

# IM02

INFORMAÇÃO MENSAL  
FEVEREIRO 2026



## ECONOMIAS E MERCADOS INTERNACIONAIS

### MERCADOS FINANCEIROS

*Inovação, expectativas e vertigens: será que a aposta na IA redefine Wall Street?*

*Prémios de risco e macroeconomia: uma relação sólida e transversal*

### ECONOMIA INTERNACIONAL

*Horas trabalhadas e produtividade: será Espanha um caso isolado na UE?*

*Há razões para que a habitação seja a principal preocupação dos cidadãos europeus*

*As diferentes velocidades da inflação: um cálculo diferencial para o BCE*

### ECONOMIA ESPANHOLA

*Necessidades de financiamento do Estado em 2026: elevadas mas absorvíveis devido à forte procura*

## ECONOMIA PORTUGUESA

*Como se caracteriza o consumo público?*

*O mercado da energia em Portugal encontra-se numa trajetória sólida e adaptativa, mas a pobreza energética persiste*

*O turismo português no contexto da União Europeia*

**INFORMAÇÃO MENSAL****Fevereiro 2026**

A publicação *Informação Mensal* é 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](mailto:deef@bancobpi.pt)

**Paula Carvalho**

Economista Chefe

**CaixaBank Research**

[www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)  
[research@caixabank.com](mailto: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*

Data de fecho desta edição:

5 de fevereiro de 2026

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

9 *Inovação, expetativas e vertigens: será que a aposta na IA redefine Wall Street?*

11 *Prémios de risco e macroeconomia: uma relação sólida e transversal*

**14 ECONOMIA INTERNACIONAL**

16 *Horas trabalhadas e produtividade: será Espanha um caso isolado na UE?*

18 *Há razões para que a habitação seja a principal preocupação dos cidadãos europeus*

21 *As diferentes velocidades da inflação: um cálculo diferencial para o BCE*

**25 ECONOMIA PORTUGUESA**

27 *Como se caracteriza o consumo público?*

29 *O mercado da energia em Portugal encontra-se numa trajetória sólida e adaptativa, mas a pobreza energética persiste*

31 *O turismo português no contexto da União Europeia*

**35 ECONOMIA ESPANHOLA**

37 *Necessidades de financiamento do Estado em 2026: elevadas mas absorvíveis devido à forte procura*

## Portugal: resiliência económica em tempos (e clima) desafiantes

Portugal encerrou 2025 com uma performance económica robusta e em linha com as previsões dos principais analistas, públicos e privados. Tal como noutras economias desenvolvidas, a economia portuguesa mostrou resiliência ao longo do ano, superando o ruído e a incerteza causados pelas políticas comerciais erráticas da nova Administração dos EUA. O PIB português avançou 1,9%, terminando o ano com um dinamismo expressivo e um efeito de impulso relevante para 2026, ainda que a sua composição na viragem do ano (recuo das importações) e o efeito do clima adverso possam trazer algumas surpresas na trajetória.

A evolução ao longo do ano terminado confirma o padrão favorável: após a contração observada no primeiro trimestre – essencialmente explicada por efeitos de base associados ao forte alívio fiscal no final de 2024 – a economia acelerou de forma consistente. Entre abril e dezembro, o PIB cresceu em média 0,7%-0,8% por trimestre. No conjunto do ano, o ritmo passou de 1,7% no primeiro semestre para 2,1% na segunda metade, refletindo uma trajetória de «menos para mais».

Entre os motores de crescimento destaca-se, com clareza, a procura interna. Apesar de ainda não dispormos do detalhe do quarto trimestre de 2025 (a divulgar no final de fevereiro), é evidente que todas as suas componentes contribuíram positivamente. O consumo privado – responsável por cerca de 64% do PIB – deverá ter crescido acima de 3%, em termos anuais, impulsionado sobretudo pelo consumo de bens duradouros. O consumo público terá registado uma expansão moderada, em linha com o crescimento da economia, refletindo a gestão prudente das contas públicas. Já o investimento deverá ter aumentado mais de 4%, beneficiando do reforço do investimento público (acima de 3% do PIB em sede de caixa), do dinamismo do investimento privado, incluindo o imobiliário, e da acumulação de *stocks*, que apoiou a atividade até pelo menos setembro.

Em contraste, o setor externo terá penalizado o crescimento. A fraqueza dos parceiros comerciais, a valorização da moeda e a incerteza decorrente das mudanças de orientação económica nos EUA condicionaram as exportações: no total, as exportações de bens aumentaram apenas 0,5% em 2025, comprimidas por uma queda de 4% nas vendas para países fora da União Europeia e por um recuo expressivo de cerca de 13% para os EUA. Por outro lado, as importações cresceram 3,9%, em linha com a força da procura interna. Apesar desta deterioração da balança comercial, a balança corrente deverá ter encerrado o ano em terreno positivo, beneficiando dos excedentes na balança de serviços – não apenas no Turismo, mas também noutros serviços com forte desempenho.

Os sólidos crescimentos trimestrais da atividade desde abril traduzem-se num importante efeito de arrastamento para 2026: mesmo com crescimentos trimestrais nulos, a economia avançaria matematicamente 1,1% este ano. Portugal inicia assim 2026 com uma economia dinâmica, um mercado de trabalho robusto e criador de emprego, níveis de endividamento em queda – tanto das famílias como do Estado – e um enquadramento de inflação e taxas de juro estável, próximo de 2%.

Tudo apontaria, portanto, para uma revisão em alta da projeção de crescimento para 2026, atualmente em 2%. Contudo, o início do ano foi marcado por desafios significativos decorrentes dos episódios climáticos extremos registados desde a última semana de janeiro. As regiões mais afetadas – Centro, Vale do Tejo e Península de Setúbal – representam cerca de 25% do PIB, 27% do emprego e 15% das empresas do país. Para além das perdas humanas irreparáveis, os efeitos económicos serão relevantes, resultantes de períodos de paragem produtiva, interrupção dos fluxos de comércio e de potenciais perdas de emprego, que se podem vir a revelar mesmo mais duradouras.

Ainda assim, importa sublinhar que Portugal dispõe de instrumentos importantes para mitigar estes impactos, desde a margem orçamental existente até à possibilidade de mobilização de fundos externos de apoio. A isto soma-se a inércia favorável da atividade herdada de 2025, o dinamismo contínuo do mercado de trabalho, a execução dos fundos europeus (PRR) e as condições financeiras estáveis, que deverão apoiar a recuperação. Por estas razões, apesar dos desafios internos e da complexidade do ambiente geopolítico internacional, o ano de 2026 mantém condições para evoluir de forma positiva.

**Paula Carvalho**  
Fevereiro 2026

## Cronologia

### JANEIRO 2026

- 14** O ano de 2025 foi o terceiro ano mais quente de que há registo (1940-2025) e 1,5°C mais quente do que a média pré-industrial (1850-1900), de acordo com o programa Copernicus da UE.
- 27** A UE e a Índia concluem as negociações para um acordo de comércio livre.

### NOVEMBRO 2025

- 12** Fim do maior *shutdown* governamental da história dos EUA.

### SETEMBRO 2025

- 9** O Supremo Tribunal dos EUA concorda em acelerar o processo de legalização 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 p. b. 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.

### DEZEMBRO 2025

- 10** A Fed reduziu a taxa de juro dos *fed funds* em 25 p. b., para o intervalo de 3,50%-3,75%.
- 18** O Banco de Inglaterra reduziu as taxas de juro em 25 p. b., para 3,75%.
- 19** O Banco do Japão aumentou as taxas de juro em 25 p. b., para 0,75%.

### OUTUBRO 2025

- 29** A Fed reduziu a taxa de juro dos *fed funds* 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.

### 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+.

## Agenda

### FEVEREIRO 2026

- 2** Portugal: produção industrial (dezembro).
- 4** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (janeiro).  
Portugal: emprego e desemprego (4T).  
Zona Euro: estimativa rápida do IPC (janeiro).
- 5** Conselho de Governadores do Banco Central Europeu.
- 6** Espanha: produção industrial (dezembro).
- 9** Portugal: comércio internacional (dezembro).
- 13** Portugal: remuneração média mensal bruta por trabalhador (4T).
- 16** Japão: PIB (4T).
- 19** Espanha: comércio externo (dezembro).
- 20** EUA : PIB (4T).
- 25** Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (dezembro).
- 26** Zona Euro: índice de sentimento económico (fevereiro).
- 27** Espanha: estimativa rápida do IPC (fevereiro).  
Espanha: balança de pagamentos (dezembro).  
Portugal: detalhe do PIB (4T).  
Portugal: estimativa rápida do IPC (fevereiro).

### MARÇO 2026

- 3** Zona Euro: estimativa rápida do IPC (fevereiro).
- 4** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (fevereiro).
- 6** Portugal: rating da Fitch.
- 9** Portugal: produção industrial (janeiro).
- 12** Portugal: comércio internacional (janeiro).
- 13** Espanha: rating Fitch e S&P.
- 17** Espanha: inquérito trimestral do custo da mão de obra (4T).
- 17-18** Comité de Mercado Aberto da Fed.
- 19** Conselho de Governadores do Banco Central Europeu.
- 19-20** Conselho Europeu.
- 23** Portugal: preços da habitação (4T).
- 26** Espanha: detalhe do PIB (4T).  
Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (4T).  
Portugal: detalhe do PIB (4T).
- 27** Espanha: estimativa do IPC (março).  
Espanha: rating Moody's.
- 30** Zona Euro: índice de sentimento económico (março).
- 31** Portugal: estimativa rápida do IPC (março).  
Portugal: emprego e desemprego (fevereiro).  
Zona Euro: estimativa rápida do IPC (março).

## Realidade ou ficção? A resposta está nos dados

Está cada vez mais difícil ignorar o ruído gerado pelo contexto geopolítico e concentrar-se no sinal proveniente dos dados macroeconómicos. A sensação de vulnerabilidade é intensificada pela imprevisibilidade quanto ao ritmo de mudança na antiga ordem internacional. Este ponto confirma-se numa breve análise do primeiro mês do ano, que testemunhou o início de um processo de transição na Venezuela, a assinatura do acordo com o Mercosul e de um acordo de livre comércio celebrado entre a Índia e a Europa, tensões em ambos os lados do Atlântico sobre a soberania da Gronelândia e um novo episódio de crise entre os EUA e o Irão. Como Mark Carney nos lembrou em Davos, o mundo está a atravessar um processo de rutura que não demonstra sinais de ocorrer sob a forma de uma transição ordenada, em que a escolha se resume em «estar à mesa ou no cardápio», e a nostalgia pelo passado não é uma estratégia viável. Assim, no ambiente turbulento em que vivemos, torna-se cada vez mais difícil separar a realidade da ficção, e parece que os dados económicos divulgados perdem valor, pois representam um retrato de um contexto económico que pode ter mudado em poucas semanas.

Contudo, nos últimos anos, os dados têm consistentemente apontado para a resiliência da economia global face a choques de diversas naturezas. Essa tendência é ainda mais evidente com a divulgação dos dados relativos ao final de 2025, que mostram uma economia global com taxas de crescimento próximas do seu potencial, inflação a aproximar-se das metas dos bancos centrais depois das tensões pós-pandemia e, como um novo desenvolvimento, uma recuperação da produtividade nos EUA que parece estar a compensar o equilíbrio atípico do mercado de trabalho (contratações e despedimentos limitados). Portanto, mantém-se o tom positivo no processo de aterragem, enquanto os efeitos das duas forças opostas que moldarão a nova realidade económica futura – fragmentação/geopolítica *versus* inteligência artificial – continuam a manifestar-se.

Entretanto, assim como os sinólogos tentam decifrar o que está por trás de qualquer mudança na hierarquia político-militar da China (no jargão, «ler as folhas de chá»), os analistas macroeconómicos tentam selecionar os indicadores que possam antecipar mudanças na tensa calma que

caracteriza o cenário económico e financeiro. E, embora alguns desses indicadores (como as expectativas para a inflação) não reflitam tensões futuras no equilíbrio entre oferta e procura globais, a incerteza geopolítica começa a gerar aversão ao risco, afetando particularmente os mercados de *commodities* e as moedas. Nesse contexto, a possibilidade de uma repetição dos «momentos Truss» não pode ser descartada – momentos em que uma perda repentina de credibilidade fiscal desencadeia uma reação desordenada do mercado, com efeitos marcantes sobre a moeda e as *yields* de longo prazo da dívida soberana. O exemplo mais recente de tal episódio foi o Japão, onde a decisão da primeira-ministra de convocar eleições antecipadas e anunciar um plano de expansão fiscal reacendeu as preocupações dos investidores com o equilíbrio orçamental, elevando as *yields* de longo prazo dos títulos do Tesouro para níveis recorde (a *yield* dos títulos com maturidade de 40 anos ultrapassou 4% pela primeira vez). Essa medida foi acompanhada por uma forte desvalorização do iene, alimentando rumores de uma possível intervenção conjunta do Ministério das Finanças japonês e do Tesouro dos EUA no mercado cambial.

Tudo isto acontece justamente quando a relação entre os mercados de *commodities*, as moedas e as tensões geopolíticas se tornaram parte fundamental da arquitetura central da nova ordem económica global. Com o dólar como protagonista e barómetro central de toda esta nova dinâmica, as dúvidas sobre as intenções do novo governo americano em relação à moeda americana levaram a mudanças estruturais nas carteiras de investimento globais ao longo do último ano, com os metais preciosos a serem cada vez mais valorizados como ativos de refúgio. Neste contexto, a sensibilidade dos preços do ouro e da prata às variações do valor do dólar tem aumentado, como evidenciado pela forte correção ocorrida a 30 de janeiro (–10% para o ouro e –30% para a prata), quando o anúncio do candidato oficial à presidência da Fed (Kevin Warsh), o mais ortodoxo dos indicados, desencadeou uma valorização significativa do dólar. Ao procurarmos sinais, é no dólar (a ligação entre *commodities*, risco geopolítico e níveis de incerteza) que devemos concentrar a nossa atenção nos próximos meses.

