da UE e que, em 2024, era o segundo pior.

Neste contexto, o Executivo mantém uma trajetória de redução do rácio de dívida pública, maioritariamente explicado pelo andamento da economia. Depois de antecipar uma redução de 3,4 p. p. em 2025, para 90,2% do PIB, o Governo antecipa que a redução seja menor em 2026, de 2,4 p. p., para 87,8% do PIB, com o menor contributo da performance económica do país e uma redução do saldo primário. A confirmar-se, o rácio fica abaixo dos 90% pela primeira vez desde 2009.

O que podemos esperar do cumprimento das regras fiscais europeias?

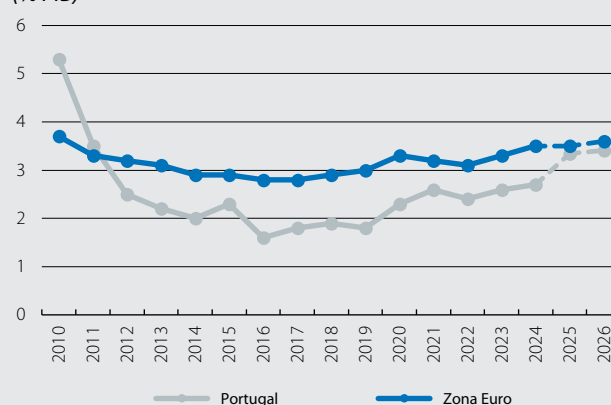
O Governo reviu em alta o crescimento da despesa primária líquida em 2025 face àquilo que se tinha comprometido no Plano Orçamental Estrutural de Médio Prazo e em baixa para 2026 (mais concretamente, de 5,0% para 5,5% em 2025, e de 5,1% para 4,8% em 2026). Com estes novos dados, o crescimento médio nos 4 anos (2025-2028) fica ligeiramente acima do acordado com a Comissão Europeia (3,7% vs. 3,6%) e o acumulado dos desvios anuais é de 0,3 p. p. do PIB até 2026. De recordar que o Procedimento por Défice Excessivo apenas é ativado quando o desvio registado na conta controlo é superior a 0,3 p. p. por ano ou em 0,6 p. p. no acumulado dos anos. Ao mesmo tempo, Portugal deverá cumprir com a redução mínima anual do rácio de dívida, de 1 p. p. No entanto, importa também considerar as estimativas de outras instituições de referência, nomeadamente o CFP e a UTAO, que retiram conclusões distintas: ambas concluem que o desvio acumulado até 2026 será superior ao estimado pelo Governo e pode exceder ou ficar perto do desvio acu-

mulado permitido no âmbito das novas regras fiscais (0,9% e 0,6% pelo CFP e UTAO, respetivamente). No entanto, ambas reiteram também que a ativação da cláusula de derrogação nacional (que traz mais flexibilidade para o investimento em defesa) permite ao país manter o cumprimento das novas regras orçamentais europeias (colocando os desvios acumulados até 2026 em 0,5% e 0,2%, pelo CFP e UTAO, respetivamente).

Em suma, o catálogo de riscos continua repleto de desafios que podem pôr em risco o equilíbrio das contas públicas, e vão desde os riscos geopolíticos, os decorrentes da guerra tarifária, as oscilações nos mercados financeiros (com eventual impacto no agravamento dos custos de financiamento) até à incerteza política em França; a estes, juntam-se outros de carácter doméstico, como a insuficiente execução dos fundos europeus e o seu impacto no investimento, ou uma eventual desaceleração da atividade económica com efeitos adversos na arrecadação da receita fiscal e contributiva. Em termos orçamentais, são ainda de destacar uma eventual pressão sobre as contas públicas decorrente da aprovação de medidas que possam agravar a despesa, o impacto das medidas do pacote habitação ou a materialização dos passivos contingentes em despesa.⁵ Neste contexto, releva-se a necessidade premente de descida continuada dos níveis de endividamento público, a par do compromisso no equilíbrio das contas públicas.

Vânia Duarte

Investimento público em Portugal e na Zona Euro (% PIB)



Nota: As previsões para 2025 e 2026 foram retiradas do OGE 2026 para Portugal e das previsões da Primavera da Comissão Europeia para a Zona Euro.

Fonte: BPI Research, com base nos dados do Eurostat, OGE 2026 e Previsões da Primavera da CE.

5. O CFP esclarece que as medidas relativas à habitação já foram anunciadas pelo Governo, mas não se encontram mensuradas no OGE 2026. No que diz respeito aos passivos contingentes, o CFP destaca as garantias públicas ou a reposição do equilíbrio financeiro em PPPs.

O desempenho recente do setor agrícola: produtividade e comércio externo

Na última década, a agricultura tem reduzido em média o seu peso no mercado de trabalho e na economia,¹ apesar da ligeira recuperação desde a queda acentuada que se verificou em 2022, devido aos efeitos adversos da guerra na Ucrânia. Esta representa, no entanto, uma trajetória esperada, visto que o peso do setor primário vai diminuindo à medida que a economia se vai desenvolvendo e tornando mais avançada, o que também se verifica na generalidade dos países europeus.²

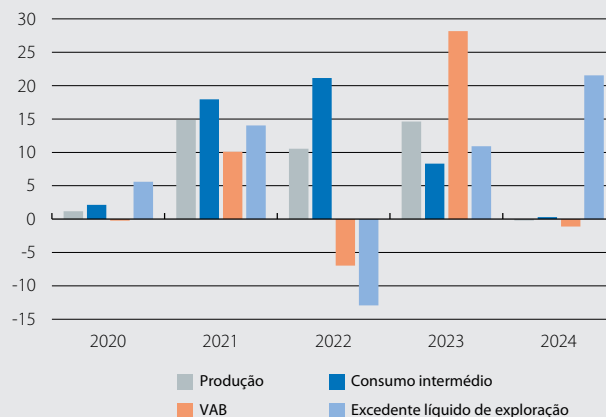
O primeiro gráfico mostra-nos que, apesar da menor relevância económica, este setor tem-se mostrado dinâmico. Depois da recuperação pós-pandemia, o valor acrescentado bruto (VAB) e o excedente líquido de exploração diminuíram em 2022 pelo grande aumento dos preços das matérias-primas nos mercados internacionais, que se traduziu no aumento dos consumos intermédios. Mais recentemente, a agricultura voltou a recuperar o seu contributo: 2023 e 2024 foram os anos em que o VAB e o excedente líquido mais aumentaram no período considerado (respetivamente, o VAB cresceu +28,2% em 2023 e o excedente líquido +21,5% em 2024). Pese embora o facto de que a expansão do excedente em 2024 foi justificada principalmente por fatores exógenos³ (apoios europeus) e não pelo próprio desempenho orgânico da agricultura, para o qual se espera uma evolução positiva nos próximos anos.

Produtividade das culturas

Num artigo anterior⁴ vimos que, em 2024, a produção vegetal tinha diminuído ligeiramente em valor (-1,4%, resultante de um aumento de +5,1% no volume e redução de -6,2% nos preços) e a produção animal estagnado (+3,6% em volume e -3,5% no nível de preços). Foi um ano marcado por condições meteorológicas favoráveis às explorações agrícolas, assim como pela redução dos preços de mercado em vários bens, o que nos leva a analisar como a produtividade das culturas tem evoluído (ver segundo gráfico). A eficiência e inovação dos métodos, máquinas e equipamentos agrícolas utilizados apresentam perspectivas positivas em algumas culturas. Por exemplo, a azeitona é das culturas com maior representação (aproximadamente 20% da produção vegetal) e cuja produtividade, embora relativamente reduzida, mais tem crescido nos últimos 5

Contas económicas da agricultura

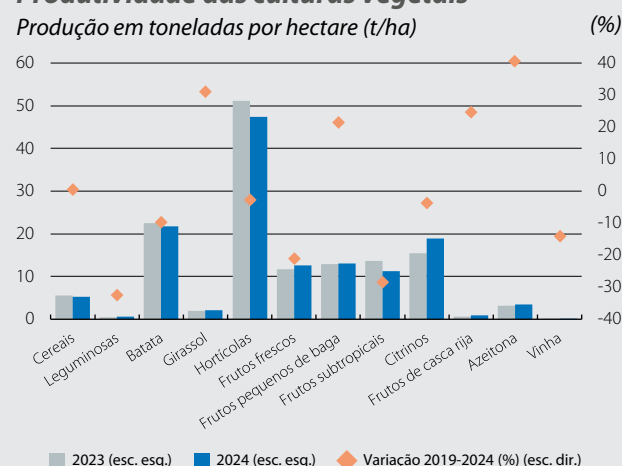
Varição anual (%) a preços correntes



Fonte: BPI Research, com base nas Estatísticas Agrícolas do INE.

Produtividade das culturas vegetais

Produção em toneladas por hectare (t/ha)



Fonte: BPI Research, com base nas Estatísticas Agrícolas do INE.

anos, em resultado da expansão do olival,⁵ do aumento da procura e da modernização das colheitas. Por outro lado, os hortícolas são a categoria mais relevante (representando cerca de 41% da produção vegetal, nomeadamente o tomate para indústria – 25%), e apesar da respetiva produtividade ter estagnado nos últimos 5 anos e inclusive ter decrescido em 2024, já é a mais elevada entre os principais grupos de produtos, indicando que os recursos podem estar a ser direcionados para otimizar a produção das culturas mais ineficientes, como a azeitona, o girassol e os frutos de casca rija. Esta conclusão pode ser estendida à batata e aos citrinos, que beneficiaram dos maiores níveis de precipitação em 2024. Em geral, a evolução não tem sido uniforme, mas o investimento por parte das empresas do setor parece estar a evoluir positivamente em algumas culturas importantes, canalizando recursos para as menos produtivas, em

5. Em 2024 foi realizada a segunda maior campanha produtiva de azeite de sempre.

1. O setor primário representava 2,9% da população empregada em 2024 (-0,8 p. p. face a 2014) e o VAB da agricultura era cerca de 1,9% do PIB a preços constantes (-0,2 p. p. face a 2014), segundo o INE.

2. De acordo com o Eurostat, o peso do VAB da agricultura, floresta e pescas no PIB da União Europeia diminuiu -0,1 p. p. entre 2014 e 2024.

3. O excedente líquido de exploração agrícola foi impulsionado em 2024 essencialmente pelos subsídios à produção oriundos dos fundos europeus agrícolas de garantia e de desenvolvimento regional (FEAGA e FEADER) e do plano estratégico da Política Agrícola Comum (PEPAC) para o período entre 2023 e 2027.

4. Ver o Focus «As contas económicas da agricultura em 2024» no IM02/2025.

vez de se focarem apenas nas que já possuem uma produção por hectare elevada.

Comércio externo

Na frente externa é importante referir que em 2024 o défice comercial do setor agroalimentar diminuiu pela primeira vez desde 2020, em cerca de 627,7 milhões de euros. As exportações e importações aumentaram +738,8 e +111,1 milhões para 9.094,4 e 12.771,4 milhões, respetivamente, considerando os grupos de bens apresentados no terceiro gráfico. Além das boas expectativas sobre a produtividade, o comércio externo agrícola, que tem estado numa trajetória negativa, recuperou por via do aumento da procura externa, da produção e da rentabilidade, nomeadamente as gorduras e óleos, cujo saldo ganhou +482,7 milhões (reforçando o peso já dominante das respetivas exportações para 21,1%, +3,5 p. p. do total exportado), apoiado pela quantidade produzida de azeitona que aumentou para 1,34 milhões de toneladas em 2024 (+12,2% face a 2023), passando a representar 20% do total (como referido anteriormente). Portugal acompanhou a recuperação sentida no resto da Europa, contribuindo para o alívio nas contas externas e na procura interna, pois a população ganhou poder de compra no consumo de azeite por via de uma das reduções mais acentuadas dos preços de mercado (-29,3% nos preços do azeite em 2024, face a 2023). Em segundo lugar, os cereais já tinham providenciado um contributo acrescido para o saldo externo em 2023, que foi reforçado em 2024 adicionando +233,3 milhões ao saldo comercial através das recuperações significativas no milho (+118,4 milhões) e no trigo (+100,2 milhões). Tal foi favorecido pelas melhores condições meteorológicas e é refletido em parte

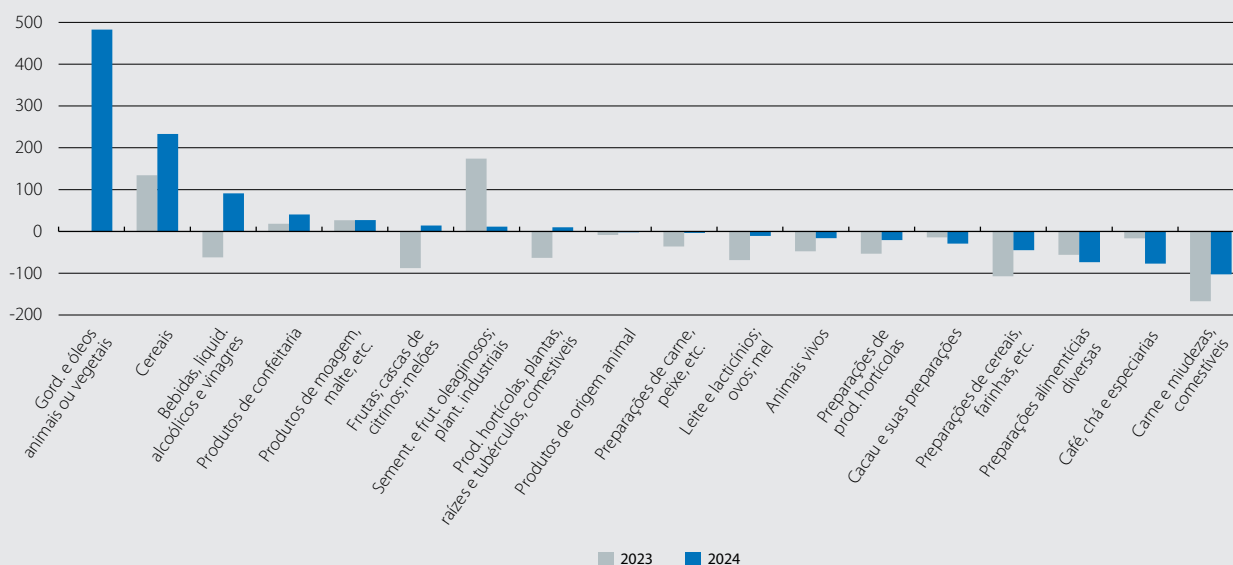
pela normalização dos preços dos cereais desde o pico alcançado em 2022.⁶ Por fim, o saldo das bebidas, líquidos alcoólicos e vinagres também foi dinamizado (+91,2 milhões) por via da queda nas importações (-67,5 milhões), nomeadamente nas categorias relacionadas com vinhos. Pela negativa, destacam-se a carne e miudezas, com um saldo que voltou a cair (-102,8 milhões de euros em 2024, face a 2023), motivado maioritariamente pela carne bovina (-82,3 milhões) e o considerável aumento das respetivas importações (+91,2 milhões), já que o aumento da produção nacional em volume de bovinos (+5,3%) não foi suficiente para responder às necessidades internas de consumo. É importante referir que o consumo de carne bovina em Portugal apresenta uma das maiores dependências externas, sublinhada pelo respetivo grau de autoaprovisionamento bastante inferior a 100% (50,9%).

Globalmente, as dinâmicas analisadas refletem um desempenho positivo do setor agroalimentar. Por um lado, o valor produzido e acrescentado, assim como o excedente líquido de exploração aumentaram desde 2022 e compensaram os consumos intermédios, também pela via dos subsídios recebidos no âmbito dos fundos europeus e da PAC. Tal acabou por impulsionar o comércio externo, nomeadamente nas rubricas das gorduras e óleos e dos cereais. Por outro lado, embora a formação bruta de capital fixo na agricultura esteja a seguir uma trajetória ascendente, o investimento em inovação e eficiência deve continuar a ser estimulado, para diminuir o défice de produtividade do setor face à União Europeia, que tem vindo a evidenciar convergência nos últimos anos.⁷

Tiago Miguel Pereira

Saldo comercial do setor agroalimentar por grupos de produtos

Variação anual (milhões de euros)



Fonte: BPI Research, com base nas Estatísticas Agrícolas do INE.

6. Segundo a *TradingEconomics*, os futuros de trigo (milho) estão sistematicamente abaixo dos 600 (500) \$/alqueire desde meados de 2024 (2023), quando ultrapassaram os 1150 (800) \$/alqueire após o início da guerra na Ucrânia.

7. Quando medida, por exemplo, pelo rendimento real de fatores por unidade de trabalho anual (Eurostat).

Indicadores de atividade e emprego

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
Índice coincidente para a atividade	3,9	2,0	1,9	1,8	1,7	1,8	1,8	1,8	...
Indústria									
Índice de produção industrial	-3,1	0,8	-0,4	-2,3	1,2	2,6	3,0	2,0	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-7,4	-6,2	-4,2	-5,1	-4,8	-3,4	-3,3	-3,0	-3,7
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	7,5	6,5	23,6	39,4	19,2	-62,9	17,9	...	...
Compra e venda de habitações	-18,7	14,5	32,5	25,0	15,5	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária)	9,1	8,5	13,2	15,8	17,4	18,2	18,1	17,7	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	19,0	6,3	6,3	4,6	4,0	2,6	3,2	2,6	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	7,7	5,6	10,9	12,5	6,6	12,9	13,5	12,4	10,7
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	1,1	3,2	5,0	4,5	4,8	5,2	4,4	5,0	...
Indicador coincidente do consumo privado	3,1	2,8	3,4	3,6	3,3	3,0	3,0	2,9	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-28,6	-18,0	-14,3	-15,5	-17,9	-16,1	-16,2	-16,5	-15,9
Mercado de trabalho									
População empregada	2,3	1,2	1,3	2,4	2,9	3,7	3,7	3,6	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,5	6,4	6,7	6,6	5,9	5,8	5,9	6,0	...
PIB	3,1	2,1	2,6	1,7	1,8	2,4	-	-	-

Preços

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
Inflação global	4,4	2,4	2,6	2,3	2,2	2,6	2,8	2,4	2,3
Inflação subjacente	5,1	2,5	2,7	2,3	2,3	2,3	2,4	2,0	2,1

Setor externo

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-1,4	2,0	2,0	5,3	4,3	...	1,3	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-4,0	2,0	2,0	5,4	6,9	...	6,0	...	...
Saldo corrente	1,5	6,0	6,0	4,2	3,7	...	4,1	...	...
Bens e serviços	4,1	6,5	6,5	5,2	4,5	...	4,7	...	...
Rendimentos primários e secundários	-2,6	-0,6	-0,6	-0,9	-0,9	...	-0,6	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	5,5	9,1	9,1	7,5	7,1	...	7,5	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	-2,3	7,5	7,5	6,5	5,4	6,3	6,0	6,3	...
À ordem	-18,5	-0,3	-0,3	5,0	5,1	8,6	7,5	8,6	...
A prazo e com pré-aviso	22,2	15,3	15,3	7,8	5,8	4,3	4,6	4,3	...
Depósitos das Adm. Públicas	-12,4	26,7	26,7	29,3	39,6	-0,4	17,0	-0,4	...
TOTAL	-2,6	7,9	7,9	7,1	6,4	6,1	6,3	6,1	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	-1,5	1,9	1,9	3,3	4,9	5,8	5,6	5,8	...
Empresas não financeiras	-2,1	-1,0	-1,0	0,1	2,2	2,3	2,6	2,3	...
Famílias - habitação	-1,5	3,0	3,0	4,9	6,4	8,0	7,5	8,0	...
Famílias - outros fins	0,2	5,4	5,4	5,7	6,6	6,9	6,4	6,9	...
Administrações Públicas	-5,5	0,6	0,6	-8,0	3,8	4,8	2,4	4,8	...
TOTAL	-1,7	1,9	1,9	2,9	4,9	5,8	5,5	5,8	...
Taxa de incumprimento (%)²	2,7	2,4	2,4	2,3	2,3	...	-	-	-

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

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

A procura interna: suporte da economia espanhola

A procura interna assume maior protagonismo. A economia espanhola continua a registar progressos significativos. O PIB cresceu 0,6% em cadeia no 3T 2025, muito acima, como vem sendo habitual, da taxa de crescimento da Zona Euro de 0,2%. A composição do crescimento apresenta um quadro muito favorável, embora misto. A economia está a crescer porque as famílias estão a gastar mais – o consumo privado cresceu 1,2% em cadeia – e porque as empresas estão a investir mais – o investimento cresceu 1,7% em cadeia. Pontualmente, assistimos também a uma recuperação do consumo público, que cresceu 1,1% em cadeia, mas isto após três trimestres de quase estagnação, pelo que, em termos homólogos, o consumo público cresceu uns modestos 1,3% no 3T.

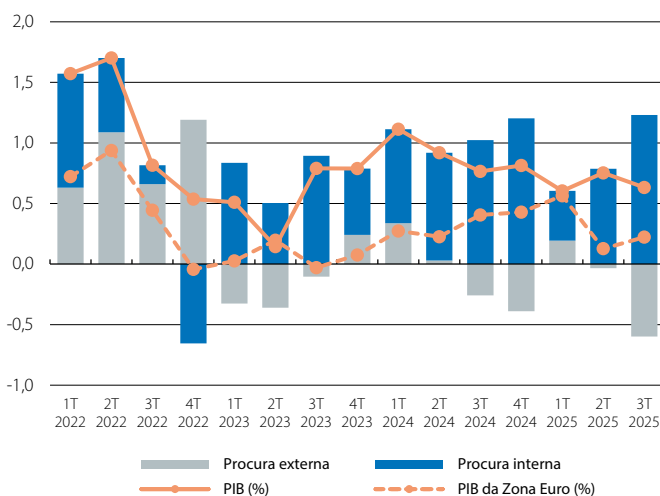
Em termos globais, a procura interna contribuiu com 1,2 p. p. para o crescimento do PIB em cadeia. Um valor muito elevado que, com exceção do 4T 2024, não se via desde o final de 2021, em plena recuperação pós-pandemia. A nota negativa foi a procura externa, que subtraiu 0,6 p. p. ao crescimento do PIB. Este desempenho deve-se a uma queda de 0,6% em cadeia das exportações e a um notável aumento de 1,1% em cadeia das importações. Por conseguinte, se o setor externo foi um dos principais pilares do crescimento em 2023 e ainda conseguiu contribuir ligeiramente para o crescimento do PIB em 2024, está a subtrair em 2025.

Tendências distintas: a balança comercial de bens está a deteriorar-se, enquanto a balança comercial de serviços está a melhorar. O fraco desempenho das exportações no 3T deveu-se ao capítulo das exportações de mercadorias. Os dados aduaneiros até agosto confirmam que a balança comercial de mercadorias continuou a deteriorar-se, o que se deve inteiramente aos produtos não energéticos. Consequentemente, no ano até agosto, a balança comercial de bens não energéticos apresentou um défice de 0,8% do PIB, em comparação com um défice de apenas 0,1% do PIB no mesmo período do ano passado. A maior parte das 7 décimas de ponto percentual do PIB que perdemos deve-se a um menor crescimento das exportações, que estão provavelmente a sentir os efeitos da viragem protecionista nos EUA. Em contrapartida, os serviços continuam a ter um desempenho muito bom, embora não compensem totalmente a deterioração do lado dos bens. Por conseguinte, os serviços de turismo avançaram em linha com o desempenho do ano anterior e os serviços não turísticos tiveram um desempenho superior: o excedente acumulado até agosto situou-se em 1,9% do PIB, mais 0,3 p. p. do que no mesmo período de 2024. Em todo o caso, o excedente da balança de transações correntes não está em risco: no ano até agosto, a balança de transações correntes apresenta um excedente de 2,2%, apenas menos 0,3 p. p. do que no mesmo período do ano anterior.

Os primeiros indicadores sugerem que a procura interna continua a ser robusta. A força da procura interna é largamente sustentada por um mercado de trabalho forte. De acordo com o EPA (inquérito ao emprego espanhol), o emprego cresceu 0,4% em cadeia no 3T, um ritmo dinâmico. Os dados de inscrição na Segurança Social relativos a outubro, o primeiro mês disponível do 4T,

Espanha: PIB

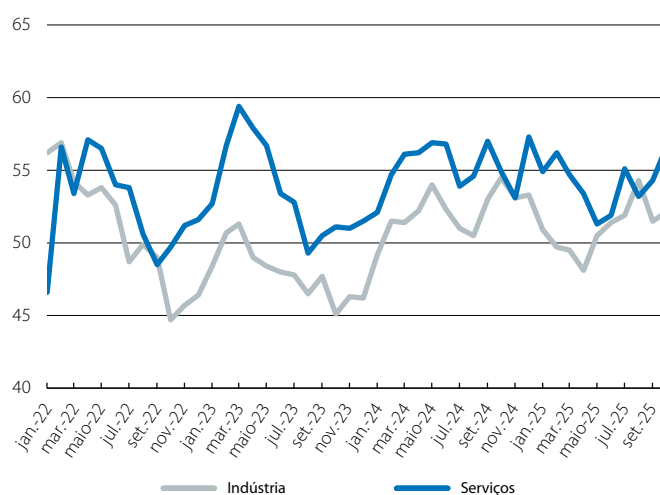
Variação em cadeia (%) e contribuições (p. p.)