José Ramón Díez

Final de período, exceto quando é especificado o contrário

### Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2019	Média 2020-2022	2023	2024	2025	2026
<b>TAXAS DE JURO</b>							
<b>Dólar</b>							
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	3,71	3,10
SOFR 12 meses	3,86	1,48	1,48	4,95	4,19	3,48	3,10
Dívida pública 2 anos	3,70	1,04	1,21	4,46	4,24	3,51	3,50
Dívida pública 10 anos	4,69	2,57	1,76	4,01	4,40	4,14	4,50
<b>Euro</b>							
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	1,92	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	2,14	2,11
Euribor 12 meses	3,40	0,96	0,10	3,68	2,44	2,27	2,18
<b>Alemanha</b>							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,35	-0,21	2,55	2,02	2,13	1,99
Dívida pública 10 anos	4,30	1,54	0,14	2,11	2,22	2,84	2,80
<b>Espanha</b>							
Dívida pública 3 anos	3,62	1,69	0,18	2,77	2,26	2,39	2,73
Dívida pública 5 anos	3,91	2,19	0,38	2,75	2,48	2,64	3,04
Dívida pública 10 anos	4,42	3,17	0,99	3,09	2,90	3,28	3,60
Prémio de risco	11	164	85	98	68	45	80
<b>Portugal</b>							
Dívida pública 3 anos	3,68	3,33	0,07	2,33	2,03	2,16	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	3,14	3,50
Prémio de risco	19	314	82	63	46	31	70
<b>TAXA DE CÂMBIO</b>							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,13	1,09	1,05	1,17	1,20
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,87	0,86	0,83	0,86	0,90
EUR/JPY (yenes por euro)	129,56	126,41	129,91	156,99	161,18	169,10	168,00
<b>PETRÓLEO</b>							
Brent (\$/barril)	42,3	80,1	71,0	77,3	73,1	61,6	65,3
Brent (euros/barril)	36,1	62,5	63,9	70,9	69,8	52,6	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
<b>CRESCIMENTO DO PIB<sup>1</sup></b>							
<b>Mundial</b>	4,3	3,3	2,5	3,5	3,3	3,1	3,1
<b>Países desenvolvidos</b>	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	2,6	1,0	1,3	1,1	0,9	1,5	1,2
Alemanha	1,6	1,3	0,4	-0,7	-0,5	0,3	1,1
França	2,3	1,0	0,7	1,6	1,1	0,9	0,7
Itália	1,5	-0,3	1,6	1,1	0,5	0,7	0,7
Portugal	1,5	0,4	1,5	3,1	2,1	1,9	2,0
Espanha	3,6	0,7	0,7	2,5	3,5	2,8	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
<b>Países emergentes e em desenvolvimento</b>	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	5,0	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	3,1	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	4,1	3,7	3,5	0,2	3,0	3,5	3,3
<b>INFLAÇÃO</b>							
<b>Mundial</b>	4,1	3,7	5,5	6,6	5,7	4,2	3,9
<b>Países desenvolvidos</b>	2,1	1,6	3,7	4,6	2,6	2,5	2,2
Estados Unidos	2,8	1,8	4,6	4,1	3,0	2,6	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	2,3	2,1
França	1,9	1,3	2,8	5,7	2,3	0,9	1,7
Itália	2,4	1,4	3,5	5,9	1,1	1,7	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	2,7	2,0
Japão	-0,3	0,4	0,7	3,3	2,7	3,2	1,5
Reino Unido	1,6	2,3	4,2	7,3	2,5	3,4	2,5
<b>Países emergentes e em desenvolvimento</b>	6,9	5,5	6,8	8,0	7,7	5,1	4,9
China	1,7	2,6	1,8	0,2	0,2	0,1	1,0
Índia	4,6	7,3	6,1	5,7	5,0	2,2	4,4
Brasil	7,3	5,7	6,9	4,6	4,4	5,0	4,2
México	5,2	4,2	5,7	5,5	4,7	3,8	3,7
Rússia	14,2	7,9	8,0	5,9	8,5	8,7	6,0
Turquia	22,6	9,6	34,7	53,9	58,5	34,9	26,1
Polónia	3,5	1,9	7,4	10,8	3,7	3,3	3,2

**Nota:** 1. Valores corrigidos de sazonalidade e de calendário para a Zona Euro, Alemanha, França, Itália, Portugal, Espanha e Polónia. 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
<b>Agregados macroeconómicos</b>							
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	2,7	5,5
Bens de equipamento	3,3	2,7	5,5	8,6	8,0	-	-
Construção	-1,4	-2,4	2,6	4,5	3,0	-	-
Procura interna (contr. Δ PIB)	1,3	0,0	1,9	2,2	2,9	3,4	2,9
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
<b>Produto interno bruto</b>	<b>1,5</b>	<b>0,4</b>	<b>1,5</b>	<b>3,1</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>
<b>Outras variáveis</b>							
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	-2,9	-1,0	1,4	2,1	0,6	0,9
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-7,7	-1,5	0,1	2,0	3,3	2,5	2,5
Saldo orçamental (% PIB)	-4,5	-5,1	-3,0	1,3	0,5	0,4	-0,6

Previsões

### Economia espanhola

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



## Início de ano com focos cruzados nos mercados financeiros

### Janeiro arrasta os focos de tensão de 2025 e abre novas frentes.

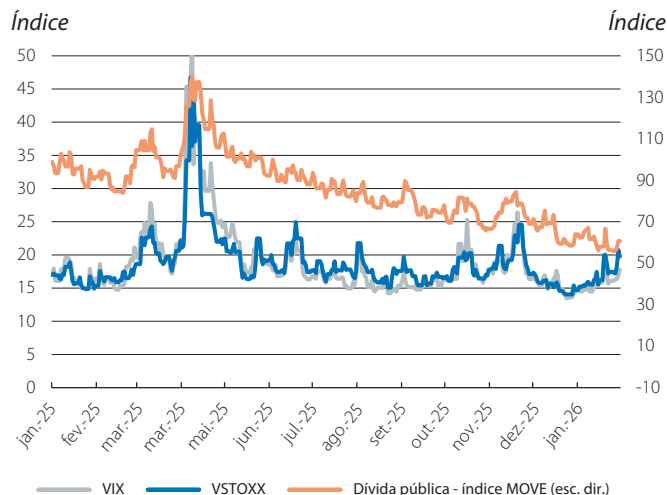
A geopolítica marcou o início do ano nos mercados financeiros. O aumento das tensões, da Venezuela ao Irão, e o confronto diplomático entre os EUA e a Europa sobre a Gronelândia geraram aversão ao risco e aumentaram a volatilidade do mercado. Quanto à Ásia, uma atenção renovada às perspectivas orçamentais do Japão conduziu a movimentos excepcionais nas taxas de juro e na moeda japonesa. Ao mesmo tempo, mantêm-se os *drivers* de incerteza do ano passado, como as tensões tarifárias entre os principais blocos, as expectativas em torno da IA e a atenção à capacidade dos gigantes da tecnologia para rentabilizarem o investimento. Isto tudo num contexto em que os bancos centrais continuam a assentar as suas estratégias em desenvolvimentos baseados em dados.

### O Japão volta a estar no centro das atenções no que respeita às suas perspectivas orçamentais.

A decisão da Primeira-Ministra Sanae Takaichi de antecipar as eleições e os planos de expansão orçamental reavivou as preocupações dos investidores quanto à sustentabilidade orçamental do Japão. As taxas de juro dos títulos do Tesouro de longo prazo atingiram máximos históricos, com a taxa de referência a 40 anos a ultrapassar pela primeira vez os 4%. Simultaneamente, na sua reunião de janeiro, o Banco do Japão manteve a taxa diretora em 0,75% (após a subida de 25 p. b. em dezembro) e indicou que continuará a aumentar as taxas se as suas previsões de crescimento e inflação se concretizarem (os mercados estão a prever duas subidas de 25 p. b. em 2026). Contudo, o iene registou uma forte depreciação, caindo para um mínimo de um ano e meio em relação ao dólar (perto de 159 ienes por dólar) e para níveis não vistos desde a década de 1990 em relação ao euro (183 ienes por euro), penalizado pelos investidores devido à perceção de uma deterioração orçamental. Apenas os rumores de uma intervenção conjunta do Ministério das Finanças japonês e do Tesouro dos EUA no final do mês travaram a queda do iene.

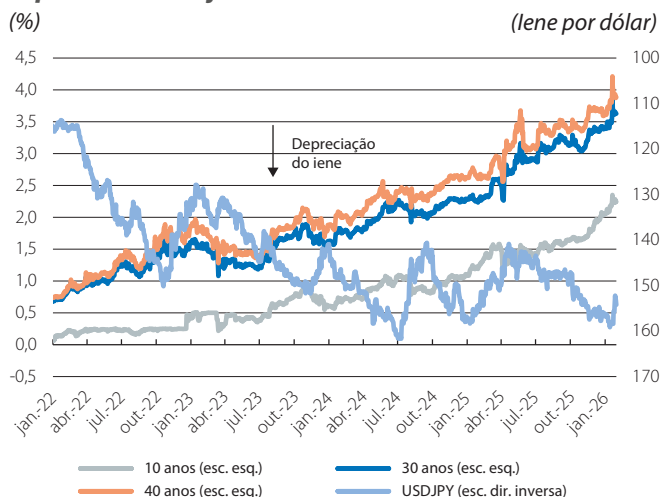
**Dólar em foco com o aumento do ruído geopolítico.** Devido à incerteza geopolítica e às tensões comerciais e de política externa dos EUA, o dólar americano enfraqueceu em todos os setores em janeiro. O índice DXY do dólar fechou o mês com uma descida de quase 1% e o euro foi transacionado acima de 1,20 dólares pela primeira vez em quatro anos. Outras moedas de refúgio capitalizaram a situação e o franco suíço atingiu máximos históricos face ao dólar (chegou a superar os 1,30 dólares por franco). A moeda americana também foi pressionada por preocupações sobre a independência da Fed. Em janeiro, foi revelado que o Departamento de Justiça está a conduzir uma investigação em relação ao presidente Jerome Powell e o seu testemunho ao Senado sobre os custos de renovação de dois edifícios da Fed. Como resposta, Powell salientou que a verdadeira motivação para tal investigação não estava relacionada com o seu testemunho, mas com o facto de a Fed fixar as taxas de juro com base nas condições económicas e não nas preferências do Presidente Trump. Contudo, o dólar recuperou algum terreno no início de fevereiro, depois de Trump ter anunciado a nomeação de Kevin Warsh como candidato à presidência da Fed quando o mandato de Powell terminar no próximo mês de maio. Warsh foi governador da Fed entre 2006 e 2011 e manteve uma posição crítica em relação à expansão do seu balanço e uma tendência de aperto das taxas de juro, embora no último ano as suas declarações estivessem alinhadas com a tese de Trump a favor da

### Medidas de volatilidade nos mercados financeiros



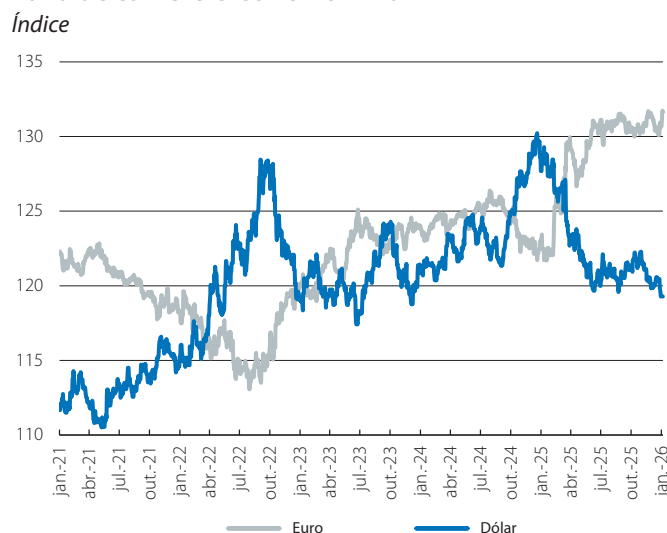
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

### Japão: taxas de juro soberanas e taxa de câmbio



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

### Taxa de câmbio efetivo nominal



Fonte: BPI Research, com base em dados do Banco Central Europeu e da Fed.

descida das taxas de juro. Os mercados acolheram favoravelmente este anúncio, com um reforço do dólar e expectativas de taxas de juro estáveis para 2026 (duas reduções de 25 p. b.).

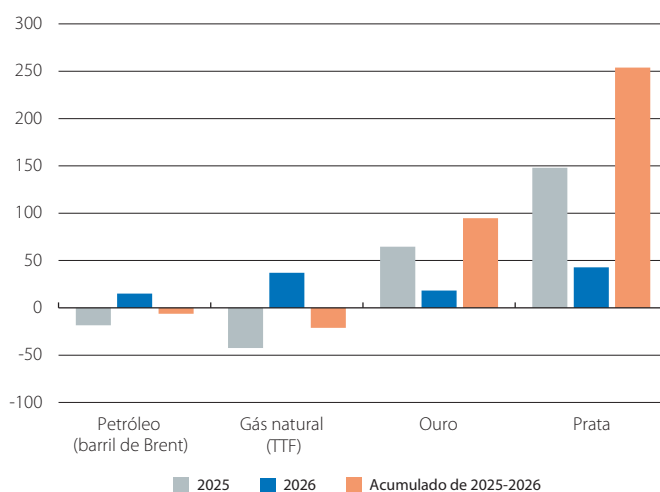
**As matérias-primas tiram partido da incerteza global.** Como é habitual, os picos de tensão geopolítica conduzem a surtos de volatilidade nos mercados da energia. Neste caso, o preço do barril de Brent, que tinha começado o ano a rondar os 60 dólares, condicionado por um ambiente de excesso de oferta, recuperou para 70 dólares devido às tensões no Irão e aos receios de eventuais ruturas de abastecimento. Também a referência europeia do gás atingiu os 42 €/MWh, com um impulso adicional dos receios de abastecimento devido a uma tempestade de inverno nos EUA. No início de fevereiro, tanto os preços do gás como os do petróleo bruto moderaram-se com as notícias de um abrandamento do conflito entre os EUA e o Irão. Por outro lado, no meio da crescente incerteza global e da fraqueza do dólar, os metais preciosos capitalizaram na procura de ativos de refúgio. Nomeadamente, o ouro ultrapassou a barreira dos 5.000 \$/onça, chegando mesmo a tocar nos 5.600 \$/onça, e a prata valorizou-se até 42%. Em termos acumulados, desde o início de 2025, atingiram ganhos de quase 100% e 300%, respetivamente, embora no início de fevereiro ambos os metais tenham sofrido uma correção abrupta e acentuada.

**De olho nos bancos centrais.** O outro grande desenvolvimento na política monetária foi a mudança de tom da Fed, com uma avaliação mais positiva do ambiente macroeconómico após a reunião de janeiro (onde, sem surpresa, a Fed manteve os *fed funds* em 3,50%-3,75%). Esta alteração deixou a Fed com a sensação de que não tem pressa em baixar as taxas a curto prazo e atrasou a expectativa da primeira descida das taxas em 2026, descontada nos mercados de futuros, de março para junho. O BCE, por seu lado, não surpreendeu e manteve a taxa *depo* em 2%, sublinhando a necessidade de não reagir de forma exagerada a pequenas alterações nos dados e apresentando um mapa de risco inflacionista e desinflacionista mais equilibrado. As expectativas dos mercados financeiros em relação ao BCE continuam a ser de uma política monetária estável até 2026. Neste contexto, as *yields* dos títulos do Tesouro da Zona Euro mantiveram-se relativamente estáveis, com os prémios de risco periféricos estáveis, exceto em França, onde o prémio desceu cerca de 15 p. b. para cerca de 58 p. b., o valor mais baixo dos últimos 18 meses, refletindo a boa receção pelo mercado da aprovação do orçamento para 2026, finalmente obtida pelo Primeiro-Ministro Lecornu (este orçamento prevê uma redução do défice em 2026 para 5,0% do PIB, contra uma estimativa de 5,4% em 2025).

**Desempenho desigual nos mercados bolsistas mundiais.** Os mercados bolsistas encerraram o mês de janeiro com resultados globalmente positivos, embora com algumas oscilações de volatilidade ligadas a acontecimentos geopolíticos. O S&P 500 terminou janeiro com pequenos ganhos, mas começou fevereiro com correções arrastadas pelo setor tecnológico, pelo ajustamento das matérias-primas e pelo fortalecimento do dólar. Em termos setoriais, verificou-se uma clara dispersão ao longo de janeiro: os setores cíclicos, como a energia, os materiais e a indústria, beneficiaram da dinâmica dos mercados de matérias-primas, enquanto os setores financeiro, tecnológico e da saúde tiveram um desempenho inferior. No segmento da tecnologia, a heterogeneidade foi ainda mais acentuada: as empresas que não corresponderam às expectativas de crescimento registaram quedas significativas, enquanto outras, ligadas a segmentos de elevada procura de IA, obtiveram recuperações significativas. Na Europa, os ganhos foram liderados pelos mercados periféricos, com o PSI-20 e o IBEX 35 a serem impulsionados pelo setor financeiro.

## Matérias-primas

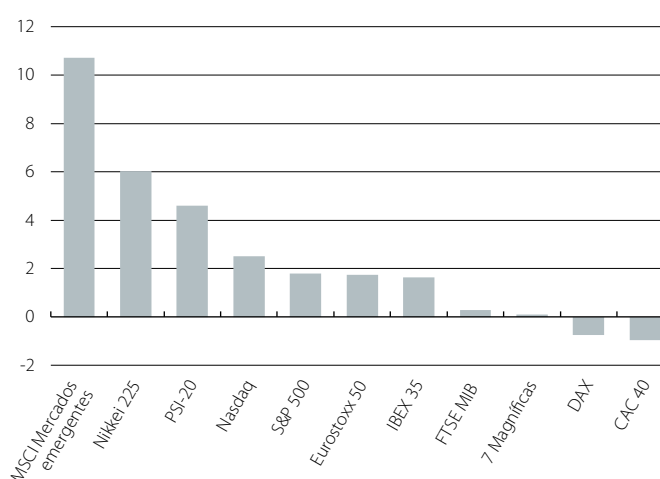
Variação de preço (%)



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

## Índices bolsistas mundiais

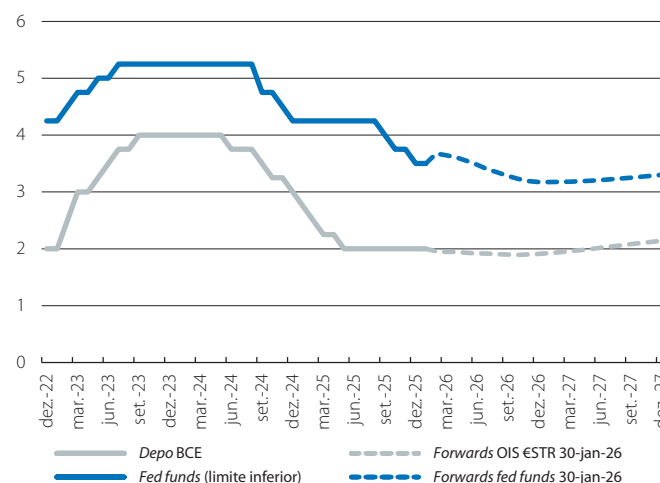
Variação em janeiro de 2026 (%)



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

## Expectativas do mercado relativamente às taxas de juro

(%)



Fonte: BPI Research, com base em dados do BCE, da Fed e da Bloomberg.

## Inovação, expetativas e vertigens: será que a aposta na IA redefine Wall Street?

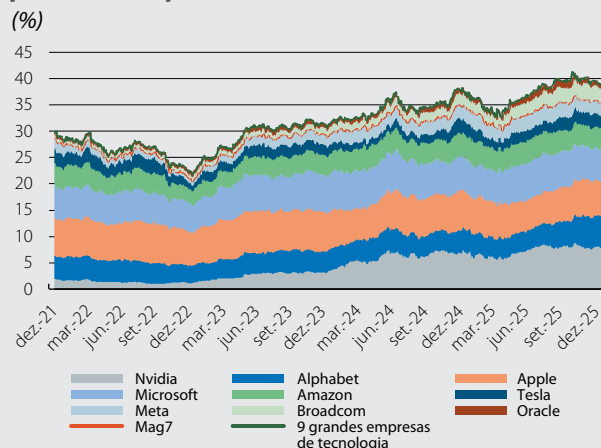
O otimismo em torno da inteligência artificial (IA) tem sido um dos principais motores dos índices de ações dos EUA nos últimos meses, ajudando o S&P 500 e o Nasdaq a registar ganhos pelo terceiro ano consecutivo em 2025. Parte dessa expansão foi explicada pelo crescimento dos lucros das empresas, embora o S&P 500 se tenha apreciado mais em relação a esses lucros. Neste *rally*, analistas e investidores têm visto reminiscências do que aconteceu em 2000 com a ascensão da Internet, suscitando o debate sobre se estamos ou não numa bolha. E, embora responder a esta pergunta em tempo real seja como tentar desatar um nó górdio com os dedos, neste artigo analisamos a comparação entre o S&P 500 atual e o da bolha *dotcom* e a plausibilidade das expetativas subjacentes ao atual cenário de valorização do mercado bolsista.

O primeiro efeito claro da IA no mercado de ações dos EUA foi um aumento da concentração em diferentes áreas: rendimentos, dimensão da empresa ou lucros, também no investimento. Por conseguinte, as chamadas Magnificent 7 (Mag7: empresas líderes em tecnologia inovadora com grande capitalização de mercado e modelos de negócio diversificados, bem protegidas de potenciais concorrentes)<sup>1</sup> superaram novamente o desempenho das restantes 493 empresas do índice em 2025, pelo terceiro ano consecutivo (+25% vs. 14% em 2025; e +245% vs. +30% desde o final de 2022, respetivamente).<sup>2</sup> Isto aumentou a sua capitalização relativa no S&P 500 de 20% no final de 2022 para mais de 35% no final de 2025 (e se considerarmos as duas maiores empresas tecnológicas seguintes, a percentagem subiu para mais de 40%). Esta concentração contrasta fortemente com os 17,5% que representavam as sete maiores empresas tecnológicas no auge da bolha *dotcom*.<sup>3</sup> Relativamente aos resultados, o lucro por ações das Mag7 cresceu 30% nos três primeiros trimestres de 2025, contra 6% para o S&P 493.

O crescimento das empresas tecnológicas teve outro efeito indireto: contribuiu para o aumento do índice. Vejamos uma medida comum de acessibilidade, o rácio preço/lucro (PER, *Price-to-Earnings Ratio*), que relaciona a capitalização de uma empresa com a sua capacidade de gerar lucros. Com efeito, o PER do S&P 500, medido em relação aos resultados dos últimos 12 meses, oscilou entre 27 e 28 pontos nas últimas semanas, acima da sua média histórica (20,2 desde 1990) e no intervalo elevado da sua distribuição histórica (em 90% das sessões desde 1990, este rácio foi inferior a 27,3).

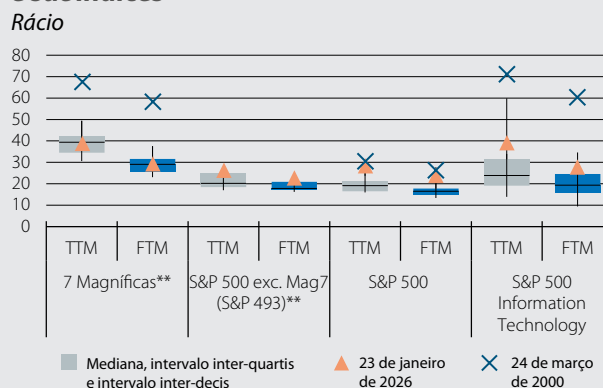
1. NVIDIA, Alphabet, Microsoft, Apple, Amazon, Meta e Tesla.
2. Bloomberg Magnificent 7 Price Return Index e Bloomberg 500 excluindo o Magnificent 7 Price Return Index.
3. Microsoft, Cisco Systems, Intel, IBM, Oracle, HP e Texas Instruments.

### Capitalização do S&P500 representada por cada empresa (%)



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

### Distribuição histórica do PER retrospectivo (TTM) e prospetivo (FTM) do S&P 500\* e subíndices



Notas: \* O PER retrospectivo utiliza os lucros dos últimos 12 meses e o PER prospetivo utiliza as expetativas de lucro para os próximos 12 meses. \*\* O PER das 7 Magníficas e do S&P 493 é calculado com base nos índices Bloomberg Magnificent 7 PR e Bloomberg 500 exc. Magnificent 7 PR. Para a referência do ano 2000, consideram-se as 7 maiores empresas tecnológicas da época. O PER FTM das 7 Magníficas em 2000 é calculado com base nos seus lucros efetivos um ano depois, e não nas expetativas. Para o S&P 500 e o seu subíndice de empresas tecnológicas, o gráfico de caixa de bigodes mostra o intervalo histórico disponível (1990 até ao presente). Para os índices Bloomberg Magnificent 7 e Bloomberg 500 exc. Magnificent 7, é apresentado desde 2015 até ao presente.

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

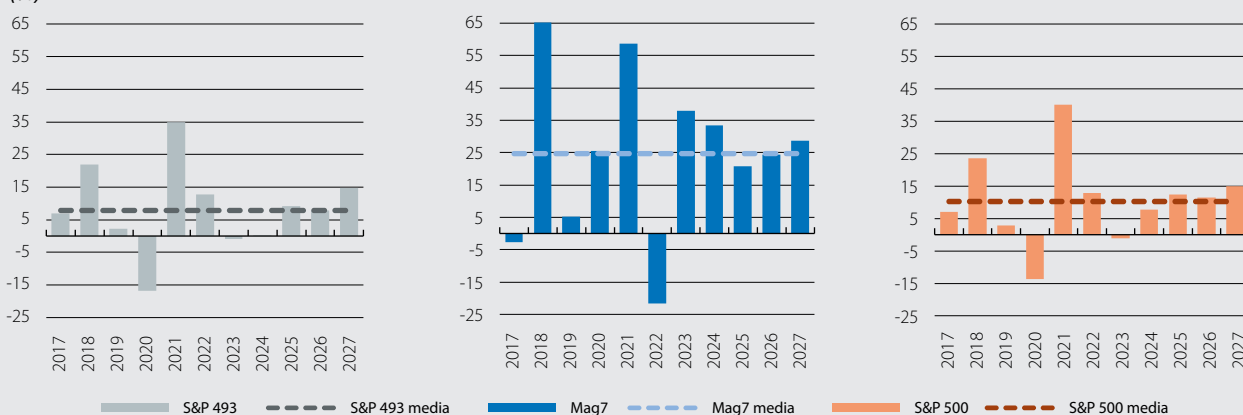
Esta situação é em parte explicada pela concentração acima referida, uma vez que as Mag7 e as empresas tecnológicas em geral<sup>4</sup> têm atualmente o PER mais elevado do índice, o que também é historicamente<sup>5</sup> comum e se explica pelas elevadas expetativas de lucros a longo prazo que os investidores tendem a ter para estas empresas.

De facto, em termos históricos, o PER das empresas tecnológicas não é assim tão elevado em relação aos seus ganhos

4. Considere aqui o subíndice do setor das empresas de tecnologias da informação do S&P 500.
5. Excluindo o setor imobiliário, que, no entanto, tem um peso relativo muito inferior (cerca de 16 vezes inferior) ao do setor tecnológico.

## Crescimento anual registado e previsto dos lucros em cada índice

(%)



**Nota:** Índices Mag7: Bloomberg Magnificent 7 PR e S&P493: Bloomberg 500 exceto Magnificent 7 PR.

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

recentes e esperados. Deste modo, se compararmos os níveis atuais do PER com os do pico da bolha *dotcom*, o PER das Mag7 está agora próximo dos 40 pontos, medido com base nos resultados dos últimos 12 meses, e em torno dos 30, medido com base nas expetativas de resultados dos próximos 12 meses; níveis consideravelmente inferiores aos das sete maiores empresas tecnológicas capitalizadas na altura, que se situavam em 69 e 59, respetivamente.<sup>6</sup>

No entanto, a subida do S&P 500 não se explica apenas pela concentração nas Mag7 e no resto da tecnologia. O otimismo em relação à IA também favoreceu a revalorização das empresas industriais (em particular as expostas à construção de centros de dados, bem como as mais ligadas à defesa e à indústria aeroespacial). O setor financeiro, o segundo maior setor do índice e com um PER historicamente baixo, também se encontra num nível elevado da sua distribuição histórica (acima de 18 PER medido em relação aos lucros dos últimos 12 meses, próximo do percentil 90 da sua distribuição histórica).