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

Espanha: PMI

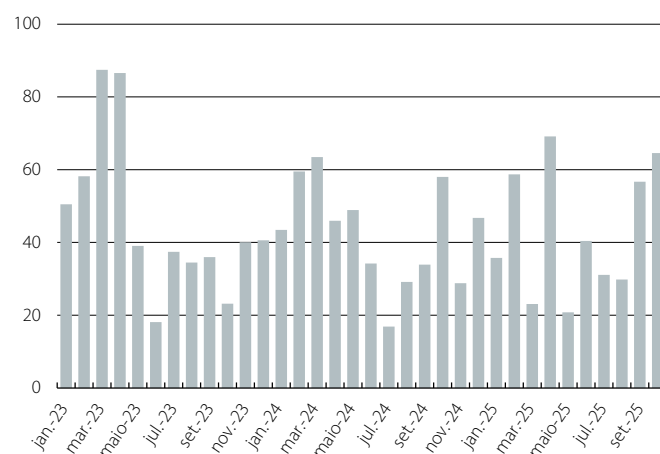
Nível



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

Espanha: inscritos na Segurança Social*

Variação mensal (milhares de pessoas)



Nota: * Séries corrigidas de sazonalidade.

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

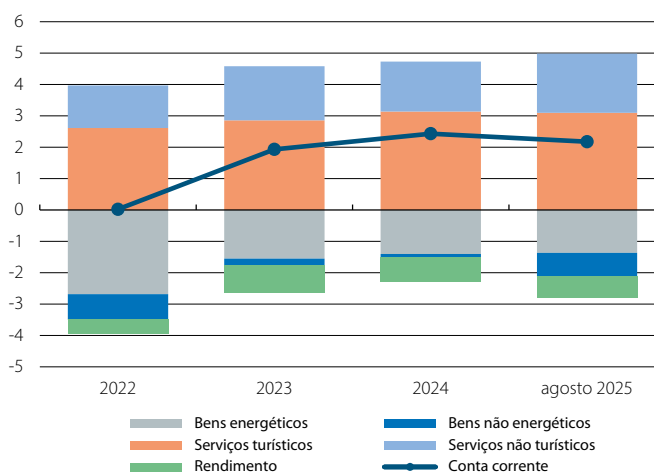
continuam a surpreender pela positiva, com um aumento de quase 142.000 trabalhadores, o maior aumento num mês de outubro, exceto em 2021. Com este valor, as matrículas em outubro já estão 0,52% acima da média de matrículas do 3T, pelo que tudo aponta para uma aceleração da taxa de crescimento das matrículas em cadeia no 4T (o crescimento em cadeia no 3T foi de 0,48%).

Os índices PMI também sugerem uma boa evolução da atividade. O PMI da indústria transformadora aumentou 0,6 pontos em outubro, para 52,1, muito acima do limiar de crescimento do setor, que é de 50 pontos. O PMI para o setor dos serviços também ganhou 2,3 pontos para 56,6, um máximo de 10 meses, apontando para um ritmo de crescimento notável no setor. Por último, com dados até 21 de outubro, o indicador de consumo do CaixaBank Research, baseado nos gastos com cartões e levantamentos devidamente anonimizados, apresentou uma aceleração da taxa de variação homóloga de 0,4 p. p. face ao mês anterior, para 4,8% (3,2% na média do 3T). Globalmente, os bons números relativos ao emprego e os indicadores de sentimento e de consumo apontam para que a procura interna se mantenha forte no último trimestre do ano.

A eletricidade mantém a inflação em cerca de 3%. Em outubro, a inflação em Espanha situou-se em 3,1%, 0,1 p. p. acima do mês anterior e aumentando o diferencial em relação à Zona Euro, cuja inflação desceu 0,1 p. p. para 2,1%. Este diferencial, que à primeira vista pode parecer preocupante, deve ser relativizado, pois explica-se em grande parte pela componente energética. A inflação subjacente, que exclui a componente energética e os alimentos do cálculo, situou-se em 2,7% em Espanha em setembro, face a 2,4% na Zona Euro, uma diferença muito menor. Não obstante, persiste um certo diferencial, mesmo na subjacente, que decorre da componente de serviços. Se analisarmos em pormenor esta componente, a sua evolução é cada vez mais marcada pela dinâmica dos serviços de reavaliação periódica. Na sua última atualização, estes serviços registaram um aumento notável, o que mantém a sua taxa de variação anual estável em níveis relativamente elevados. Este é o caso, por exemplo, do seguro de saúde e do seguro automóvel, cuja inflação média até setembro deste ano, último mês para o qual existem dados desagregados, é de 10,3% e 9,5%, respetivamente. No que diz respeito à energia, nos próximos meses, uma vez que os mercados de futuros sugerem que o preço do petróleo e do gás natural deverá permanecer contido e que, em janeiro de 2026, o impacto do aumento do IVA nas faturas de eletricidade em janeiro de 2025 não será tido em conta no cálculo da inflação, a contribuição desta componente para a inflação deverá reduzir.

As transações imobiliárias em Espanha quebram a tendência de subida. As transações imobiliárias registaram uma queda homóloga de 3,4% em agosto, a primeira queda desde 2024. Embora seja prematuro tirar conclusões definitivas a partir de um único dado, num mês que tradicionalmente apresenta uma baixa atividade residencial, este é um primeiro sinal de moderação no ritmo de crescimento da procura. Em todo o caso, a atividade no setor continua elevada: até agora, este ano, foram fechadas cerca de 470.000 operações, um aumento de 16% em relação ao mesmo período de 2024.

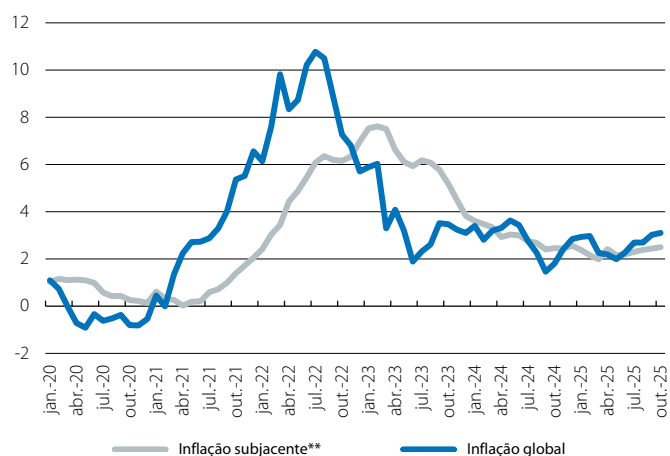
Espanha: saldo da balança corrente (% do PIB)



Nota: Dados acumulados do ano.

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

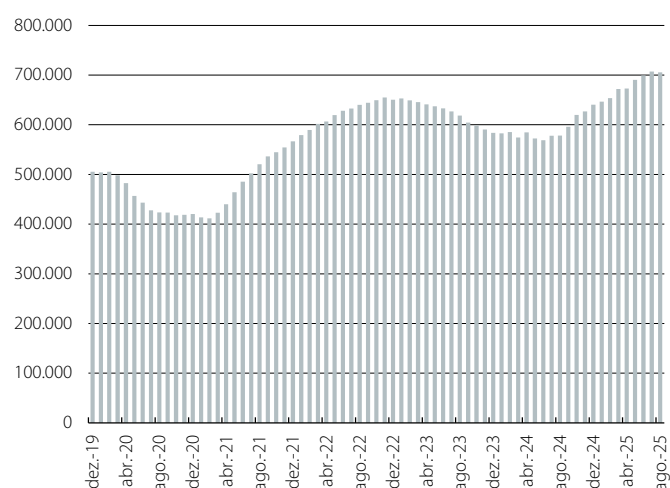
Espanha: inflação global e subjacente* Variação (%)



Notas: * Os dados de outubro são preliminares. ** A inflação subjacente exclui os produtos alimentares não processados e a energia.

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

Espanha: compra e venda de habitações Unidades



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

A posição de Espanha face às vulnerabilidades das finanças públicas a nível mundial

As finanças públicas estão de novo no centro das atenções. Existem dois fatores principais por trás desta situação. A primeira são as pressões de dominação fiscal nos EUA. A dominação fiscal significa que a situação orçamental de um país, quando sob pressão, pode pressionar o banco central a desviar-se do seu objetivo de estabilidade dos preços e a baixar ainda mais as taxas de juro. Ao influenciar as taxas de juro e, consequentemente, o custo da dívida e os défices públicos, toda a ação de política monetária tem consequências orçamentais.¹ Nos Estados Unidos, dois terços da dívida pública em curso têm atualmente um prazo de vencimento inferior a cinco anos. No ano passado, cerca de um terço da dívida emitida tinha um prazo de vencimento inferior a um ano. Esta tendência para a emissão a curto prazo foi também observada no Canadá, na Alemanha, em França e noutros países da OCDE. Nos próximos três anos, mais de 40% dos mais de 50 biliões de dólares de dívida soberana da OCDE terão de ser refinanciados.

O segundo fator é a incerteza política em França, devido ao impasse político que levou à demissão de três primeiros-ministros em menos de um ano (Michel Barnier, François Bayrou e Sébastien Lecornu, embora este último tenha formado um novo governo e se tenha mantido como primeiro-ministro). Num contexto de grandes défices e de aumento da dívida pública, esta instabilidade fez com que o prémio de risco ultrapassasse os 80 p. b. e fez com que o prémio italiano ficasse muito acima dos níveis do prémio espanhol, que caiu para 54 p. b. (perto de 70 p. b. em janeiro). A situação orçamental em França levou a uma descida da notação da França pela Fitch de AA- para A+ em setembro de 2025, seguida de uma descida semelhante pela S&P em outubro e de uma alteração para perspetiva negativa pela Moody's no final de outubro. Por outro lado, em setembro, a S&P, a Moody's e a Fitch melhoraram a qualidade de crédito de Espanha: a S&P elevou o *rating* de A para A+, a Moody's melhorou-a de Baa1 para A3 e a Fitch de A- para A.

Neste artigo, vamos analisar as principais dimensões das finanças públicas espanholas, tais como a duração da sua dívida pública e a sensibilidade do prémio de risco em relação a outras economias, para avaliar em que medida a complexa conjuntura mundial e os riscos orçamentais no resto da Europa nos podem afetar.

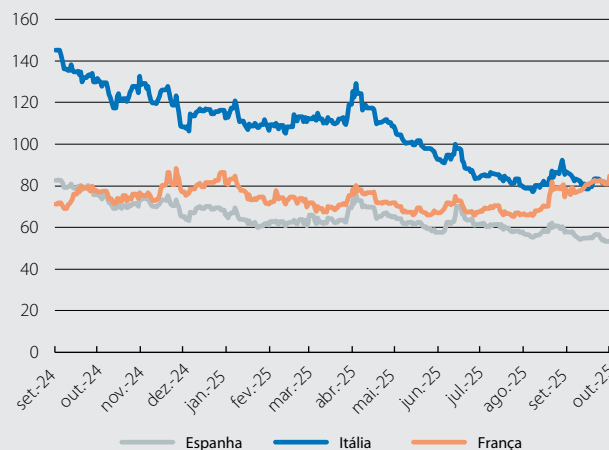
As finanças públicas de Espanha e França: contrastes reveladores

As finanças públicas em Espanha e em França apresentam contrastes acentuados. Em França, a despesa pública representa 57% do PIB, cerca de 12 pontos mais do que na economia espanhola. A dívida pública francesa encerrará o

1. Ver Haldane, A. (2025). «Fiscal populism' is coming for central Banks», Financial Times, 21 de julho.

Zona Euro: prémios de risco

(p. b.)