Finalmente, é de salientar que o PER do S&P 500 também é elevado se ajustarmos o ciclo (considerando o seu preço em relação aos ganhos reais, ajustados pela inflação, nos últimos 10 anos). Em conformidade com este PER de longo prazo (ou CAPE, em inglês), o índice ainda não está tão stressado como na bolha *dotcom* (39,9 pontos estimados em dezembro de 2025, em comparação com um pico de 44,2 em dezembro de 1999), embora já se encontre em níveis historicamente elevados.

Normalmente, um CAPE elevado sugere reversões médias nos preços, embora não diga nada sobre quando é que isso pode ocorrer. Porém, os dois fatores mais críticos para a sustentabilidade do cenário são as expetativas de crescimento dos lucros e as taxas de juro, que afetam o valor atual líquido

do (ou seja, o desconto para o dia de hoje) dos lucros futuros esperados.

As expetativas de crescimento dos resultados dos analistas são ambiciosas, mas, pelo menos no horizonte de curto prazo, não estão desfasadas da média histórica, tanto para as Mag7 como para o resto das empresas. Para as Mag7, espera-se um crescimento do benefício por ação (BPA) de 24,4% nos próximos 12 meses, face a uma média de crescimento do benefício líquido agregado das sete empresas de 24,7% desde 2017.<sup>7</sup> Para o resto do índice, prevê-se um crescimento dos lucros por ação de 8%, em comparação com 7,8% em média desde 2017. No que respeita ao S&P 500 no seu conjunto, as expetativas apontam para um crescimento dos lucros por ação de 11,7%, contra uma média de 10,2% desde 2017.

Em contrapartida, um eventual agravamento das taxas de juro dos EUA reduziria o valor atual dos rendimentos esperados, não só devido a um fator de desconto, mas também devido a custos de financiamento mais elevados. A este respeito, existe uma relação sistematicamente negativa entre as taxas de juro e os rácios de avaliação.<sup>8</sup> Embora as taxas de juro sejam historicamente elevadas, vários riscos (tensões geopolíticas, comerciais e fiscais) não permitem excluir novas subidas.

Em resumo, a IA catalisou a concentração no S&P 500 e, por conseguinte, sobrecarregou o índice relativamente aos ganhos das suas empresas. Apesar de os indicadores de acessibilidade não estarem ainda, no caso das empresas tecnológicas, tanto sob pressão como na bolha *dotcom*, assentam em expetativas de crescimento exigentes, bem como em pressupostos macroeconómicos que são sempre delicados no contexto atual, como o de que as taxas de juro não se tornarão mais restritivas.

6. No caso do PER previsional das 7 Magníficas para o ano 2000, não são as expetativas do mercado que são tomadas em consideração, mas sim os lucros efetivamente registados nos 12 meses seguintes. A queda dos lucros do conjunto destas empresas conduziu a um PER de 76 no 3T de 2000.

7. O lucro líquido é tido em conta para evitar efeitos de recompra de ações.

8. A partir de 2019, um aumento anual de 25 pontos base na taxa de juro real a 10 anos (obrigação indexada à inflação dos EUA) está associado a uma contração do PER a prazo do S&P 500 em cerca de 3%.



## Prémios de risco e macroeconomia: uma relação sólida e transversal

Os prémios de risco marcaram uma época económica e política na Zona Euro.<sup>1</sup> Sujeitos a pressões extremas entre 2011 e 2013, foram um indicador do risco de rutura da união monetária e deram origem a expressões efémeras como o *whatever it takes* de Mario Draghi.<sup>2</sup> Nos últimos anos, o cenário económico e político também não tem sido fácil para a Zona Euro, mas os prémios de risco conseguiram fechar 2025 em mínimos de mais de 15 anos: Portugal, Espanha e Itália, que em 2012, quando a taxa alemã rondava os 1,5%, viram os seus prémios aumentar mais de 1.500 p. b., 600 p. b. e 500 p. b., respetivamente, terminaram 2025 a 30 p. b., 43 p. b. e 70 p. b.

Na última década, os prémios de risco encontraram um meio-termo entre a bonança dos anos 2000 (quando as obrigações do Tesouro eram transacionadas no mercado praticamente sem distinção entre países) e o stress da crise da dívida soberana de 2010-2012. Neste ponto intermédio, os investidores discriminam em função da saúde macroeconómica e financeira de cada país, sem pôr em causa a sobrevivência do euro. Por conseguinte, o abrandamento dos prémios de risco portugueses e espanhóis foi acompanhado de uma clara melhoria do seu desempenho macroeconómico em relação à Alemanha, de um compromisso claro com a sustentabilidade orçamental e da recuperação das suas notações de crédito pelas agências de *rating* (ver quadro). A França, pelo contrário, com um desempenho económico fraco e uma deterioração das suas contas públicas e da sua notação de crédito, assistiu a um ajustamento em alta do seu prémio de risco (de cerca de 30 p. b. antes da pandemia para cerca de 70 p. b. no final de 2025).

A relação entre os fundamentos macroeconómicos e os prémios de risco pode ser formalmente estabelecida. As taxas de juro das obrigações do Estado dependem de fatores fundamentais como o endividamento e o crescimento económico (que determinam a capacidade de pagamento de um Estado), da política monetária do BCE e de fatores globais como as taxas de juro de outras economias (que oferecem uma oportunidade de investimento alternativa) e da apetência dos investidores pelo risco. Com base na relação histórica entre todos estes ingredientes e as taxas de juro, podemos quantificar um pré-

1. Neste artigo, o prémio de risco refere-se ao diferencial entre a taxa de juro dos títulos do Tesouro a 10 anos de um país da Zona Euro e a sua contraparte alemã.

2. Em 26 de julho de 2012, o Presidente do BCE, Mario Draghi, afirmou que faria o que fosse necessário («*whatever it takes*») para preservar o euro. As suas palavras tornaram-se um símbolo da sobrevivência da Zona Euro. Ver «Mario Draghi e o seu “parole, parole”» no IM01/2018.

### Justificação macroeconómica para os prémios de risco e as taxas soberanas

	Previsão PIB		Previsão inflação		Dívida pública		Rating	
	2014	Dez. 2025	2014	Dez. 2025	2014	Dez. 2025	2014	Dez. 2025
<b>França</b>	1,1	1,0	1,1	1,3	96	116	AA	A+
<b>Itália</b>	0,9	0,7	0,9	1,4	135	136	BBB	BBB
<b>Espanha</b>	1,6	2,2	0,9	2,1	104	100	BBB	A
<b>Portugal</b>	1,3	2,1	0,7	2,0	133	91	BB	A
<b>Alemanha</b>	1,8	1,0	1,7	2,0	74,5	63	AAA	AAA

**Nota:** Previsões do PIB e da inflação a um ano de acordo com a Consensus Forecasts ou o consenso da Bloomberg; Dívida pública como % do PIB (previsão da Comissão Europeia para dez. 2025); rating composto da Bloomberg (notação de crédito média da Fitch, Moody's e S&P).

**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados da Consensus Forecasts, Eurostat e Bloomberg.

### Prémio de risco soberano: média para França, Itália, Espanha e Portugal

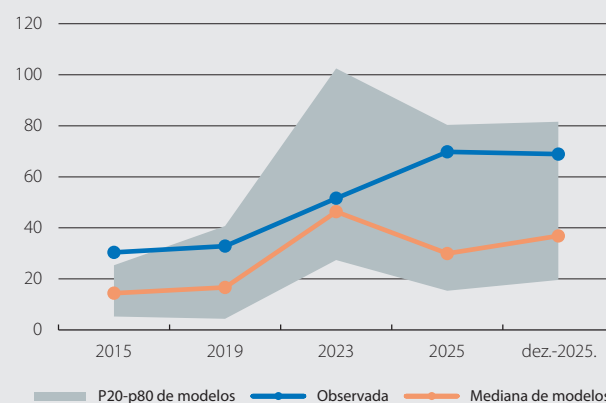
(p. b.)



**Fonte:** BPI Research, com base em dados da Bloomberg e estimativas próprias.

### França: prémio de risco

(p. b.)



**Nota:** P20-p80 indica o intervalo entre os percentis 20 e 80.

**Fonte:** BPI Research, com base em dados da Bloomberg e estimativas próprias.

mio de risco soberano coerente com os fundamentos macroeconómicos.<sup>3,4</sup>

Tal como mostra o primeiro gráfico, os fundamentos macroeconómicos têm sido um bom indicador dos prémios de risco soberano observados no mercado nos últimos anos. Com efeito, a moderação sustentada dos principais prémios de risco da Zona Euro está claramente em linha com o que os fundamentos preveem. No entanto, a situação é um pouco diferente consoante o país.

Ao contrário das economias periféricas tradicionais, a França tem sofrido de um prémio de risco persistentemente mais elevado nos últimos anos. Este reajustamento do mercado não se deve apenas a alguma mudança no sentimento dos investidores,<sup>5</sup> mas reflete também uma mudança nos fundamentos macroeconómicos: nos últimos anos, este país sofreu uma clara deterioração das suas contas públicas (a sua dívida está estimada em quase 120% em 2025, com um défice público previsto de 5,4% e que deverá manter-se elevado), perdendo dinamismo económico e vendo a sua notação de crédito ser reduzida pelas três principais agências de *rating*.

A Itália, inicialmente marcada por níveis piores de dívida pública e de notação de crédito, conseguiu corrigir a situação em 2025 e atingir o seu prémio de risco mais baixo desde 2008, com uma notável correção do défice público (de 7,2% em 2023 para 3,0% previstos em 2025) e uma resiliência que lhe permitiu obter, em 2025, uma subida de um nível no seu *rating* soberano junto das três principais agências.

No extremo oposto, Espanha e Portugal registam uma melhoria muito mais sustentada dos seus prémios de risco. Esta melhoria é muito visível nos prémios cotados nos mercados financeiros (mínimos de 2008 em ambos os casos) e reflete-se claramente na evolução prevista pelos fundamentos: as duas economias lideram o crescimento económico da Zona Euro em 2025, têm vindo a reduzir de forma constante a sua dívida pública e, no último ano, registaram melhorias generalizadas no seu *rating* soberano.

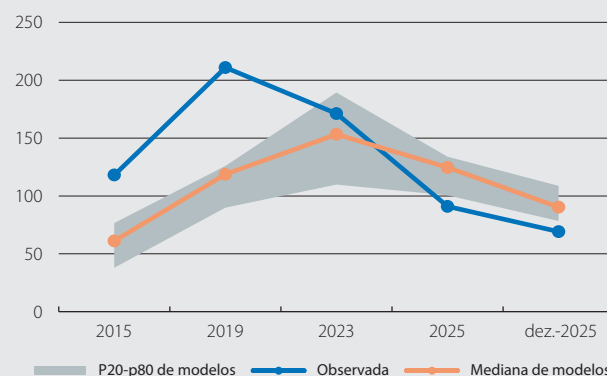
Globalmente, o exercício sugere que a evolução dos fundamentos macroeconómicos pode explicar o comportamento dos prémios de risco soberano nos últimos anos, desde a melhoria na periferia tradicional até à deterioração em

3. Apresentamos um modelo macro de taxas de juro em «A fragilidade macroeconómica das taxas de juro» (IM10/2020). Com base nesse exercício, estimamos agora uma regressão de painel para os prémios de risco da Áustria, Bélgica, França, Itália, Irlanda, Espanha, Países Baixos e Portugal, com dados entre janeiro de 2000 e dezembro de 2025 e as seguintes variáveis explicativas: expectativas para a Euribor a 3 meses, o crescimento real do PIB e a inflação, o rácio da dívida pública em relação ao PIB, um indicador de volatilidade do mercado bolsista, os ativos de dívida pública comprados pelo Eurosistema, o *rating* soberano e um indicador de tensões da Zona Euro (uma variável binária igual a 1 se um prémio de risco soberano se tornar fortemente tensionado).

4. Além da estimativa de referência, refletimos a incerteza que rodeia estes exercícios fazendo 20 estimativas alternativas, nas quais excluimos individualmente o PIB, a inflação, a Euribor a 3 meses, a dívida pública, os ativos do BCE e o *rating* e, em cada caso, com três amostras temporais (até 2019, até 2022 e até 2025).

5. Entre 2023 e 2025, o prémio passou do meio do intervalo previsto pelos fundamentos para o extremo superior do intervalo.

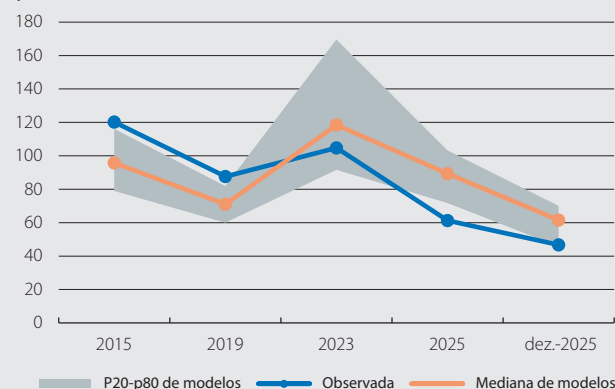
### Itália: prémio de risco (p. b.)



**Nota:** P20-p80 indica o intervalo entre os percentis 20 e 80.

**Fonte:** BPI Research, com base em dados da Bloomberg e estimativas próprias.

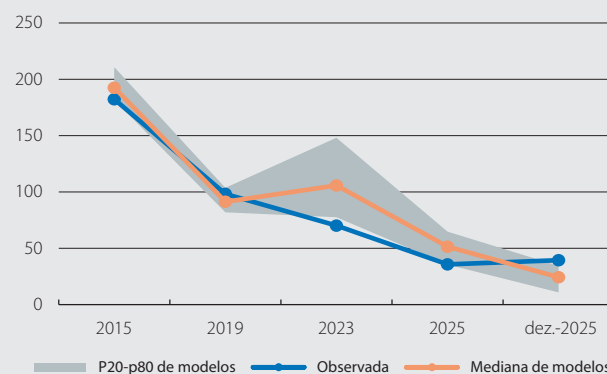
### Espanha: prémio de risco (p. b.)



**Nota:** P20-p80 indica o intervalo entre os percentis 20 e 80.

**Fonte:** BPI Research, com base em dados da Bloomberg e estimativas próprias.

### Portugal: prémio de risco (p. b.)



**Nota:** P20-p80 indica o intervalo entre os percentis 20 e 80.

**Fonte:** BPI Research, com base em dados da Bloomberg e estimativas próprias.

França. Porém, o exercício também mostra que existe uma gama de prémios de risco coerente com os mesmos fundamentos macroeconómicos.<sup>6</sup> Para manter os mercados ancorados na faixa mais favorável deste intervalo, será importante reforçar a solidez dos fundamentos, especialmente tendo em conta o ambiente global desafiante.

6. Ver nota de rodapé 4.

**Taxas de juro (%)**

	31-janeiro	31-dezembro	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2026 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
<b>Zona Euro</b>					
Refi BCE	2,15	2,15	0	0,0	-75,0
Euribor 3 meses	2,03	2,03	1	0,5	-57,5
Euribor 12 meses	2,23	2,24	-2	-1,7	-30,5
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	1,97	2,01	-4	-4,2	-23,7
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,09	2,12	-3	-3,3	-11,9
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,84	2,86	-1	-1,2	32,4
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,21	3,29	-8	-7,6	9,2
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,20	3,15	5	5,1	28,2
<b>EUA</b>					
Fed funds (limite inferior)	3,50	3,50	0	0,0	-75,0
SOFR 3 meses	3,66	3,65	1	0,9	-63,1
Dívida pública a 1 ano	3,46	3,47	-1	-0,9	-69,5
Dívida pública a 2 anos	3,52	3,47	5	4,9	-68,5
Dívida pública a 10 anos	4,24	4,17	7	6,9	-28,1

**Spreads da dívida corporativa (p. b.)**

	31-janeiro	31-dezembro	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2026 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	51	51	1	0,8	-1,8
Itraxx Financeiro Sénior	54	54	-1	-0,6	-5,8
Itraxx Financeiro Subordinado	91	93	-2	-1,7	-13,8

**Taxas de câmbio**

	31-janeiro	31-dezembro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2026 (%)	Variação homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,185	1,175	0,9	0,9	14,1
EUR/JPY (ienes por euro)	183,430	184,010	-0,3	-0,3	14,4
EUR/GBP (libras por euro)	0,866	0,872	-0,6	-0,6	3,5
USD/JPY (ienes por dólar)	154,780	156,710	-1,2	-1,2	0,3

**Matérias-primas**

	31-janeiro	31-dezembro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2026 (%)	Variação homóloga (%)
Índice Bloomberg de matérias primas	120,7	109,7	10,0	10,0	17,5
Brent (\$/barril)	70,7	60,9	16,2	16,2	-8,0
Ouro (\$/onça)	4.894,2	4.319,4	13,3	13,3	75,1

**Mercado acionista**

	31-janeiro	31-dezembro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2026 (%)	Variação homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	6.939,0	6.845,5	1,4	1,4	14,3
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	5.947,8	5.791,4	2,7	2,7	12,6
Ibex 35 (Espanha)	17.880,9	17.307,8	3,3	3,3	44,0
PSI 20 (Portugal)	8.662,2	8.263,7	4,8	4,8	32,6
Nikkei 225 (Japão)	53.322,9	50.339,5	5,9	5,9	34,9
MSCI emergentes	1.528,1	1.404,4	8,8	8,8	39,5



## Estabilidade global: reflexo superficial ou solidez estrutural?

**Estabilidade da economia mundial, face a um mosaico de riscos.** A última atualização das perspetivas económicas mundiais do FMI destaca expectativas de crescimento estáveis para a economia mundial (PIB +3,3% em 2026 e 3,2% em 2027). O dinamismo tecnológico, especialmente o investimento relacionado com a IA, continua a apoiar a atividade, sobretudo nos EUA, compensando os efeitos adversos das persistentes tensões comerciais e da elevada incerteza geopolítica. Perante esta conjuntura, o FMI prevê um abrandamento gradual do comércio internacional (+2,6% em 2026 vs. 4,1% em 2025) e a atividade económica apresenta uma dinâmica mista. Embora se espere que os EUA continuem a crescer acima dos 2,0% graças ao investimento tecnológico e a estímulos fiscais, as perspetivas para a Europa são condicionadas por obstáculos estruturais e por alguma consolidação das contas públicas (com a notável exceção da implementação do plano fiscal alemão). Nas economias emergentes, a Índia está a destacar-se pelo seu crescimento particularmente dinâmico e equilibrado, enquanto o crescimento na China conseguiu resistir a um ano difícil, mas enfrenta importantes desafios estruturais. A inflação deverá, no entanto, prosseguir a sua trajetória descendente, tanto nas economias avançadas como nas emergentes. O Fundo adverte também para os riscos de deterioração das suas previsões, tais como um possível ajustamento das avaliações das empresas relacionadas com a IA, uma nova escalada das tensões geopolíticas ou litígios comerciais que afetem as cadeias de abastecimento globais. Em contrapartida, os riscos incluem um aumento mais rápido do que o previsto da produtividade graças à IA e a consolidação de acordos comerciais e reformas estruturais que reduzam as barreiras e aumentem o investimento.

**Um final de 2025 melhor do que o previsto.** No 4T de 2025, o PIB da Zona Euro registou um crescimento de 0,3% em cadeia, o que eleva o crescimento para o conjunto do ano para 1,5% (vs. 0,9% em 2024). O dinamismo da atividade é particularmente notável num ano marcado por uma elevada incerteza e pela eclosão de tensões comerciais com os EUA, evidenciando uma aceleração transversal no final do ano. A Alemanha acelerou para 0,3% no 4T, depois de ter estagnado no trimestre anterior, elevando o seu crescimento médio em 2025 para 0,3%, após dois anos de declínio. Itália também registou um avanço de 0,3% no 4T (vs. 0,1% anteriormente), elevando o crescimento médio em 2025 para 0,7%. Inversamente, França abrandou para 0,2% no 4T (vs. 0,5% anteriormente) e reduziu o crescimento para 0,9% em 2025. Segundo as perspetivas para 2026, a Zona Euro continuará a registar taxas de crescimento próximas dos níveis atuais, num contexto em que o impacto positivo da política orçamental expansionista na Alemanha será contrabalançado pelos progressos no processo de consolidação orçamental em França e Itália. Por outro lado, nos EUA a publicação dos dados relativos ao 4T foi adiada (para 20 de fevereiro) devido a dificuldades na recolha de dados decorrentes do encerramento do Governo federal em outubro, mas os principais *nowcasts* apontam para um trimestre dinâmico e a economia dos EUA poderá mesmo ultrapassar um crescimento de 2,0% em 2025.

**A atividade global entra em 2026 numa boa posição.** Na Zona Euro, o índice de confiança dos consumidores aumentou para -12,4 em janeiro, o melhor valor em 11 meses, enquanto o PMI composto

### Global: projeções de crescimento do PIB Variação anual (%)

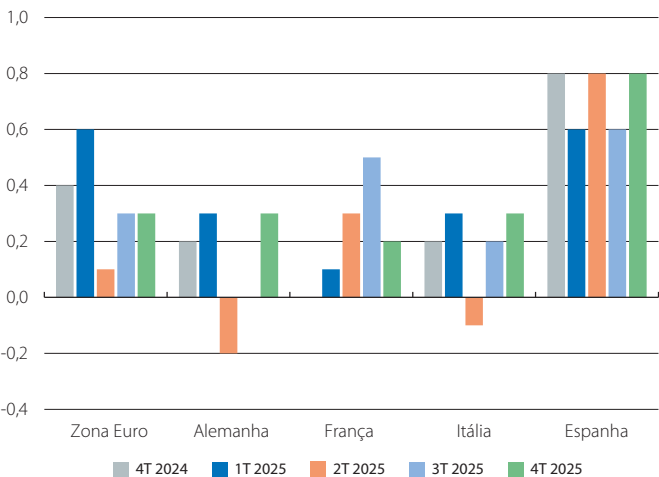
	Projeções WEO de janeiro				Diferença em relação ao WEO de outubro de 2025 (p. p.)	
	2024	2025	2026	2027	2026	2027
Economia mundial	3,3	3,3	3,3	3,2	0,2	0,0
Economias avançadas	1,8	1,7	1,8	1,7	0,2	0,0
EUA	2,8	2,1	2,4	2,0	0,3	-0,1
Zona Euro	0,9	1,5	1,3	1,4	0,1	0,0
Alemanha	-0,5	0,3	1,1	1,5	0,2	0,0
França	1,1	0,9	1,0	1,2	0,1	0,0
Itália	0,7	0,7	0,7	0,7	-0,1	0,1
Espanha	3,5	2,8	2,3	1,9	0,3	0,2
Economias emergentes e em desenvolvimento	4,3	4,4	4,2	4,1	0,2	-0,1
China	5,0	5,0	4,5	4,0	0,3	-0,2
Índia	6,5	7,3	6,4	6,4	0,2	0,0

**Notas:** Relativamente aos países da Zona Euro e à China, são apresentadas estimativas oficiais do PIB para 2025. Para a Índia, dados e projeções em termos de ano fiscal.

**Fonte:** BPI Research, com base em dados do FMI (World Economic Outlook, Jan. de 2026), Eurostat e do Gabinete Nacional de Estatísticas da China.

### Zona Euro: PIB

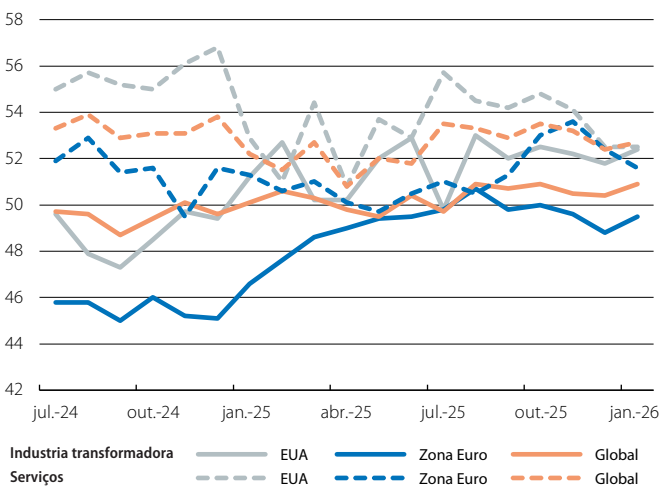
Variação homóloga (%)



**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados da Eurostat.

### Global: PMI

Índice



**Fonte:** BPI Research, com base em dados de JP Morgan e S&P Global PMI.

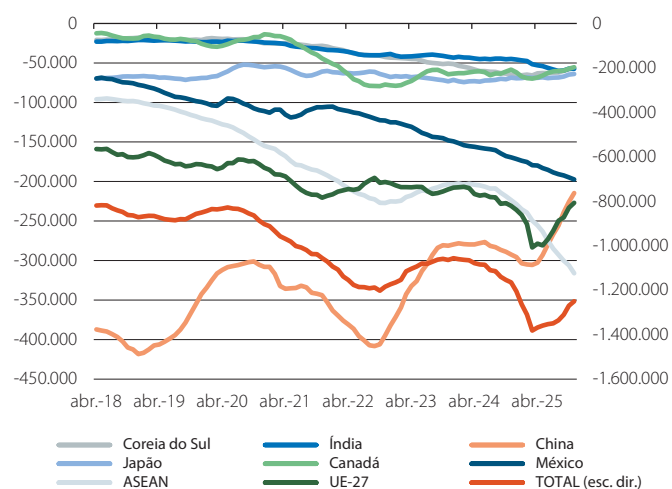
desceu ligeiramente para 51,3 pontos, com a indústria transformadora a melhorar (para 49,5 vs. 48,8 anteriormente) e os serviços a perderem dinamismo (51,6 vs. 52,4 anteriormente). Por país, a recuperação da Alemanha foi notável, com o seu PMI a subir para 52,1 pontos, com melhorias tanto nos serviços como na indústria transformadora. Nos Estados Unidos, os PMI revelam igualmente uma economia em expansão, com o indicador dos serviços estável em 52,5 e o da indústria transformadora em 52,4 (vs. 51,8 anteriormente). Em contrapartida, a confiança dos consumidores do Conference Board caiu acentuadamente para 84,5, o seu nível mais baixo desde 2014, afetada por uma perceção de fraqueza no mercado de trabalho dos EUA e um maior enfoque nos riscos comerciais, geopolíticos e políticos internos, reforçando a desconexão observada nos últimos meses entre a confiança das empresas e a confiança dos consumidores.

**A UE continua a andar no gelo.** Após a escalada das tensões geopolíticas com os EUA sobre a crise da Gronelândia no início do ano, em que a UE chegou a considerar a possibilidade de ativar (pela primeira vez) o seu instrumento antioerção, o confronto atenuou-se após uma reunião entre Trump e o Secretário-Geral da NATO sobre a segurança na região do Ártico durante o Fórum Económico Mundial. Apesar do aparente desanuviamento nas relações transatlânticas, o episódio sublinha que o bloco europeu continua a navegar num ambiente geoeconómico particularmente difícil. Neste contexto, a UE e a Índia chegaram a um acordo de comércio livre para reduzir significativamente as barreiras tarifárias em 90% das exportações da UE, o que, de acordo com a Comissão Europeia, poderia duplicar as exportações europeias de bens para a Índia, embora a partir de um nível baixo (menos de 2% do total). Em contrapartida, o facto de o Parlamento Europeu ter remetido o Tratado Mercosul para o Tribunal de Justiça Europeu ilustra as dificuldades em fazer avançar a estratégia de diversificação comercial da UE. Do mesmo modo, na sequência da recente cimeira sobre minerais críticos, convocada pelo Secretário de Estado dos EUA, Marco Rubio, com a participação de mais de 30 países (incluindo o G7, a UE, a Índia, a Coreia do Sul, o México e a Austrália, entre outros), que procuraram formar uma aliança para reforçar as cadeias de valor globais, foram discutidas novas iniciativas no setor e os EUA revelaram a criação de um fundo público-privado para gerir reservas estratégicas (denominado Project Vault).