Fonte: BPI Research, com base em dados da LSEG Workspace.

ano em cerca de 116% do PIB e registou um crescimento significativo nos últimos anos (109,8% em 2023). Em contrapartida, embora a dívida pública espanhola seja ligeiramente superior a 100% do PIB, um nível mais elevado do que o da maioria das economias desenvolvidas (75% são inferiores), tem vindo a diminuir de 115,6% em 2021 e é inferior à de grandes economias como Itália, EUA e Japão. O rácio da dívida diminuiu graças ao dinamismo económico – o PIB nominal cresceu 28,8% entre 2021 e 2024 – e à redução do défice primário de 4,5% do PIB em 2021 para um saldo praticamente equilibrado em 2025. Esta redução do défice explica-se pelo dinamismo das receitas públicas (+27,2 % entre 2021 e 2024), graças a um mercado de trabalho forte, enquanto o crescimento das despesas é mais moderado (+16,0 % entre 2021 e 2024, excluindo os juros e os custos extraordinários associados à DANA), à medida que as medidas destinadas a atenuar os preços da energia vão sendo gradualmente suprimidas. Relativamente a 2025, os resultados orçamentais apontam para um défice público inferior ao objetivo de 2,8% do PIB em Espanha (o défice em 2024 foi de 3,2%), enquanto em França se prevê que atinja quase 5,5% do PIB.

Neste artigo, para além da redução do défice e da dívida em termos do PIB a curto prazo e das pressões ascendentes sobre as finanças públicas a longo prazo, questões que analisámos em pormenor nestas mesmas páginas,² analisamos outras dimensões fundamentais das finanças públicas espanholas. Partindo da vida média da dívida pública, Espanha, tal como o resto das economias europeias, aproveitou os

2. Ver, para o curto prazo, o documento «Menos défice público em 2025 em Espanha, mas subsistem desafios estruturais» no IM06/2025 e, para o longo prazo, o documento «O impacto do envelhecimento da população nas contas públicas»: um verdadeiro desafio para Espanha e Europa» no documento IM09/2025 e «Os limites da dívida» no documento IM01/2025.

anos de programas de expansão quantitativa para aumentar a vida média da sua dívida para cerca de oito anos. A percentagem da dívida pública espanhola a 1 ano ou menos emitida até agosto de 2025 foi de 33,9%, próxima dos 31,3% de há um ano. E se calcularmos a vida média das novas emissões em 2025, verificamos uma pequena redução: 6,6 anos em comparação com 7,2 anos nos primeiros oito meses de 2024. A despeito desta ligeira redução na vida média das novas emissões, a vida média da dívida pública em circulação em Espanha mantém-se bastante estável, enquanto em França se observa uma ligeira inflexão em baixa (ver o segundo gráfico).

Prémio de risco e fundamentos macroeconómicos

A taxa de juro a 10 anos da dívida pública espanhola e, por conseguinte, a sua diferença em relação à taxa alemã – o chamado prémio de risco – depende dos fundamentos macroeconómicos do país e da conjuntura mundial.³ A capacidade de pagamento de Espanha, por exemplo, depende do seu nível de endividamento e do crescimento da economia. Também a situação da economia europeia no seu conjunto e a sua inflação determinam a política monetária definida pelo BCE, que influencia toda a constelação de taxas de juro. Além disso, fatores globais como as taxas de juro dos EUA também são importantes. Todos estes ingredientes, e a partir das relações históricas entre eles, permitem-nos estimar o prémio de risco em função dos fundamentos macroeconómicos: o chamado «prémio macro».⁴

Os fundamentos macroeconómicos são, em geral, bons indicadores dos prémios de risco do mercado, embora se tenham registado momentos de divergência nos últimos anos: em 2018, com o aprofundamento da política monetária não convencional do BCE, iniciada em 2015 e ligada à eclosão da COVID-19 em 2020, observamos prémios de risco persistentemente inferiores ao prémio macro. Independentemente destas fases de desacoplamento, é de notar que o prémio macroeconómico da Espanha está atualmente muito em linha com o prémio de risco observado. Por outras palavras, o prémio de risco de mercado é coerente com os fundamentos macroeconómicos.

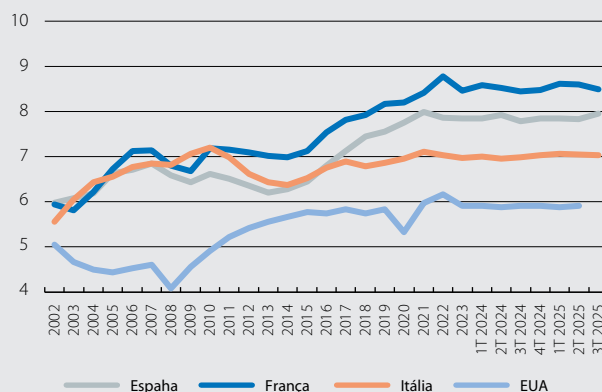
Sensibilidade entre prémios: é reduzido no caso espanhol

Tal alinhamento do prémio de risco espanhol com os fundamentos macroeconómicos sugere que o mercado detetou uma menor sensibilidade do prémio de risco espanhol em relação a outros prémios. A fim de testar esta hipótese, analisamos a sensibilidade histórica do prémio de risco espanhol às variações do prémio de risco italiano e francês em diferentes momentos. No quarto gráfico, pode verificar-se que esta sensibilidade diminuiu significativamente nos últimos 20 anos, e especialmente em 2023-2025, precisa-

3. Ver Focus «A fragilidade macroeconómica das taxas de juro» no IM10/2020.

4. Conseguimos obter um poder explicativo de cerca de 70%.

Vida média da dívida pública em circulação (Anos)



Nota: Último dado disponível: agosto para Espanha e França, julho para Itália e junho para os EUA.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Tesouro espanhol, da Agence France Trésor e do Banco de Itália.

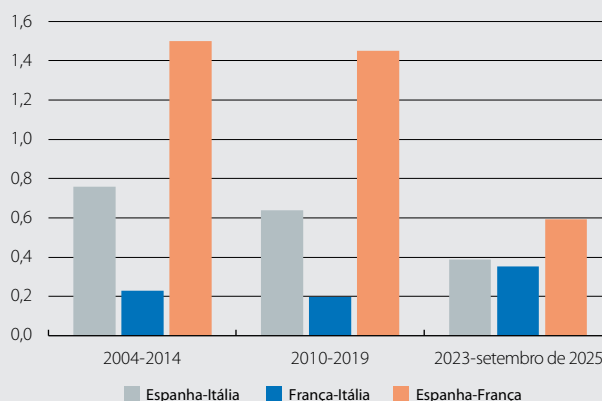
Prémio de risco soberano para a dívida espanhola a 10 anos* (p. b.)



Nota: * Prémio de risco previsto pelos fundamentos macroeconómicos (política monetária do BCE, dívida pública, dados sobre o crescimento e a inflação, e taxas soberanas dos EUA) e estimado de acordo com as relações históricas até meados de 2025.

Fonte: BPI Research, com base em dados da LSEG Workspace, Eurostat e Consensus Economics.

Sensibilidade às variações do prémio de risco (p. b.)



Notas: Coeficientes beta de regressões lineares com dados mensais. Em todos os casos, os coeficientes são estatisticamente significativos a 5%.

Fonte: BPI Research.

mente o período em que o prémio de risco espanhol se realinhou totalmente com os fundamentos macroeconómicos. Contudo, verificou-se um aumento da sensibilidade do prémio de risco francês às variações do prémio de risco italiano.

Ou seja, não se observa um padrão acentuado de redução da maturidade média da dívida pública espanhola e, em todo o caso, esse padrão é mais acentuado noutros países, como França. Porém, neste contexto desafiante e com níveis de dívida e défice ainda elevados, continua a ser importante que Espanha leve a cabo uma consolidação orçamental em conformidade com as regras orçamentais europeias. Por fim, vale a pena recordar que as análises deste artigo se baseiam em dados históricos, pelo que não sabemos ao certo como é que Espanha reagiria a um aumento mais acentuado do prémio de risco da economia francesa se as suas finanças públicas continuassem a deteriorar-se. No entanto, se necessário, o BCE tem à sua disposição instrumentos suficientes, como o IPT,⁵ para aliviar a pressão sobre os prémios de risco e atenuar o choque.

5. O *Instrumento de Proteção de Transmissão* pode ser utilizado pelo BCE para comprar obrigações do Estado de um país cujo prémio de risco esteja longe do que seria justificado pelos seus fundamentos macroeconómicos. Isto oferece uma certa proteção contra os riscos de contágio injustificado.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
Indústria									
Índice de produção industrial	-1,6	0,4	1,3	-0,7	1,5	...	3,4	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-6,5	-4,9	-6,0	-5,4	-5,2	-4,9	-5,7	-4,6	-4,6
PMI das indústrias (valor)	48,0	52,2	53,6	50,0	50,0	52,6	54,3	51,5	52,1
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	0,5	16,7	16,7	20,1	14,8	...	10,5	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	-10,2	9,7	9,7	17,0	22,9	...	22,0	...	...
Preço da habitação	4,0	8,4	11,3	12,2	12,7	...	...	...	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	18,9	10,1	10,1	8,1	6,3	4,3	5,1	4,3	...
PMI dos serviços (valor)	53,6	55,3	55,1	55,3	52,2	54,2	53,2	54,3	56,6
Consumo									
Vendas a retalho ¹	2,5	1,8	2,9	3,4	5,1	4,5	4,7	4,2	...
Matrículas de automóveis	16,7	7,2	14,4	14,0	13,7	16,9	17,2	16,4	15,9
Indicador do sentimento económico (valor)	100,5	103,0	101,4	103,3	103,2	103,6	101,8	104,8	103,9
Mercado de trabalho									
População empregada ²	3,1	2,2	2,2	2,4	2,7	2,6	...	...	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	12,2	11,3	10,6	11,4	10,3	10,5	...	...	...
Inscritos na Segurança Social ³	2,7	2,4	2,4	2,3	2,2	2,3	2,3	2,4	2,4
PIB	2,5	3,5	3,7	3,1	3,0	2,8	...	...	...

Preços

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
Inflação global	3,5	2,8	2,4	2,7	2,2	2,8	2,7	3,0	3,1
Inflação subjacente	6,0	2,9	2,5	2,2	2,3	2,4	2,4	2,4	2,5

Setor externo

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-1,4	0,2	0,2	3,3	2,0	...	0,7	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-7,2	0,1	0,1	4,2	4,1	...	3,8	...	...
Saldo corrente	40,9	50,7	50,7	47,8	49,1	...	48,6	...	...
Bens e serviços	57,5	66,3	66,3	63,5	64,3	...	63,4	...	...
Rendimentos primários e secundários	-16,5	-15,7	-15,7	-15,7	-15,2	...	-14,8	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	57,8	68,7	68,7	66,6	68,1	...	67,6	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros⁴

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	0,3	5,1	5,1	4,6	3,9	4,8	5,1	4,8	...
À ordem e poupança	-7,4	2,0	2,0	3,1	5,0	7,2	7,2	7,2	...
A prazo e com pré-aviso	100,5	23,5	23,5	12,6	-1,5	-6,6	-5,1	-6,6	...
Depósitos das Adm. Públicas ⁵	0,5	23,1	23,1	24,4	25,5	7,2	9,0	7,2	...
TOTAL	0,3	6,3	6,3	5,9	5,4	5,0	5,4	5,0	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	-3,4	0,7	0,7	1,7	2,6	2,8	2,7	2,8	...
Empresas não financeiras	-4,7	0,4	0,4	1,6	2,5	2,3	2,5	2,3	...
Famílias - habitação	-3,2	0,3	0,3	1,4	2,3	2,9	2,8	2,9	...
Famílias - outros fins	-0,5	2,3	2,3	3,1	-261,5	3,7	3,3	3,7	...
Administrações Públicas	-3,5	-2,6	-2,6	-0,3	5,3	12,8	14,8	12,8	...
TOTAL	-3,4	0,5	0,5	1,6	2,7	3,4	3,5	3,4	...
Taxa de incumprimento (%)⁶	3,5	3,3	3,3	3,2	3,0	...	2,9	...	...

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

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

Economia mundial 2026: resiliência, transição ou disrupção?

O ano de 2025 terminará com a sensação de que os efeitos no crescimento causados pelos vários choques de oferta e pelo aumento da incerteza foram limitados e claramente inferiores ao esperado após o ruído causado pelas primeiras semanas da presidência de Donald Trump. O comportamento da economia mundial continua a ser caracterizado pela resiliência, permitindo que a velocidade de cruzeiro do ciclo económico se mantenha próxima dos 3%, embora persistam divergências entre o crescimento na Europa (1,3%), nos EUA (1,8%) e na Ásia (4,5%). Entre os fatores que podem explicar esta robustez da atividade contam-se um efeito mais suave do que o esperado das subidas das tarifas, uma vez evitada a guerra comercial, e a flexibilidade dos agentes privados para antecipar e adaptar-se ao ruído do novo ambiente económico, bem como condições financeiras favoráveis.