**A China cumpre os objetivos para 2025, mas prevê um «Ano do Cavalo» com obstáculos.** O PIB da China avançou 1,2% em cadeia no 4T de 2025 (1,1% no 3T), elevando o crescimento no conjunto do ano para 5,0%, em linha com o objetivo das autoridades. Não obstante, os indicadores mensais de atividade revelaram um abrandamento do consumo e do investimento ao longo do 4T. Mais especificamente, o investimento em áreas urbanas registou uma contração de 3,8% no conjunto do ano, o nível mais baixo da série histórica. Neste contexto, os PMI de janeiro apontam para um novo abrandamento no início de 2026. O PMI composto oficial caiu para 49,8 (50,7 em dezembro), com descidas nos três subíndices (indústria transformadora, serviços e construção). Entretanto, o PMI da indústria transformadora do RatingDog subiu ligeiramente (de 50,1 para 50,3) e o PMI dos serviços de 52,0 para 52,3. Estes dados sublinham a dinâmica da fraca procura interna e reforçam a probabilidade de novos anúncios de estímulo no final do trimestre. Apesar do alívio regulamentar, persistem no setor problemas de solvência e de excesso de capacidade que são difíceis de resolver para uma recuperação sustentada da atividade.

## EUA : balança comercial de bens

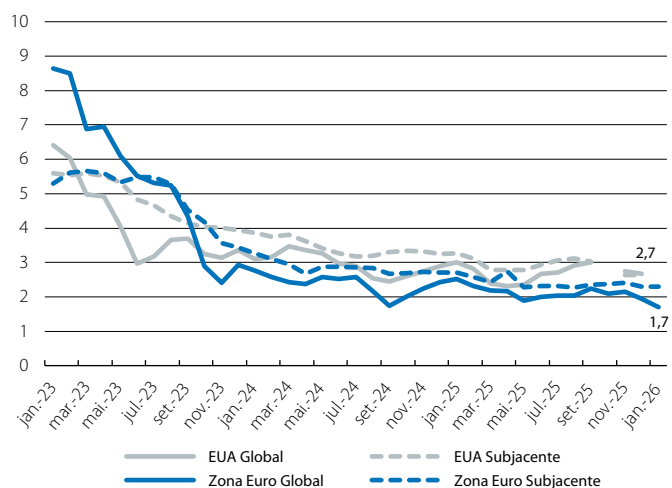
Milhões de dólares (acumulado de 12 meses)



Fonte: BPI Research, com base em dados da BEA

## Inflação global e subjacente

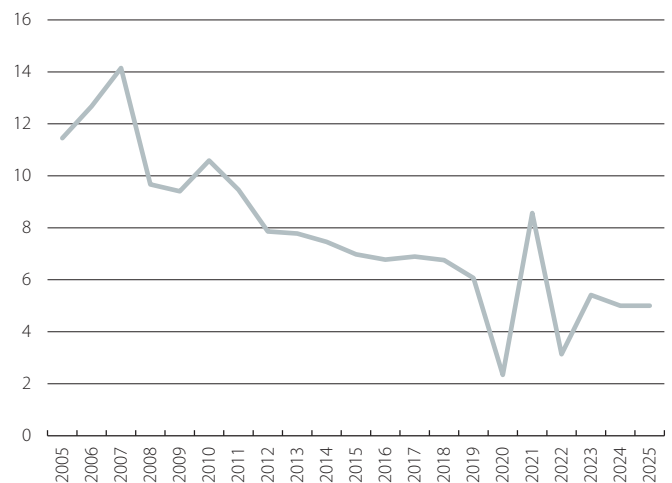
Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados do Bureau of Labor Statistics e do Eurostat.

## China: PIB

Variação anual (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados do National Bureau of Statistics of China.

## Horas trabalhadas e produtividade: será Espanha um caso isolado na UE?

O debate sobre o tempo de trabalho ganhou uma intensidade considerável em Espanha, por um lado, devido a propostas de redução do tempo de trabalho e, por outro, devido ao aumento das horas não trabalhadas devido a incapacidade temporária. Independentemente do impacto nos custos das empresas e no mercado de trabalho, são particularmente interessantes as implicações para a produtividade do trabalho, que, no caso de Espanha, apresenta leituras muito divergentes desde a pandemia, consoante seja medida por hora trabalhada ou por empregado. Pretendemos aqui situar estes debates no contexto europeu, traçando semelhanças e diferenças com outros países à nossa volta.

### Uma tendência secular de declínio, mas com nuances

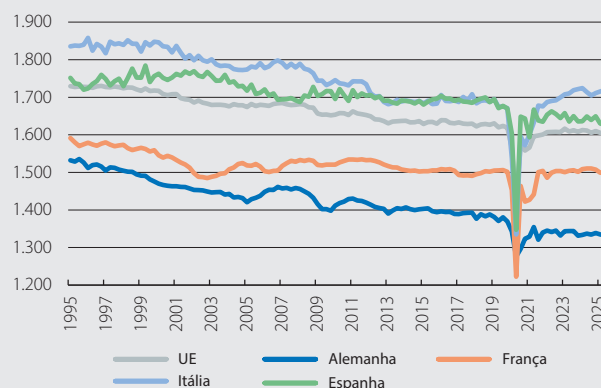
Nas últimas três décadas, o número de horas trabalhadas por empregado na UE diminuiu 7%, passando de cerca de 1.730 horas por ano em 1995 para pouco mais de 1.600 horas atualmente (ver primeiro gráfico). Por detrás desta tendência partilhada (também por outras economias desenvolvidas), existem algumas diferenças notáveis.

Primeiramente, enquanto a mudança em França, Itália e Espanha é muito semelhante à observada para o agregado, a diminuição foi significativamente maior na Alemanha (quase 200 horas menos, 13% menos do que o nível inicial), consolidando ainda mais a sua posição como o país entre os quatro grandes com o menor número de horas trabalhadas. Em segundo lugar, a maior parte da redução do número de horas trabalhadas ocorreu entre 1995 e 2005, sobretudo em França, na sequência da reforma do início do século, que reduziu a semana de trabalho de 40 para 35 horas. Em contrapartida, Espanha e Itália apresentam um comportamento excecional e oposto, com uma aceleração progressiva da queda das horas trabalhadas, no primeiro caso, e uma inversão nos últimos anos da tendência anterior no segundo.<sup>1</sup>

Em terceiro lugar, podem ser identificados fatores comuns subjacentes à redução secular do tempo de trabalho, como o aumento do emprego a tempo parcial (voluntário ou involuntário), um maior peso do emprego feminino, no setor dos serviços e com idade mais avançada – grupos com horários de trabalho em média mais curtos – e uma maior preferência pelo tempo de lazer (refletida, por exemplo, numa redução contínua das horas extraordinárias).<sup>2</sup> Existem, no entanto, outros elementos que surgiram no período pós-pandemia,<sup>3</sup> como o maior (menor) dinamismo de algumas atividades económicas com horários abaixo (acima) da média, como a

### Horas anuais trabalhadas por empregado: total por país da UE (1995-2025)

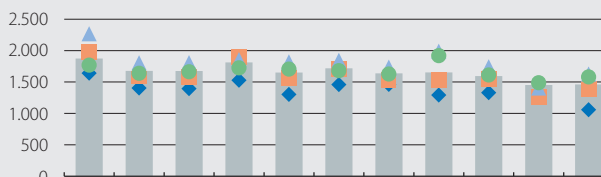
Número



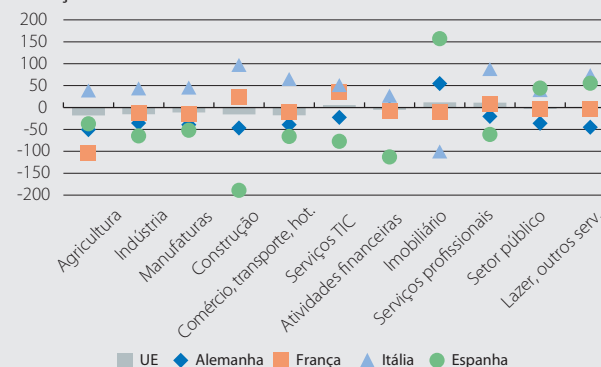
**Nota:** Dados trimestrais anualizados, ajustados em função da sazonalidade e do calendário.  
**Fonte:** BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

### Horas anuais trabalhadas por empregado: por setor e país da UE

Nível no 3T 2025



Varição 4T 2019 - 3T 2025



**Notas:** Dados trimestrais anualizados, ajustados em função da sazonalidade e do calendário. Seções CNAE individuais ou agrupadas. «Indústria» inclui as indústrias extrativas, transformadoras e utilities.  
**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

administração pública (indústria),<sup>4</sup> a escassez de mão de obra em alguns setores – que, após o *choque* da guerra na Ucrânia, teria favorecido a retenção de trabalhadores com menor intensidade de trabalho – ou o aumento das baixas temporárias por doença.<sup>5</sup>

1. Para o aumento geral do trabalho intensivo em Itália, ver o capítulo 4 sobre o mercado de trabalho no Ufficio Parlamentare di Bilancio (2025), «Rapporto sulla politica di bilancio 2025».

2. Banco de Espanha (2023), «An analysis of hours worked per worker in Spain: trends and recent developments» e BCE (2025), «Who wants to work more? Revisiting the decline in average hours worked».

3. BCE (2023). «More jobs but fewer working hours».

4. Ver o segundo gráfico para as diferenças sectoriais no número de horas trabalhadas e, para uma análise da dinâmica setorial recente, o Focus «Caracterização do ciclo económico na UE: nem transversal, nem robusto» no IM01/2026.

5. Relativamente a este último fator no caso de Espanha, ver Focus «A disparidade entre trabalhadores e horas trabalhadas em Espanha» no IM07/2024.

E, em quarto lugar, no período pós-pandemia, vemos que as alterações no número de horas trabalhadas nos diferentes setores são, em geral, semelhantes e moderadas em toda a UE (ver segundo gráfico). França partilha o mesmo diagnóstico, enquanto os recuos na Alemanha e os avanços em Itália são igualmente transversais, embora um pouco mais intensos. Não obstante, a dispersão é bastante acentuada em Espanha, onde se observa uma queda notável na construção (menos 11% de horas trabalhadas no 3T 2025 em comparação com o 4T 2019) e nas atividades financeiras (menos 7%), em comparação com aumentos nas atividades imobiliárias, no setor público e nos serviços de lazer e entretenimento.<sup>6</sup>

### A complexa relação entre horas trabalhadas e produtividade

A literatura académica refere uma relação bidirecional, mas inconclusiva, entre a produtividade e o tempo de trabalho.<sup>7</sup> De facto, por um lado, os ganhos de eficiência podem gerar um efeito positivo no rendimento se estiverem associados a salários mais elevados, o que acaba por reduzir o número de horas oferecidas por um trabalhador, mas também podem levar a uma maior substituição do lazer pelo trabalho se o primeiro se tornar mais caro em termos relativos. Em contrapartida, no sentido oposto, pode haver um efeito de fadiga na produtividade resultante de mais horas trabalhadas (rendimentos decrescentes), que pode coexistir com o efeito de um custo de entrada fixo ou de uma aprendizagem cumulativa que aumenta a produtividade em paralelo com o tempo de trabalho. A predominância de alguns canais sobre outros será decisiva para avaliar o impacto de certos acontecimentos ou políticas económicas.

Na UE, uma visão a longo prazo mostra uma relação negativa entre o desenvolvimento económico e o número de horas trabalhadas por empregado (predominância do efeito positivo do rendimento). Deste modo, na Europa Oriental, onde o tempo de trabalho diminuiu acentuadamente nas últimas décadas, em paralelo com o processo de convergência económica com os membros fundadores, a persistência de um elevado diferencial de produtividade<sup>8</sup> coexiste com registos ainda significativamente superiores à média (ver terceiro gráfico). Mais recentemente, para a UE no seu conjunto, a continuação, no período pós-pandemia, da redução das horas trabalhadas por pessoa empregada foi compatível com aumentos da produtividade por hora e por empregado, favorecida por um efeito de composição positivo no sentido de atividades mais produtivas. Contudo, não foi esse o caso das quatro grandes economias europeias (ver o quarto gráfico). Nomeadamente, nos casos da Alemanha e de Espanha, há um forte contraste entre a diminuição do tempo de trabalho e o aumento da produtividade por hora trabalhada, o que resultou numa quase estagnação do PIB por empregado nos últimos cinco anos.

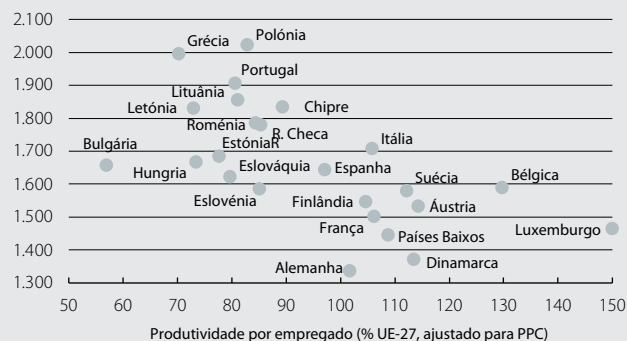
6. A forte correlação negativa entre as horas trabalhadas na construção e nas atividades imobiliárias é notória e estende-se à UE no seu conjunto e às quatro grandes economias aqui analisadas.

7. Um bom resumo pode ser encontrado em Cette, G., Drapala, S. e Lopez, J. (2023). «The circular relationship between productivity and hours worked: A long-term analysis».