Com efeito, nesta altura do outono, temos a mesma sensação que em 2023 e 2024, quando a realidade do final do ano era muito melhor do que os cenários centrais de previsão traçados no início do ano. Na origem deste comportamento de «menos a mais» das perspetivas económicas está uma subestimação da capacidade dos agentes económicos para gerir a incerteza e tomar decisões em períodos de instabilidade, ou simplesmente que os exercícios de previsão se tornam mais complicados quando os níveis de incerteza são elevados. No entanto, para além do que precede, a resiliência do ciclo económico desde o fim da pandemia reflete alguns dos benefícios de uma velha ordem internacional em processo de transformação. Um quadro económico e político (Pax Americana) em que os EUA asseguraram o equilíbrio de uma economia mundial aberta, fornecendo bens públicos essenciais (defesa, segurança, sistemas de pagamento, etc.), mercados abertos para o comércio e uma moeda estável, bem como sendo o prestamista de última instância em caso de necessidade (através do FMI).

Um ambiente, portanto, com benefícios em termos de estabilidade económica, crescimento, inovação e otimização de vantagens competitivas, agora ameaçado pela emergência de um novo líder global (China) que procura estabelecer novas alianças e dependências estratégicas no continente euro-asiático, mas também em África e na América Latina.¹ Simultaneamente, a velha potência hegemónica procura reequilibrar o tabuleiro de xadrez, cobrando mais explicitamente os serviços prestados (tarifas, despesas com armamento, objetivos de investimento direto, etc.), ao mesmo tempo que reajusta a sua política externa à nova realidade.

Existem alguns paradoxos, como o facto de o fornecedor teórico de estabilidade e proteção ser uma das maiores fontes de incerteza, ou de os aliados tradicionais dos EUA (Europa, Japão, Canadá, Coreia do Sul, etc.) poderem ser os mais afetados negativamente pelas mudanças nas regras do jogo.²

Por conseguinte, a geoeconomia continuará a desempenhar um papel fundamental na perspetiva de 2026, com a sensação de que o comércio ou as finanças se tornaram instrumentos ao serviço de objetivos políticos, o que complicará ainda mais qualquer exercício de previsão. Trata-se de saber se a tendência para um mundo mais fragmentado irá acelerar ou se, uma vez estabilizada a tarifa média americana na zona dos 14,5%-16% (2,5% antes do mandato de Trump), o reforço dos laços comer-

Previsões dos mercados económicos e financeiros internacionais

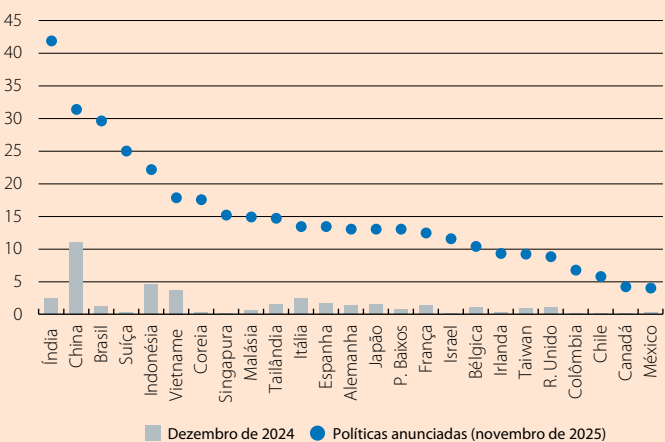
Projeções elaboradas em 22/09/2025

	2024	2025	2026
PIB mundial (homólogo)	3,3	3,1	3,1
EUA PIB (homólogo)	2,8	1,8	1,9
PIB da Zona Euro (homólogo)	0,8	1,3	1,2
PIB da Alemanha (homólogo)	-0,5	0,2	1,1
PIB da China (homólogo)	5,0	4,6	4,0
Petróleo (Brent, dólar por barril)	79,8	68,5	65,1
EUA inflação (homólogo)	3,0	2,8	2,8
Inflação da Zona Euro (homólogo)	2,4	2,1	2,0
BCE – taxa depo (%; fim do período)	3,0	2,0	2,0
Fed – fed funds rate (%; fim do período, lower bound)	4,3	3,5	3,0
Euribor 12M (%; fim do período)	2,4	2,1	2,2

Fonte: BPI Research.

Tarifa média efetiva nos EUA

Por parceiro comercial (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados do USITC, BEA, Departamento do Tesouro e Comtrade.

1. Ver «A Iniciativa "Uma Faixa, uma Rota" Uma faca de dois gumes?», no presente Relatório Mensal.
2. Ver Posen, Adam S. (2025). «The New Economic Geography. Who profits in a Post-American World?». Foreign Affairs, volume 104, n.º 5.

ciais entre a UE, a ASEAN, o Canadá ou a Austrália poderá compensar parcialmente os efeitos da menor abertura externa americana. Seja como for, a curto prazo, os efeitos do novo quadro tarifário sobre o crescimento e a inflação continuarão a manifestar-se enquanto se finaliza a nova relação comercial entre os EUA e a China, que será definida pelo equilíbrio entre os dois setores em que existe uma dependência mútua: terras raras e microchips.

O próximo ano assistirá, portanto, à continuação da transição no reordenamento do processo de globalização em que a economia internacional se encontra mergulhada desde a pandemia. À chegada, o novo equilíbrio com maior divisão entre blocos económicos implicará perdas de crescimento potencial e de bem-estar que poderão ser compensadas pelos efeitos do processo de inovação ligado à inteligência artificial (IA). Este processo intensificou-se significativamente nos últimos tempos, como já se pode ver nos números do crescimento do PIB dos EUA no primeiro semestre do ano (90% explicado pelo investimento em *hardware*, *software*, centros de dados, etc.).³ As grandes empresas tecnológicas, por si só, planeiam investir cerca de 3 biliões de dólares em artigos relacionados com a IA até 2030, o que representa quase 10% do PIB. O estímulo positivo a curto prazo para a atividade está assegurado e pode ajudar a compensar os primeiros sinais de enfraquecimento do mercado de trabalho dos EUA, mas a questão fundamental será saber se esta onda de investimento será compensada a médio prazo. Especialmente porque começam a ser detetadas estruturas de financiamento mais alavancadas e circulares, com participações cruzadas entre empresas do mesmo setor ao longo da cadeia de valor, o que pode aumentar o risco em caso de desempenho insuficiente. Além disso, estas interdependências podem abrandar o processo de destruição criativa, bloqueando ou atrasando a entrada de novos concorrentes.⁴

Em última análise, a grande questão é saber se a IA pode compensar a médio prazo, através da acumulação de capital e da produtividade total dos fatores, o efeito negativo da demografia e da fragmentação económica no crescimento potencial. Provavelmente, se for bem sucedida, conduzirá a uma maior participação do capital na produção e a uma menor participação do trabalho, o que poderá constituir um obstáculo adicional às políticas de consolidação fiscal, uma vez que é mais difícil tributar o capital, por ser mais móvel, do que os rendimentos do trabalho. Tudo isto sem ter em conta que mudanças estruturais desta magnitude exigem normalmente um mecanismo de compensação para a transição para a nova realidade dos perdedores no processo de mudança, sejam eles empresas ou trabalhadores. Todos estes elementos, num contexto em que a falta de espaço orçamental⁵ em muitos países da OCDE é um dos riscos mais importantes do cenário,⁶ especialmente porque desafios como a transição energética, as novas necessidades de despesas com a defesa ou os efeitos do envelhecimento da população têm de ser enfrentados simultaneamente.⁷

Embora as perspetivas orçamentais a médio prazo para os Estados Unidos não sejam muito animadoras (o FMI estima que a dívida pública poderá atingir 143% do PIB em 2030, com um défice que não descerá abaixo dos 7% durante todo o período), a curto prazo, as atenções centram-se na Europa, com França no centro da tempestade. A combinação de desequilíbrio orçamental e instabilidade política é um cocktail difícil de engolir, especialmente num país cujas receitas fiscais excedem 50% do PIB e que, no entanto, tem um défice primário superior a 3%. O diagnóstico dos mercados é claro: a situação orçamental de França é mais semelhante à de Itália do que à de Espanha ou de Portugal, o que já se traduziu numa reordenação do risco-país europeu, que se reflete nos prémios de risco e nas descidas das agências de *rating*.⁸ No limite, a maior ameaça é que os mecanismos concebidos na última década para fazer face ao risco acrescido de fragmentação na Europa (MEE, OMT ou TPI) acabem por ser testados.

No seu conjunto, em 2026, a economia continuará a estar exposta à combinação de novas tendências de fundo (restrições ao comércio e aos movimentos migratórios, aumento da IA, etc.) e de desafios a curto prazo (escassez de espaço orçamental, valorizações elevadas nos mercados financeiros, etc.). Será um ano em que, uma vez mais, a capacidade de questionar a todo o momento os pressupostos subjacentes às projeções económicas será crucial, assim como a flexibilidade na tomada de decisões. Com a resiliência do ciclo económico a ser novamente posta à prova, entre um mundo que ainda não morreu (globalização, multilateralismo, democracias liberais) e outro que ainda não nasceu. Há o risco de subestimar as mudanças e pensar que voltaremos ao *status quo* anterior, o que torna muito pertinentes as palavras de Joseph de Maistre sobre a Revolução Francesa: «Durante muito tempo, encarámo-lo como um acontecimento. Enganámo-nos: foi uma era».

3. Para uma análise aprofundada das perspetivas para a economia dos EUA, ver o artigo «Perspetivas dos EUA para 2026: resiliência com Fragilidades» neste *Relatório Mensal*.

4. Ver Aghion, P., Antonin, C. e Bunel, S. (2021). «O poder da destruição criativa». Editorial Deusto.

5. Segundo o FMI, a dívida pública mundial poderá atingir 100% em 2029.

6. Para mais pormenores sobre o caso europeu, ver o artigo «O dilema orçamental a médio prazo da Europa» no presente *Relatório Mensal*.

7. Segundo as estimativas do FMI, todos estes desafios poderão criar pressões sobre as despesas públicas na Europa equivalentes a quase 6 p. p. do PIB em 2050.

8. Importa ainda referir que a maior reviravolta orçamental na Zona Euro está a ter lugar no país com maior espaço orçamental (Alemanha), com um aumento do investimento em infraestruturas e defesa que deverá ter início em 2026, com um salto previsto de quase 15 pontos na dívida pública entre 2024 e 2028 e um défice estrutural que deverá aumentar para 4% do PIB potencial em 2026.

O dilema orçamental a médio prazo da Europa

A reposição este ano das regras orçamentais, enquanto garantes da sustentabilidade da dívida pública, e o persistente défice de investimento para fazer face às prioridades da UE no atual contexto geopolítico criam um cenário de fricção que exige uma estratégia orçamental coordenada em tempos e intensidade que ultrapassem largamente o horizonte dos mandatos políticos nacionais e comunitários, sendo essencial ultrapassar diferenças e alguns tabus que caracterizaram a história económica da UE noutros momentos.

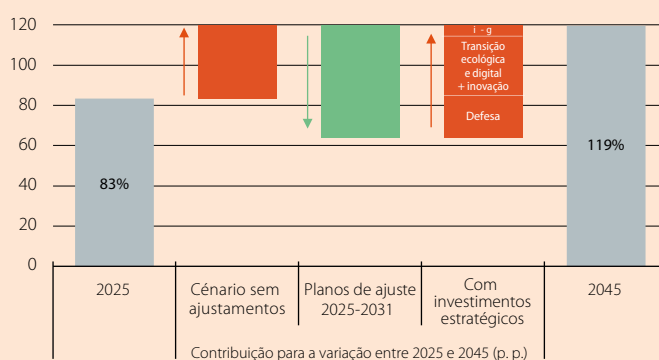
Duas forças opostas: consolidação orçamental vs. autonomia estratégica

Por um lado, a situação pós-pandémica das finanças públicas europeias¹ e os efeitos do envelhecimento demográfico² estão a conduzir a uma deterioração orçamental acentuada na ausência de medidas compensatórias, afastando um número crescente de países dos parâmetros de referência do Pacto de Estabilidade e Crescimento. Segundo as projeções da Comissão Europeia para cada Estado-Membro, num cenário sem ajustamento, o défice público agregado da UE poderia aumentar em 10 anos para 5% do PIB (3,2% em 2024) e o rácio da dívida pública para perto de 100% do PIB (81% em 2024).³ Ao abrigo do novo quadro de governação orçamental europeu, o principal instrumento para corrigir estes desequilíbrios são os planos orçamentais estruturais de médio prazo, nos quais os Estados-Membros estabelecem o itinerário para assegurar a sustentabilidade da sua dívida pública.⁴ Para os países que necessitam de ajustamento, as medidas incluídas nos planos implicam uma redução anual do défice primário estrutural de 0,5-0,6 p. p. do PIB entre 2025 e 2031 (algumas ao longo de quatro anos e outras ao longo de um período alargado de sete anos). Relativamente à dívida pública da UE no seu conjunto, a diferença em relação ao cenário sem ajustamento é muito substancial, chegando a ser 25 p. p. inferior em 10 anos e 50 p. p. inferior em 20 anos (ver o primeiro gráfico). A execução de planos a médio prazo é, por conseguinte, crucial para garantir a sustentabilidade das finanças públicas.

No entanto, tal como a COVID-19, a invasão russa da Ucrânia e o unilateralismo da nova Administração Trump evidenciaram nos últimos anos, a UE tem dependências estratégicas em domínios como a defesa, a inovação e a dupla transição ecológica e digital. O relatório Draghi publicado em 2024 incluía, assim, necessidades adicionais de investimento nestas áreas de cerca de 800.000 milhões de euros por ano,⁵ um valor que foi agora atualizado pelo BCE para 1,2 biliões de euros (cerca de 7% do PIB em 2024),⁶ na sequência de compromissos de aumento das despesas com a defesa na NATO.⁷ No pressuposto de que o setor público financia 25% destas necessidades de investimento adicionais ao longo dos próximos 10 anos (100% no caso da defesa, devido ao seu estatuto natural de monopólio), este aumento das despesas poderia aumentar a dívida pública da UE numa magnitude que contrabalançaria a redução que se espera obter com os planos de ajustamento a médio prazo (ver primeiro gráfico).⁸ Consequentemente, na prossecução de uma autonomia estratégica desejada no atual contexto geopolítico, voltá-riamos à estaca zero em termos de (in)sustentabilidade da dívida, com riscos adicionais de retorno da pressão sobre os custos de financiamento dos Estados-Membros.⁹

Dívida pública total dos países da UE*

(% do PIB)



Notas: * Mudança entre 2025 e 2045. Previsão para 2025 publicada no Relatório da primavera da Comissão Europeia. «i - g» indica o efeito da variação do diferencial entre a taxa de juro (i) e o crescimento nominal do PIB, pressupondo que cada aumento de 1 ponto no rácio de endividamento público acresce 4 pontos base ao custo de novo financiamento, e considerando um multiplicador orçamental de 0,75 para as alterações no saldo estrutural primário. Os investimentos estratégicos preveem uma redução progressiva da atual diferença até 2035.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Comissão Europeia e do BCE.

1. Ver Focus «Os limites da dívida: edição 2025» neste mesmo *Relatório Mensal*.
2. Ver o Dossier «Desafios e políticas na era da longevidade» no IM09/2025.
3. Cálculos próprios baseados nos cenários enviados pela Comissão Europeia aos Estados-Membros antes da preparação dos planos orçamentais estruturais de médio prazo em 2024-2025.
4. Ver Focus «O novo quadro de governação económica da UE» no IM01/2025.
5. Ver Focus «Draghi propõe uma política industrial europeia como força motriz para enfrentar os desafios das próximas décadas» no IM10/2024.
6. BCE (2025), «Time to be strategic: how public money could power Europe's green, digital and defence transitions».
7. Ver Focus «5% do PIB para a defesa: Porquê? Para quê? É viável?» no IM09/2025.
8. No cenário de referência, consideramos um aumento progressivo das despesas com a defesa para 3,5% do PIB em 2035 (5% para a Polónia e as Repúblicas Bálticas) e do investimento público na inovação e na dupla transição ecológica e digital em 1,5 p. p. durante o mesmo período.
9. Baldacci, E. e Kumar, M.S. (2010), «Fiscal Deficits, Public Debt, and Sovereign Bond Yield» estima a sensibilidade à taxa de juro num intervalo de 3-5 pontos base por cada p. p. de aumento do rácio da dívida pública. Desta forma, *ceteris paribus*, o aumento do investimento público com fins estratégicos poderá aumentar o custo dos novos financiamentos em 0,75 a 1,25 p. p. em 10 anos e em 1,5 a 2,5 p. p. em 20 anos, comparativamente ao cenário com ajustamentos ao abrigo das novas regras orçamentais.

Alavancas de atenuação para um novo equilíbrio

Perante este cenário, uma estratégia orçamental credível deve combinar uma certa flexibilidade a curto prazo para colmatar o défice de investimento, alargando a outros domínios críticos a cláusula de salvaguarda para as despesas de defesa ativada este ano e aumentando o financiamento conjunto dos bens públicos da UE, com o requisito essencial de uma maior eficiência das despesas públicas e a criação de uma base sólida para um maior crescimento potencial. Esta estratégia permitiria abordar o necessário processo de consolidação orçamental a médio prazo, o que, de forma mais realista, poderia implicar um valor de referência mais elevado para o rácio da dívida pública, mais próximo de 90% do PIB do que os atuais 60%, algo que está, de facto, implícito nos próprios planos de estímulo da Alemanha.¹⁰

A aspiração de aumentar o crescimento económico na UE é indissociável do debate orçamental. Um ritmo de atividade mais rápido permitirá que a base de receitas se expanda e que a dívida pública seja «absorvida» mais rapidamente, contendo simultaneamente a pressão sobre os custos de financiamento que uma nova âncora orçamental a médio prazo poderá implicar (ver segundo gráfico).¹¹ Para o efeito, os investimentos acima referidos devem ser canalizados para projetos com impacto em termos de autonomia estratégica e de alcance macroeconómico na UE – com um peso crescente do valor acrescentado europeu. Por outro lado, tal como indicado nos objetivos da Bússola para a Competitividade, é necessário avançar paralelamente com a agenda de reformas, incluindo a simplificação regulamentar, uma maior integração do mercado único, novos instrumentos de financiamento no âmbito de uma união de capitais e a revisão do quadro da concorrência e dos auxílios estatais para promover projetos europeus com dimensão europeia.¹² Conforme o próprio Draghi salientou no aniversário do seu relatório, é urgente acelerar a adoção e a aplicação desta ambiciosa agenda, a fim de gerar um círculo virtuoso com uma maior participação do capital privado e menores exigências para as contas públicas.¹³

Quanto ao papel que o financiamento conjunto pode desempenhar na satisfação das necessidades estratégicas, a emissão conjunta de dívida demonstrou o seu potencial face a grandes choques acompanhados de tensões nos mercados financeiros, facilitando a aplicação e reduzindo o custo das políticas anticíclicas de curto prazo e aliviando a pressão sobre as finanças públicas a médio prazo.¹⁴ Todavia, em «tempos normais» e na ausência de uma estrutura federal de pleno direito, o recurso ao financiamento conjunto (através dos mercados ou do orçamento da UE) parece menos justificado em termos de garantir a sustentabilidade orçamental conjunta da UE, pois trata-se de uma dívida a reembolsar pelos Estados-Membros, do que em termos de potenciais ganhos de eficiência em domínios em que as despesas públicas nacionais estão fragmentadas, como as redes transeuropeias de energia e de transportes, ou de capacidades mínimas de defesa coordenadas a nível da UE. Posto isto, os 530.000 milhões de euros propostos pela Comissão Europeia para financiar os investimentos estratégicos no horizonte 2028-2034, incluindo o novo Fundo para a Competitividade e o aumento dos recursos para a iniciativa *Connecting Europe*, parecem um número reduzido, posto que a sua parte incremental em relação ao orçamento anterior mal equivale a 4% do défice total estimado pelo BCE.¹⁵ Um aumento de 25% destes fundos permitiria financiar até 20% dos investimentos públicos em domínios estratégicos nos próximos anos.¹⁶

Consolidação, sim, mas adaptada aos novos tempos

Um crescimento económico potencial mais elevado, uma maior eficiência das despesas públicas, um maior grau de cofinanciamento dos bens públicos da UE e uma maior flexibilidade das regras orçamentais são fatores de atenuação fundamentais para a sustentabilidade da dívida pública europeia. Contudo, é provável que estes sejam insuficientes face a eventuais choques futuros, podendo ainda ser necessária alguma consolidação adicional a médio prazo, embora de magnitude muito mais limitada do que os planos de ajustamento aprovados para os próximos anos (ver segundo gráfico).¹⁷ Este caminho será mais fácil de seguir se for progressivo mas persistente, integrado numa estratégia orçamental credível e coordenada entre os Estados-Membros.

10. Zettelmeyer, J. (2025), «What does German debt brake reform mean for Europe?», e Darvas, Z., Welslau, L. e Zettelmeyer, J. (2025), «What Germany's medium-term fiscal plan means for Europe».

11. Calculamos que, para além do efeito multiplicador dos investimentos estratégicos, um aumento do crescimento médio anual do PIB nominal de 0,5 p. p. nos próximos cinco anos e de 1 p. p. nos anos seguintes poderia reduzir o rácio da dívida pública da UE em cerca de 15 p. p. dentro de 20 anos.

12. Ver o Focus «Uma reviravolta nas prioridades políticas da UE» no IM04/2025.

13. Draghi, M. (2025), «High Level Conference – One year after the Draghi report: what has been achieved, what has changed».

14. Burriel, P., Kataryniuk, I. e Pérez, J.J. (2022), «Computing the EU's SURE interest savings using an extended debt sustainability assessment tool».

15. Ver Focus «Orçamento da UE 2028-2034: missão impossível?» no IM09/2025.

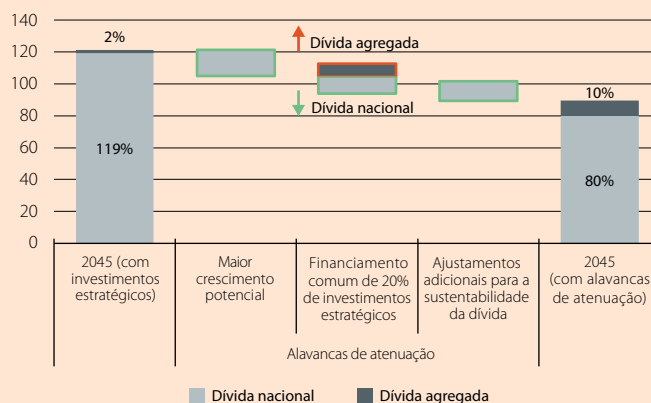
16. Em caso de financiamento conjunto, estimamos que o rácio da dívida nacional dos países da UE no seu conjunto poderia ser cerca de 10-12 p. p. inferior em 2045, em comparação com um aumento um pouco menor da dívida da UE, resultante do impacto diferencial no custo do financiamento.

17. Com base nas nossas próprias estimativas, a estabilização do rácio da dívida pública a partir de 2045 exigiria um aumento do saldo primário estrutural equivalente a uma redução de 10-15 p. p. do PIB dos empréstimos contraídos pela UE. Para os países com níveis superiores a 90% do PIB, é considerada a convergência para este nível ou, se for superior, para o nível que seria esperado após os ajustamentos nos planos de ajustamento a médio prazo (sem investimentos estratégicos).

No que respeita às receitas, a estrutura fiscal deve favorecer o crescimento económico e eliminar as distorções na eficiência do mercado, contribuindo simultaneamente com receitas suficientes e uma progressividade adequada, para atenuar as desigualdades sociais e territoriais que surgem na transição para uma economia europeia mais autónoma e globalmente competitiva. E do lado da despesa, associado ao facto de que o aumento do investimento estratégico será direcionado para áreas mais produtivas, é desejável monitorizar continuamente a eficiência e o impacto das políticas públicas, bem como avaliar os efeitos que a alteração da composição dos orçamentos terá no crescimento e na distribuição do rendimento.¹⁸

Conciliar a sustentabilidade da dívida pública com a procura de autonomia estratégica europeia é, por conseguinte, um desafio muito complexo, marcado por tensões entre a disciplina orçamental, os investimentos necessários e as exigências geopolíticas. Cada avanço numa destas frentes implica ajustamentos e riscos nas outras, exigindo uma coordenação ambiciosa e flexível entre os Estados-Membros, sob a disciplina permanente dos mercados financeiros e com a complicação adicional da crescente fragmentação política interna. A escala e a interdependência dos desafios abordados na presente análise tornam claro que é difícil alcançar um equilíbrio duradouro, mas a inação ou a falta de ambição podem deixar a UE atrasada em relação a outras potências mundiais em termos de bem-estar e com um desafio de endividamento muito maior do que o que enfrenta atualmente.