8. Ver o Dossier «As chaves da produtividade europeia» no IM01/2026.

### Produtividade por empregado e horas trabalhadas por ano (2023)

Número de horas trabalhadas por empregado por ano

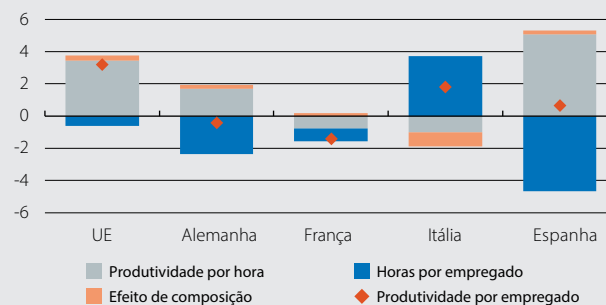


**Notas:** Produtividade nominal ajustada à paridade do poder de compra (PPC). Dados não disponíveis para a Croácia, França e Malta. A Irlanda está excluída do gráfico com valores de 200% de produtividade por empregado e 1.654 horas trabalhadas por ano.

**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados da Eurostat.

### Produtividade por empregado nos países da UE: variação 4T 2019-3T 2025

(% e contribuições em p. p.)



**Notas:** Inclui as secções B a N da NACE, exceto as atividades imobiliárias (secção I). Dados corrigidos de sazonalidade e de calendário. O efeito de composição inclui a mudança nos pesos das horas trabalhadas em setores com maior ou menor produtividade horária e a mudança nos pesos do emprego em setores com maior ou menor número de horas por empregado.

**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados da Eurostat.

Em resumo, a diminuição do número de horas trabalhadas na UE é uma tendência secular que deverá manter-se nas próximas décadas, favorecida pelo envelhecimento da população.<sup>9</sup> A sua intensidade não é, no entanto, fixa e dependerá de uma série de fatores, incluindo a evolução da produtividade, as alterações regulamentares em matéria de tempo de trabalho, as condições gerais de saúde dos trabalhadores mais velhos, bem como os incentivos e as políticas destinadas a aumentar a participação no mercado de trabalho ou o trabalho a tempo parcial.<sup>10</sup> Quanto ao papel da produtividade, um cenário em que os ganhos de eficiência ligados à inteligência artificial sejam limitados ou desigualmente distribuídos é suscetível de funcionar como um travão a novas reduções do tempo de trabalho, caso se pretenda manter o atual nível de bem-estar.<sup>11</sup>

9. Ver o Dossier «Desafios e políticas na era da longevidade» no IM09/2025.

10. FMI (2024). «Dissecting the Decline in Average Hours Worked in Europe».

11. Ver nota de rodapé 7.



## Há razões para que a habitação seja a principal preocupação dos cidadãos europeus

No dia 16 de dezembro, a Comissão enviou ao Conselho e ao Parlamento Europeu o chamado Plano de Habitação Acessível, com o qual pretende facilitar o acesso dos europeus a uma habitação com condições de vida dignas.<sup>1</sup> O plano define uma série de medidas para aumentar a oferta de habitação (em especial nas zonas com maiores carências), atrair investimento e mobilizar financiamento, apoiar os segmentos mais vulneráveis, como os jovens e os trabalhadores com baixos rendimentos, e rever a regulamentação para evitar estrangulamentos na oferta de habitação e melhorar a acessibilidade dos preços a médio prazo. Esta análise traça a evolução recente do mercado residencial europeu e explora as diferenças entre países num contexto em que a habitação se tornou a principal preocupação dos europeus.<sup>2</sup>

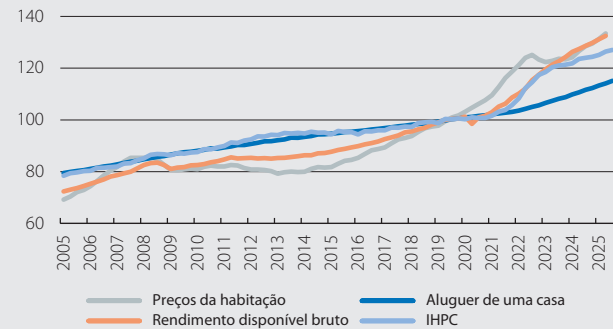
### A escassez de oferta substitui os choques na atual fase do setor imobiliário na Europa

O ciclo do setor imobiliário residencial na UE caracterizou-se, nos últimos 10 anos, por quatro fases distintas. Numa primeira fase, enquadra-se a saída da crise financeira e soberana, que se estende de 2014 a 2019, imediatamente antes da COVID-19, em que os preços médios da habitação na UE cresceram a uma taxa anual próxima de 5%, muito acima dos preços no consumidor e dos custos de arrendamento (pouco mais de 1% em ambos os casos), bem como do rendimento disponível bruto per capita (3%) (ver o primeiro gráfico).<sup>3</sup> Este crescimento acelerado dos preços reflete tanto um reequilíbrio em termos reais após as fortes correções entre 2007 e 2013 como uma resposta inicial lenta da oferta ao crescimento do número de agregados familiares (ver segundo gráfico).

Uma segunda fase ocorre no contexto da pandemia, em que se verificou uma acumulação invulgar de poupanças, resultante das medidas de preservação do emprego que contiveram a queda dos rendimentos do trabalho, conjugada com a redução das despesas devido às restrições à mobilidade e à interrupção da oferta de determinados produtos.<sup>4</sup> Com o regresso à normalidade,

### UE: preços da habitação, rendas, rendimento disponível e IHPC

(Índice 100 = 2019)



**Notas:** Rendimento disponível bruto das famílias per capita (inclui instituições sem fins lucrativos ao serviço das famílias). Média trimestral dos dados mensais do índice harmonizado de preços no consumidor (IHPC). Os arrendamentos de habitação correspondem ao subgrupo 041 do IHPC.

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

### UE: criação de agregados familiares e construção de habitações

(Milhares de unidades)



**Notas:** Licenças de construção para edifícios residenciais, exceto cooperativas (número de habitações). Dados de 2025 relativos às licenças de construção estimados com a variação homóloga dos três primeiros trimestres. Os dados de 2025 relativos à criação de agregados familiares foram estimados utilizando a variação anual da população nos três primeiros trimestres e aplicando a variação média da dimensão dos agregados familiares nos últimos 10 anos.

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

de, o investimento em habitação – e não apenas no segmento da residência principal – aumentou acentuadamente, impulsionando os preços de compra, que duplicaram o seu aumento anual para 10% no final de 2021 e início de 2022, muito acima do aumento dos rendimentos, preços e alugueres/rendas.

Uma terceira fase foi despoletada pela invasão russa da Ucrânia, que deu origem a um choque energético e de preços que iniciou um ciclo de política monetária mais restritiva. O aumento das taxas de juro pelo BCE e o consequente aumento do custo do financiamento bancário arrefeceram o mercado imobiliário europeu, resultando na relativa estagnação dos preços dos imóveis residen-

1. Ver Comissão Europeia (2025). «European Affordable Housing Plan».
2. Ver Comissão Europeia (2025). «Public opinion on urban challenges and investment in cities».
3. O preço da habitação baseia-se em transações imobiliárias. O custo da renda é aproximado pelo subgrupo 041 do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), que resulta da reavaliação dos contratos existentes e da renda dos novos contratos.
4. Ver artigo «Poupança e consumo em tempos de pandemia: uma análise histórica e internacional» no IM11/2021.

ciais entre meados de 2022 e o início de 2024, uma vez que a política monetária tinha completado a sua transmissão ao setor real. Esta situação contrasta com o forte crescimento dos preços no consumidor durante este período (superior a 10% em alguns meses) e com a aceleração da revalorização das rendas, que duplicou o seu aumento para 3%.

Finalmente, nos últimos dois anos, encontramos-nos numa fase diferente, em que a oferta de novas habitações mal recuperou dos mínimos registados em 2023-2024, sobrecarregada por estrangulamentos, escassez de mão de obra e aumento dos preços dos materiais de construção. Pelo contrário, a procura acelerou num contexto de afrouxamento da política monetária<sup>5</sup> e de maior crescimento demográfico, impulsionado pela imigração (em parte pela chegada de refugiados ucranianos, em parte pela atração de trabalhadores face à escassez de mão de obra em alguns setores). Deste modo, o preço de compra está de novo a aumentar a uma taxa próxima de 5% em relação ao ano anterior, em linha com a do rendimento disponível para a média da UE e em que o custo do arrendamento está agora também a aumentar mais do que os preços no consumidor (ligeiramente acima de 3% vs. 2,5%, respetivamente).

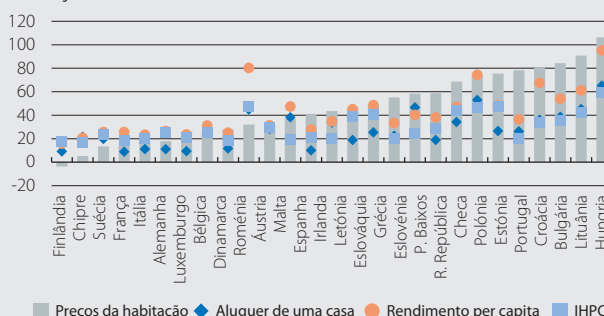
### Heterogeneidade geográfica acentuada nos mercados residenciais europeus

Nos últimos anos, os preços das casas na UE têm variado de país para país, embora surja um certo padrão geográfico, com os maiores aumentos de preços registados na Europa Oriental e na zona mediterrânica (liderada pela Grécia e Portugal), em comparação com um crescimento mais contido na zona centro-norte, com exceção da Irlanda e dos Países Baixos (ver terceiro gráfico).<sup>6</sup>

Mesmo dentro destes grupos, os Estados-Membros podem distinguir-se em função do grau de alinhamento da evolução dos preços da habitação com a do índice geral de preços (variação dos preços reais), do rendimento disponível (como medida de acessibilidade) ou do custo do arrendamento (*proxy* da rentabilidade ou do custo de oportunidade). Por exemplo, os preços de compra na Polónia, Croácia, Portugal e Bulgária aumentaram cerca de 80% entre 2019 e 2025, mas enquanto nos dois primeiros casos o crescimento do rendimento per capita foi semelhante, no último o diferencial acumulado é de 30-40 p. p., o que significou uma deterioração significativa do acesso à habitação própria por parte da sua população. Igualmente, Espanha e Irlanda registaram revalorizações de cerca de 40%, cerca de

### UE: preços da habitação, rendas, rendimentos e IHPC por país

Variação 2019-2025 (%)



**Notas:** Alteração dos dados médios mensais/trimestrais para 2025 em relação a 2019. Rendimento disponível bruto das famílias per capita (inclui instituições sem fins lucrativos ao serviço das famílias). Os arrendamentos de habitação correspondem ao subgrupo 041 do IHPC. Dados sobre os preços da habitação para a Grécia com base na evolução observada do indicador esforço-rendimento entre 2019 e 2024 e variação igual ao rendimento per capita em 2025. Os dados sobre o rendimento em 2025 para a Lituânia, Croácia, Estónia, Eslovénia, Eslováquia, Letónia, Malta, Luxemburgo e Chipre correspondem à atualização do IHPC para os dados de 2024 (para a Bulgária, aos dados de 2022).

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

10 p. p. acima do aumento dos rendimentos das famílias, embora a diferença entre elas seja marcada pelo comportamento do custo das rendas, muito mais contido no primeiro caso (10% vs. 30%) em resultado das medidas aplicadas durante a COVID-19 e dos controlos subsequentes nas zonas de tensão.<sup>7</sup>

Os possíveis fatores explicativos da dispersão geográfica incluem diferenças na correspondência entre a procura e a oferta, diferentes desenvolvimentos nas condições financeiras ou alterações no papel do segmento de segunda habitação.<sup>8</sup> Centramo-nos aqui no primeiro elemento, o mais estreitamente ligado aos fundamentos a médio prazo do mercado residencial. Para o efeito, comparamos a alteração do número de agregados familiares ocorrida nos últimos anos (desde 2022 para abstrair do efeito demográfico da COVID-19) com a oferta de novas habitações provenientes de licenças de construção (ver quarto gráfico). Observa-se, em geral, um alinhamento razoável entre a procura de habitação primária e a oferta de novas habitações, com a grande maioria dos países a registar um excedente/déficé de oferta inferior a 2% do número total de agregados familiares. No entanto, vale a pena destacar alguns países onde os desfasamentos são significativos: Lituânia, Portugal, Irlanda e Estónia, com um desequilíbrio recente superior a 5% (dois dígitos nos dois primeiros países), e também Itália, Finlândia, Países Baixos e Espanha, onde

5. Ver «Os preços da habitação na Europa recuperam com a mudança da política monetária» no Relatório Setorial Imobiliário do 15 2025.

6. BCE (2025). «Developments in the recent euro area house price cycle».

7. A variação contida do custo da renda em função do *stock* dos contratos contrasta, no entanto, com a notável revalorização registada nos novos contratos nos últimos anos, ligeiramente superior a 30% por m<sup>2</sup> entre 2021 e 2025, segundo os dados do Idealista.

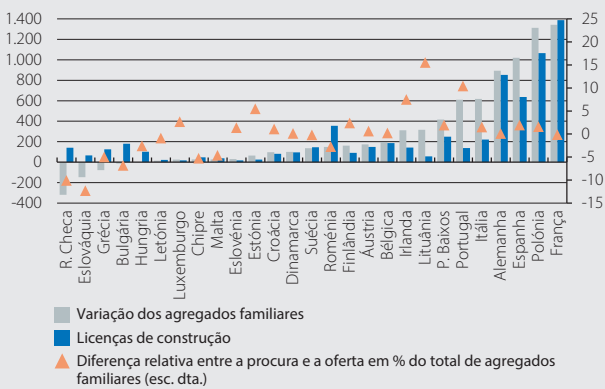
8. Ver Comissão Europeia (2025). «Housing in the European Union: market developments, underlying drivers and policies».

este desequilíbrio representa dois ou mais anos de construção nova (até sete anos no primeiro caso).<sup>9</sup>

A evolução recente do mercado residencial europeu reflete um ciclo marcado por choques sucessivos e uma oferta insuficiente que surge agora como o principal fator de tensão. Embora o pico de preços seja generalizado, a heterogeneidade entre os países é notável, com diferenças na acessibilidade e na inadequação entre a oferta e a procura a condicionar a resposta política. Assim, o Plano de Habitação Acessível da Comissão vai na direção certa, mas só uma estratégia coordenada entre os níveis de Governo permitirá que a habitação deixe de ser a principal preocupação dos cidadãos e passe a ser um pilar da coesão social e da estabilidade económica.