Dívida pública total da UE em 2045* (% do PIB)



Notas: * Mudança de cenário com investimentos estratégicos. A dívida pública total da UE inclui a dívida nacional dos Estados-Membros e a dívida conjunta. O saldo da dívida conjunta projetado para 2045 corresponde à amortização progressiva do financiamento do NGEU. O cenário de crescimento potencial mais elevado pressupõe um aumento progressivo de 0,5 p. p. até 2030 e até 1 p. p. a partir de 2035. A diferença entre o aumento da dívida agregada para financiar 20% dos investimentos estratégicos e a diminuição do rácio da dívida nacional explica-se pelo impacto no custo do financiamento. Os ajustamentos adicionais para a sustentabilidade da dívida pública assumem a forma de um aumento progressivo do saldo primário estrutural a partir de 2029, altura em que termina a aplicação da cláusula de salvaguarda para as despesas com a defesa (aqui alargada a outros investimentos estratégicos). Os efeitos consideram o impacto através do multiplicador orçamental e das taxas de juro dos novos financiamentos.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Comissão Europeia e do BCE.

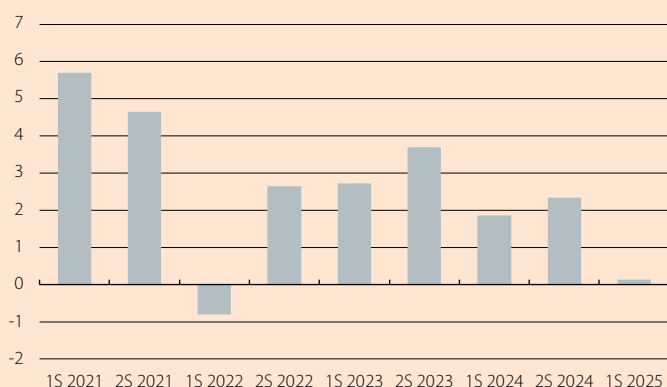
18. FMI (2025), «Fiscal Monitor: Spending Smarter: How Efficient and Well-Allocated Public Spending Can Boost Economic Growth».

Perspetivas dos EUA para 2026: resiliência com fragilidades

A economia dos EUA demonstrou uma resiliência notável em 2025, apesar de enfrentar um ambiente complexo marcado por tensões comerciais, tensões políticas internas e incerteza. Apesar destes obstáculos, o crescimento atingiu 1,6% (anualizado) no primeiro semestre do ano, impulsionado principalmente pelo dinamismo do investimento em ativos ligados à inteligência artificial (IA) e pelo consumo privado que, embora o seu crescimento tenha moderado, continua a contribuir para a atividade.

EUA: crescimento do PIB excluindo o investimento em equipamento de processamento de informação e software

(%, anualizado)



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

Para 2026, as perspectivas são positivas. As nossas projeções apontam para uma taxa de crescimento próxima da potencial (2%), apoiada sobretudo pela continuação do forte ciclo de investimento privado, associado em particular à IA. Outra fonte de apoio será uma política monetária que está a evoluir para uma posição mais neutra, bem como uma política orçamental expansionista que mantém o estímulo a curto prazo. Contudo, estes pilares também comportam riscos a médio prazo, com dúvidas sobre a rentabilidade da vaga de investimentos em IA, a saúde das finanças públicas e a sustentabilidade da dívida, a capacidade da Reserva Federal para avançar para a neutralidade e o pano de fundo dos riscos mais diretamente ligados às políticas da nova Administração Trump. Estas incluem o impacto no mercado de trabalho, nos salários e na atividade das políticas de imigração restritivas, a reconfiguração das instituições dos EUA e as persistentes tensões tarifárias.

O investimento em IA lidera o crescimento

O investimento privado em tecnologia e IA foi o grande motor do crescimento em 2025. As despesas em equipamento informático (computadores, servidores) e em *software* cresceram no primeiro semestre do ano a taxas anuais de 35% e 23%, respetivamente, e contribuíram com 1,4 p. p. para o crescimento total de 1,6%. Sem este aumento do investimento tecnológico, o PIB não teria registado qualquer crescimento.

O epicentro do *boom* está em Silicon Valley, onde um pequeno grupo de grandes empresas¹ investiu cerca de 194.000 milhões de dólares em infraestruturas e centros de dados no primeiro semestre do ano. Estima-se que o valor atinja 368.000 milhões até ao final de 2025 (equivalente a 1,2% do PIB) e que possa chegar a 432.000 milhões até 2026, mais do dobro do montante investido em 2023. Para além dos projetos de empresas como a OpenAI e dos investimentos substanciais necessários para reforçar a rede elétrica e a produção de chips, onde se destacam empresas como a Nvidia.

Este *boom* de investimentos tem, a curto prazo, um efeito claramente positivo na economia. Mas concentrar o crescimento principalmente num único motor apresenta riscos. Se a dinâmica tecnológica enfraquecer, as fragilidades subjacentes poderão ser expostas: um consumo mais fraco, um mercado de trabalho que começou a arrefecer e os efeitos inflacionistas das tarifas que, embora limitados até agora (em parte devido à acumulação de existências e às compras antecipadas no 1T de 2025), poderão intensificar-se à medida que as reservas de existências se esgotam.

Além disso, estão a ser levantadas dúvidas sobre a sustentabilidade do *boom*. As empresas enfrentam desafios operacionais para dimensionar as suas infraestruturas, enquanto o verdadeiro impacto da IA na produtividade e a sua capacidade de gerar benefícios sustentáveis permanecem pouco claros. Caso as expectativas não se concretizem, poderá ocorrer, a médio prazo, uma correção das valorizações bolsistas, com implicações financeiras mais ou menos extensas em função do aumento do crédito e do endividamento que acompanhará o *boom* de investimento nos próximos anos.² Outro possível fator de amplificação advém do aumento de estruturas de financiamento mais alavancadas e circulares, com participações cruzadas entre empresas do mesmo setor ao longo das cadeias de valor.

A alavanca monetária

No plano monetário, a Reserva Federal está a meio de uma transição daquilo que descreve como uma posição moderadamente restritiva para uma posição mais neutra. Neste momento, a taxa *fed funds* situa-se no intervalo de 3,75%-4,00% e esperamos que seja de 3,00%-3,25% até ao final de 2026. A viragem responde a uma deterioração do mercado de trabalho: a criação de emprego arrefeceu,

1. Referimo-nos, em particular, à Amazon, Microsoft, Meta, Alphabet, Oracle, Apple e Tesla.

2. Por exemplo, de acordo com as estimativas da Morgan Stanley e da Bloomberg, dos investimentos a efetuar pelas grandes empresas tecnológicas entre 2026 e 2028 em centros de dados, 50% serão financiados pelo fluxo de caixa das empresas, 30% por crédito privado e os restantes 20% por outras fontes. Ver Ren, S. (2025, 2 de outubro), «AI Data Centers Give Private Credit Its Mojo Back», Bloomberg.

as contratações estão a diminuir e o desemprego começou a aumentar. Embora a inflação se mantenha acima do objetivo de 2%, a Fed procura evitar um arrefecimento excessivo do emprego que comprometa a atividade.

No entanto, o consenso no seio do FOMC é limitado: um grupo de membros defende uma certa prudência, enquanto outro pressiona por cortes mais agressivos. No contexto em que os dois mandatos –estabilidade dos preços e pleno emprego– estão a puxar em direções opostas, a margem de erro é estreita e a trajetória das taxas de juro é incerta. Nas palavras de Powell, os próximos cortes estão «longe» de estar garantidos.

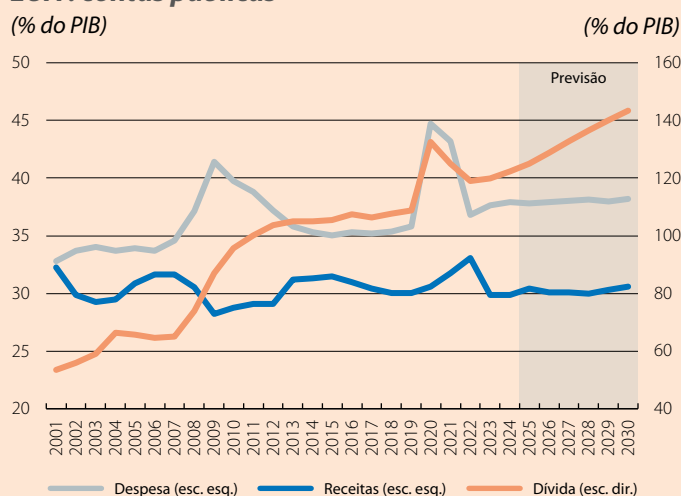
Esta incerteza é agravada pelo risco institucional. A Casa Branca intensificou a sua pressão sobre a Reserva Federal em 2025, propondo nomeações relacionadas e gerando algum debate sobre a independência do banco central. A tentativa de destituir a governadora Lisa Cook criou um precedente invulgar, e a nomeação de Stephen Miran, um economista que simpatiza com o Presidente Trump, suscitou dúvidas. Miran tem manifestado posições divergentes das do resto do FOMC, contribuindo para a maior dispersão das projeções das taxas de juro entre os membros da Fed na reunião de setembro (onde normalmente se verifica o maior consenso sobre as taxas no final do ano) em 13 anos, como mostra o segundo gráfico. Embora não vejamos sinais claros de que a Fed venha a perder a sua independência e estejamos confiantes de que a maioria dos seus membros continuará a atuar com o objetivo de cumprir os seus mandatos, tensões institucionais deste tipo acrescentam incerteza ao ambiente económico e financeiro quando pelo menos dois lugares no Conselho de Administração estiverem para ser renovados em 2026.³

Perspectivas orçamentais

Em julho de 2025 entrou em vigor a lei OBBA (*One Big Beautiful Bill Act*), que torna permanentes a maioria das reduções fiscais aprovadas em 2017 e acrescenta novas reduções temporárias.⁴ Além disso, permite às empresas deduzir imediatamente certas despesas de investimento, o que constitui um incentivo ao investimento a curto prazo.

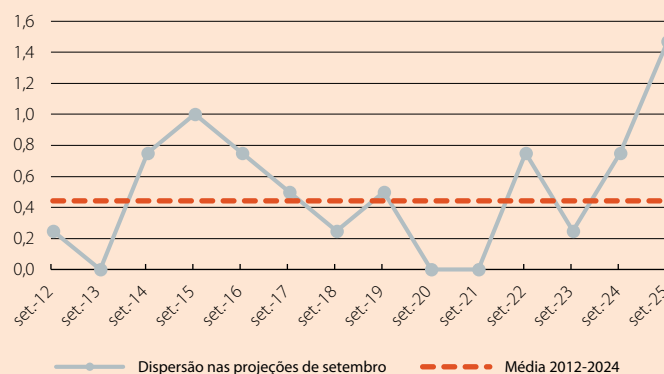
Estas medidas ajudam a sustentar o crescimento a curto prazo, mas à custa de uma maior deterioração das finanças públicas. Por conseguinte, prevê-se que o défice público se mantenha em cerca de 7% do PIB este ano, ou seja, o dobro da média anterior à pandemia, e que se mantenha a esse nível durante vários anos. É provável que o aumento das tarifas não compense o aumento previsto das despesas públicas. Caso esta tendência se mantenha, o FMI estima que a dívida pública bruta poderá ultrapassar os 140% do PIB no final da década, um aumento muito considerável num curto espaço de tempo, tendo em conta que prevê que encerre este ano nos 122%. Ou seja, o impulso orçamental de hoje pode tornar-se um fardo amanhã.

EUA : contas públicas



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

Dispersão das projeções para o nível das taxas no final do ano (reuniões do FOMC - setembro) (p. p.)



Notas: A dispersão refere-se à diferença entre a taxa máxima e a taxa mínima projetada no dot plot. A taxa máxima projetada em setembro de 2025 é de 4,375% e a taxa mínima (de Miran) é de 2,875%.

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

Otimismo cauteloso

De um modo geral, a economia dos EUA enfrenta 2026 com um misto de força e vulnerabilidade. A capacidade de resistência demonstrada em 2025 excedeu as expectativas, e os dois motores –investimento em IA e novos cortes nas taxas– apontam para mais um ano de crescimento sólido. No entanto, as perspectivas não são isentas de riscos. Certamente que o *boom* tecnológico poderá ser prolongado e, se os ganhos de produtividade se concretizarem, os seus benefícios prolongar-se-ão para além de 2026. Mas se a rentabilidade dos investimentos não corresponder às expectativas, o impacto negativo no crescimento e nos mercados financeiros será significativo a médio prazo. A Fed enfrenta dilemas internos e pressões externas, uma vez que persistem riscos laborais, tarifários e políticos, num contexto de deterioração das finanças públicas.

3. Em janeiro, o lugar ocupado por Miran, que, a partir de setembro de 2025, completa o mandato de Adriana Kugler, será renovado. O mandato de Powell como presidente do FOMC termina em maio e, embora o seu mandato como governador só termine em 2028, os seus antecessores demitiram-se do Conselho no final dos seus mandatos como *chairman*.

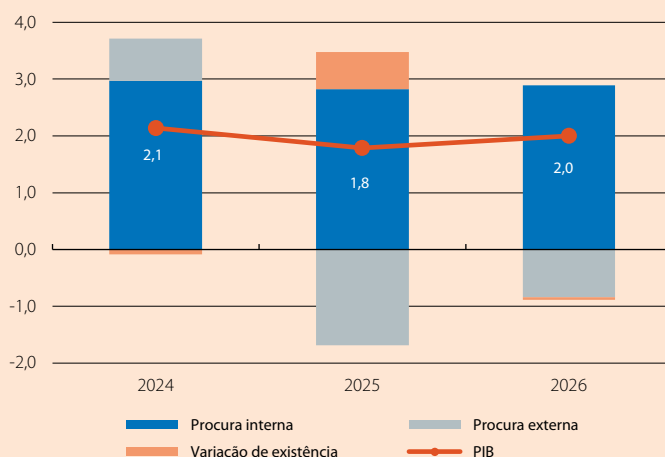
4. Como a isenção de imposto sobre o rendimento para gorjetas ou horas extraordinárias.

Portugal: os fundamentos para o crescimento da atividade em 2026

Como foi 2025

Portugal não escapou às vicissitudes da política comercial dos EUA, com impactos no comportamento dos agentes económicos, nomeadamente no que se refere à antecipação de importações de bens de forma a reduzir os efeitos da alteração das tarifas comerciais a aplicar pelos EUA. A procura externa, na sua vertente importadora, foi também impactada pela robustez da procura interna, sobretudo consumo privado. Tudo isto se traduziu num crescimento robusto das importações, que no conjunto do ano rondará os 4,5%. A isto junta-se um comportamento anémico das exportações, com desaceleração das vendas para os principais parceiros comerciais e contração para os EUA, que se refletirá num crescimento anual destas em torno de 1%, muito inferior ao habitual. Desta forma, a procura externa retirará aproximadamente 1,5 p. p. ao crescimento anual. A procura interna foi o motor do crescimento, contribuindo com pouco menos de 2 p. p. Emprego em máximos, taxa de desemprego em mínimos e recuperação de rendimentos suportaram o consumo privado que, no conjunto do ano, deverá crescer em torno dos 2%. O investimento também irá ficar aquém do esperado no início do ano, na medida em que foi afetado pelo ambiente de elevada incerteza, sobretudo na primeira metade do ano, mas acabará por contribuir com 0,6 p. p. para o crescimento. Tudo somado, antecipamos que o crescimento em 2025 se situe em 1,8%, uma desaceleração face aos 2,1% registados em 2024, mas acima da zona euro, sendo o 7º maior contribuidor para o crescimento da ZE, excluindo Irlanda (apesar de o seu PIB ocupar a 9ª posição entre os países do euro).

Portugal: PIB contributos da procura interna e externa (p. p.)



Fonte: BPI Research com base em dados do INE.

O que esperar para 2026?

Para o conjunto do ano, antecipamos um crescimento de 2% que, a concretizar-se, representará uma aceleração face a 2025, com os fatores que irão impulsionar o crescimento a excederem aqueles que poderão limitar o crescimento. Resumidamente, os aspetos por detrás desta previsão prendem-se com a robustez da procura interna. O consumo privado continuará forte, na medida em que não se esperam alterações significativas no mercado de trabalho; e o investimento deverá acelerar, com a entrada no último ano do PRR e porque os custos de financiamento manter-se-ão reduzidos. Por sua vez, o contributo da procura externa continuará a ser negativo, com as exportações a crescerem a um ritmo inferior ao habitual, em virtude do ainda fraco crescimento dos principais parceiros comerciais e do impacto das tarifas mais elevadas cobradas pelos EUA. E a incerteza continuará presente através dos polos geopolíticos e comerciais.

Fatores que pressionarão em alta o crescimento

Para estimar o crescimento em 2026 e o impacto dos ventos de cauda e de proa que influenciam a previsão final para o conjunto do ano, partimos do denominado PIB inercial, ou seja, da taxa de crescimento do PIB não contemplando efeitos extraordinários e tendo em conta o diferencial entre a produção real do país e o seu crescimento potencial (*output gap*)¹ estimado pelo FMI.

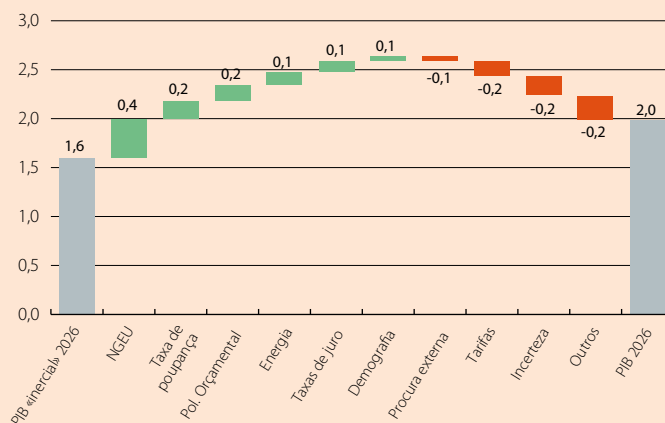
Os efeitos extraordinários (ou ventos de cauda) positivos:

- **Fundos Europeus NGEU:** até novembro 2025 foram recebidos 12,7 mil milhões de euros, ou seja 57% do programa total e os pagamentos aos beneficiários finais ascendem a 9,4 mil milhões de euros. Até ao final de 2025, Portugal irá receber mais 1,06 mil milhões de euros, estimando-se que em 2026 receba os restantes 8,4 mil milhões de euros. Paralelamente a taxa de execução dos fundos tem vindo a acelerar paulatinamente e a expectativa é de que o ritmo incremente, dada a aproximação do fim do programa e a reprogramação do mesmo de forma a facilitar a transição de fundos afetos a programas com baixa probabilidade de execução até ao final de 2026 para outros projetos, destacando-se, neste âmbito, a dotação inicial de 315 milhões de euros destinados a setores como a inovação, ciência, saúde e transição digital. Neste contexto antecipamos que a execução do PRR possa adicionar 0,4 p. p. ao crescimento inercial de 2026.

1. No caso de Portugal, o *output gap* é positivo, o que significa que a produção real é superior à produção potencial, podendo gerar pressões inflacionistas, na medida em que a economia está a produzir para além da sua capacidade sustentável.

- **Taxa de poupança:** terá atingindo o seu pico em 2024, estimando-se a sua redução em 2025 e 2026. Embora mantendo-se num nível historicamente elevado (11,2% no final de 2026), diminuirá face ao nível de 2025, sendo expectável que parte desta redução seja canalizada para consumo, podendo adicionar cerca de 0,2 p. p. ao crescimento do PIB real. De notar ainda que as perspetivas de que o mercado de trabalho se mantém dinâmico favorecem uma menor preocupação na acumulação de poupanças, contribuindo para a redução parcimoniosa da taxa de poupança.
- **Política orçamental:** suportado pelo registo de excedentes orçamentais nos últimos anos e que facilitaram a redução do rácio de dívida, o orçamento de estado para 2026 tem subjacente uma política orçamental expansionista,² prevendo-se redução da carga fiscal sobretudo por via da redução da taxa do IRC e um incremento do investimento público, tirando partido dos fundos europeus. No seu conjunto antecipamos que o impulso resultante da política orçamental poderá rondar os 0,2 p. p.

PIB 2026: contribuições para o crescimento (p. p)



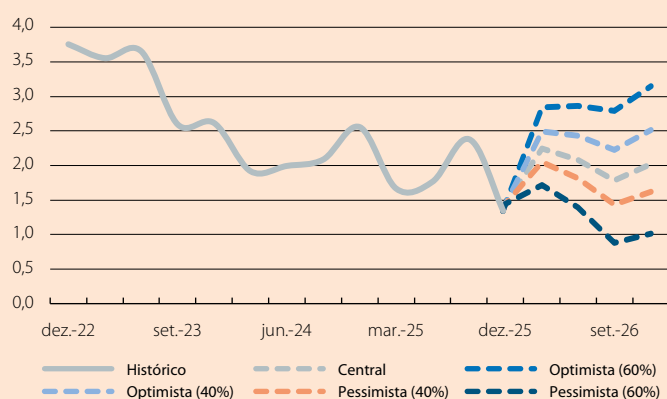
Nota: PIB «inercial» 2026 refere-se a aquele que resultaria de não contemplar os efeitos extraordinários e foi obtido através de regressão do crescimento anual do PIB com a sua componente autoregressiva e o output gap divulgado pelo FMI no World Economic Outlook de Outubro de 2025.

- **Energia:** a expectativa é de que os preços médios do Brent e do gás em 2026 sejam inferiores aos de 2025 em cerca de 6 euros no caso do petróleo e 5 euros no caso do gás, contribuindo positivamente para o crescimento em 0,1 p. p.
- **Taxas de juro:** a política monetária manterá em 2026 o seu cariz acomodatório, dando suporte à atividade. Embora não se antecipem novos cortes das taxas diretas por parte do BCE, é expectável que ainda se assista a algum arrastamento na transmissão da descida das taxas diretas à atividade. Também aqui o impulso positivo esperado rondará os 0,1 p. p.
- **Demografia:** as projeções populacionais apontam para um crescimento populacional de 0,5% em 2026, cerca de 1 décima acima do crescimento potencial da economia no período pré-pandemia. Assim sendo este é um fator que adicionará 0,1 p. p. ao crescimento.

Mas nem todos os ventos são favoráveis e o ano de 2026 também poderá ser fustigado por alguns que lhe serão adversos. Entre estes destacamos:

Portugal: PIB real

Variação homóloga



Nota: As margens de «Otimista» e «Pessimista» têm uma probabilidade implícita de 60% e 40%. Esta probabilidade foi calculada aplicando um choque na série qoq do PIB no 1T 2026 baseado nos percentis (20, 30, 70 e 80) dos resíduos de uma regressão AR(2) à série das variações trimestrais do PIB.
Fonte: BPI Research com base em dados do INE.

- **Procura externa e tarifas:** tenderão a travar o crescimento. As exportações continuarão a crescer abaixo dos níveis habituais observados nos últimos anos, refletindo a fragilidade dos principais parceiros comerciais e as tarifas mais elevadas que toda a zona euro irá enfrentar nas suas vendas aos EUA; paralelamente, o impulso esperado do investimento em 2026, que incorpora uma elevada componente importadora, tenderá a refletir-se num crescimento robusto das importações. Estes dois fatores tenderão a retirar 0,3 p. p. ao crescimento.
- **Incerteza e outros:** o grau de incerteza a nível global continuará a pesar nas decisões dos agentes económicos, ainda que provavelmente com menor intensidade do que em 2025. A esta podem acrescer outros fatores desfavoráveis, ainda que de menor intensidade que, conjuntamente reduzirão em 0,4 p. p. o crescimento.

Tudo somado, antecipamos que o ritmo de crescimento da economia acelere para 2%, um ritmo mais próximo do crescimento médio observado nos pós crise soberana; contudo como se pode observar no gráfico adjacente, o grau de dispersão das previsões é elevado, refletindo a dimensão tanto dos ventos de proa como dos de cauda. Assim, a probabilidade de o crescimento coincidir exatamente com a nossa previsão é reduzida, razão pela qual estimámos intervalos em que a previsão poderá variar. Ou seja, com uma probabilidade de 40%, o crescimento ficará entre 1,7% e 2,4%, e com uma probabilidade de 60% ficará entre 1,3% e 2,9%.

Teresa Gil Pinheiro

2. Ver nesta publicação o Focus «Quase equilíbrio orçamental ensombrado por alertas e riscos».

ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

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

INFORMAÇÃO MENSAL

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

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

DAILY REPORT

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

PULSO ECONÓMICO

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

NOTAS BREVES

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

FLASH NOTES

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

FICHAS SÍNTESE PAÍS

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



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

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

© Banco BPI, S.A., 2025

© CaixaBank, S.A., 2025

Design e produção: www.cegegglobal.com