UE: criação de agregados familiares e construção de habitações por país

(Milhares de unidades, cumulativo 2022-2025)



**Notas:** Licenças de construção para edifícios residenciais, exceto cooperativas (número de habitações). Dados de 2025 relativos às licenças de construção estimados com a variação homóloga dos três primeiros trimestres. Os dados de 2025 relativos à criação de agregados familiares foram estimados utilizando a variação anual da população nos três primeiros trimestres e aplicando a variação média da dimensão dos agregados familiares nos últimos 10 anos.

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

9. Para um cálculo mais preciso com diferentes métricas no caso espanhol, ver: «O preço de não construir: como o défice de habitação explica grande parte das pressões sobre os preços» no Relatório do Setor Imobiliário do 25 2025.



## As diferentes velocidades da inflação: um cálculo diferencial para o BCE

A Zona Euro atingiu o objetivo de inflação do BCE em 2025. A inflação global desceu para 2,1% no conjunto do ano e fechou em 1,9% em dezembro, enquanto as expectativas da maioria dos agentes também a colocam nos 2% a médio prazo. Como é que foi esta desinflação final para 2%? Quais os produtos e países que mais contribuíram? Que inércia permanece?

Em 2025, pela primeira vez em três anos, a desinflação assentou mais nas componentes principais (bens industriais e serviços) do que nas mais voláteis. Isto reflete a desinflação a diferentes velocidades, espelhando a própria crise inflacionista anterior: os preços da energia e dos produtos alimentares, que constituíram os principais fatores de tensão em 2022, conduziram também à primeira fase de desinflação em 2023. Em contrapartida, os bens industriais não energéticos e, em especial, os serviços registaram um abrandamento, liderando a desinflação em 2024 e 2025, após uma aceleração em 2023.

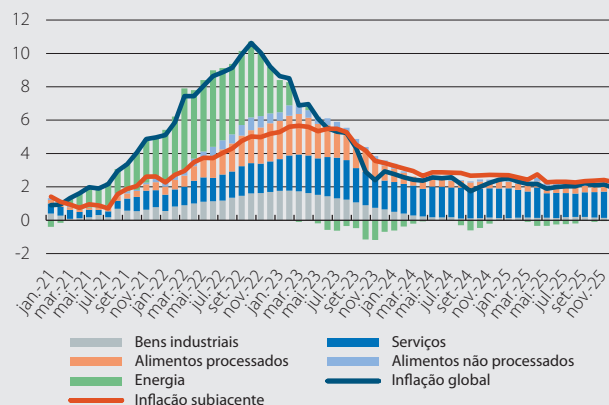
As diferentes velocidades continuam a verificar-se nos últimos dados relativos à inflação. A maior discrepância é a inércia que persiste nos serviços, com uma inflação de 3,4% tanto no conjunto de 2025 como no último trimestre e mês do ano, compensada pela baixa inflação dos bens industriais não energéticos (0,6% em 2025, o valor mais baixo desde a pandemia). A inércia nos serviços explica-se, em grande parte, pelos últimos ruídos da transmissão da crise inflacionista e os dados mais recentes mostram que se deve sobretudo ao comportamento desfasado dos serviços com grande intensidade em mão de obra (e, portanto, mais sensíveis ao crescimento dos salários), dos serviços com grande intensidade em energia e dos serviços que atualizam os seus preços com pouca recorrência.<sup>1</sup> Com a normalização da inflação global, a contenção dos preços da energia e a desaceleração dos salários, espera-se que a inflação dos serviços registe progressos definitivos no sentido da normalização nos próximos trimestres.

Em contrapartida, o regresso da inflação global a 2% também corrigiu a dispersão entre países gerada pela crise de 2022. As pequenas economias duramente atingidas pelo choque energético, como os países bálticos (a Estónia, a Letónia e a Lituânia registaram taxas de inflação

1. Em dezembro de 2025, por exemplo, os preços relacionados com transportes, serviços públicos (correios, recolha de lixo, hospitais) e seguros representaram nove das 10 rubricas com a inflação mais elevada no cabaz de compras e contribuíram com 0,5 p. p. para uma inflação subjacente de 2,3%. A inflação nos serviços relacionados com os seguros também tem inércia porque é afetada pela inflação passada dos produtos segurados.

### Zona Euro: IHPC

Variação homóloga (%) e contribuições (p. p.)

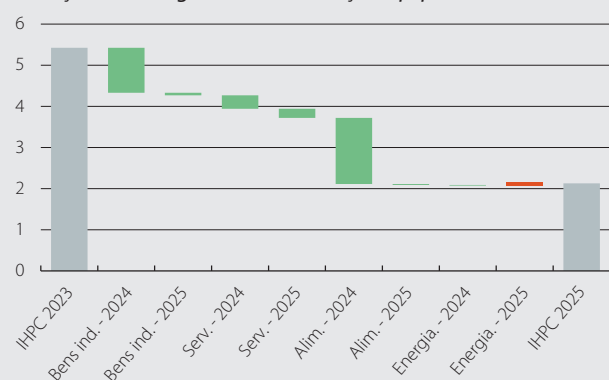


**Nota:** Variação homóloga da inflação global e da inflação subjacente; contribuições por componente.

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

### Zona Euro: IHPC

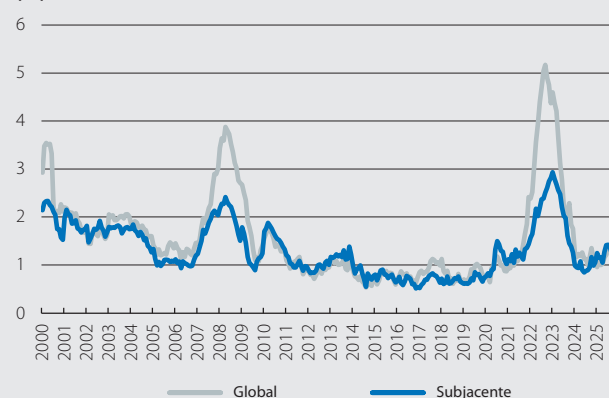
Variação homóloga (%) e contribuições (p. p.)



**Nota:** Relativamente às componentes, é apresentada a sua contribuição para a variação da inflação global entre 2023 e 2024 e entre 2024 e 2025.

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

### Zona Euro: dispersão da inflação entre países (p. p.)



**Nota:** Dispersão medida pelo desvio padrão da variação homóloga do IPC harmonizado nos 20 países da área do euro em dezembro de 2025.

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

superiores a 20% em 2022), registaram uma forte desinflação (embora ainda se situem no extremo superior da Zona Euro, com taxas entre 3% e 4%). Entre as quatro grandes economias europeias, o país que deu o maior impulso à desinflação em toda a Zona Euro em 2025 foi a França, enquanto a Alemanha e Espanha também ajudaram a reduzi-la (embora mais ligeiramente) e a Itália, de facto, aumentou-a um pouco devido a efeitos de base relacionados com os preços da energia.

Em termos de níveis, França destaca-se como tendo a inflação mais baixa, em grande parte arrastada por uma contribuição negativa da energia, devido à forma mais gradual como os aumentos dos preços da energia se repercutiram nos preços do país durante a crise.<sup>2</sup> A contribuição negativa da energia também persistiu na Alemanha e em Itália, cuja dependência energética da Rússia levou inicialmente a preços da energia relativamente mais elevados (o IPC da energia aumentou 35% na Alemanha e 51% em Itália em 2022 no seu conjunto), embora quantitativamente tenha sido mais residual em 2025. Já Espanha registou uma inflação ligeiramente superior à média da Zona Euro, o que se explica, em grande medida, por uma inflação energética e alimentar mais elevada do que na Zona Euro.<sup>3</sup>

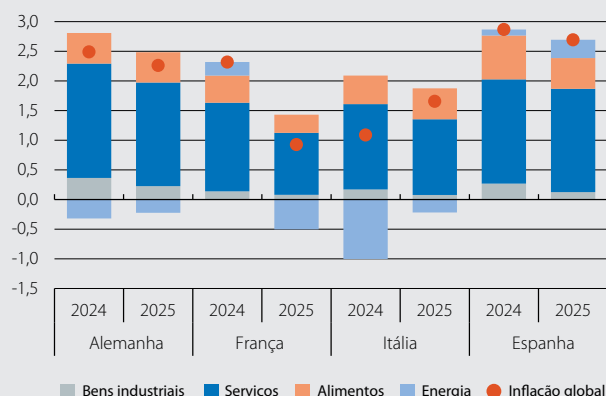
Em termos gerais, os valores para 2025 mostram uma inflação no objetivo de 2% do BCE. Contudo, por detrás desta normalização existe uma dispersão entre componentes que capta a variedade de riscos que rodeiam o cenário: desde a inércia dos serviços (a moderar pelos salários) à baixa inflação dos bens (sujeita a riscos de perturbação pautal e de reorientação do comércio), passando pelos produtos alimentares e a sua sensibilidade a fenómenos meteorológicos extremos.

2. Em 2022, França optou por intervenções diretas nos preços do gás. Por conseguinte, os seus preços da energia sofreram menos pressão a curto prazo, mas também diminuiram a longo prazo.

3. Em termos do IPC harmonizado, a inflação espanhola foi semelhante à da zona euro nos bens industriais não energéticos e nos serviços (0,3 p. p. inferior nos primeiros e 0,2 p. p. superior nos segundos), inferior nos produtos alimentares transformados (1,0 p. p.) e claramente superior nos produtos alimentares não transformados (2,4 p. p.) e na energia (4,6 p. p.).

### Zona Euro: IHPC

Variação homóloga (%) e contribuições (p. p.)

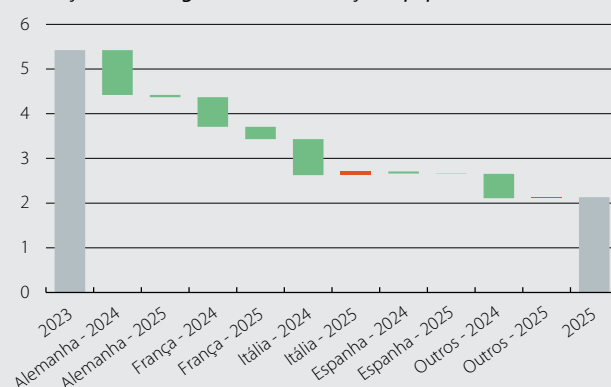


**Nota:** Variação homóloga para a inflação global; contribuições por componente.

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

### Zona Euro: IHPC

Variação homóloga (%) e contribuições (p. p.)

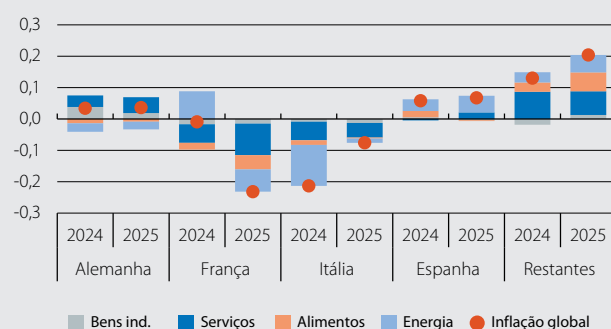


**Nota:** Relativamente aos países, é apresentada a sua contribuição para a variação da inflação global na Zona Euro entre 2023 e 2024 e entre 2024 e 2025.

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

### IHPC: contribuição diferencial por país para o conjunto da Zona Euro\*

(p. p.)



**Nota:** \* A contribuição diferencial refere-se à contribuição da inflação global de cada país para a inflação da Zona Euro em excesso (+) ou em défice (-) da contribuição prevista do peso do país no índice (assumindo a mesma inflação em todos os países).

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

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

## ESTADOS UNIDOS

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
<b>Atividade</b>									
PIB real	2,8	...	2,0	2,1	2,3	...	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	3,4	...	4,8	4,9	4,6	...	4,4	...	...
Confiança do consumidor (valor)	104,5	96,1	99,8	93,1	97,4	94,2	92,9	94,2	84,5
Produção industrial	–0,7	1,3	0,7	0,5	1,7	2,2	2,7	2,0	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	48,2	48,9	49,9	48,8	48,7	48,2	48,0	47,9	52,6
Habitações iniciadas (milhares)	1.371	...	1.401	1.354	1.339	...	...	...	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	330	...	340	338	337	...	341	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	4,0	4,3	4,1	4,2	4,3	4,5	4,5	4,4	...
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,1	59,8	60,0	59,8	59,6	59,7	59,6	59,7	...
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–2,8	...	–3,5	–3,6	–3,4	...	–3,1	...	...
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação global	3,0	2,7	2,7	2,4	2,9	2,7	2,7	2,7	...
Taxa de inflação subjacente	3,4	2,9	3,1	2,8	3,1	2,6	2,6	2,6	...

## JAPÃO

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
<b>Atividade</b>									
PIB real	–0,2	...	1,6	2,0	0,6	...	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	37,2	34,7	34,7	32,8	34,6	36,8	37,5	37,2	37,9
Produção industrial	–3,0	1,2	2,5	0,8	0,6	1,0	0,6	0,8	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	12,8	13,5	12,0	13,0	14,0	15,0	–	–	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,6	2,6	2,6	...
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–1,0	...	–0,9	–0,7	–0,5	...	–0,4	...	...
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação global	2,7	3,2	3,8	3,4	2,9	2,7	2,9	2,1	...
Taxa de inflação subjacente	2,4	3,0	2,7	3,2	3,2	3,0	3,0	2,9	...

## CHINA

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
<b>Atividade</b>									
PIB real	5,0	5,0	5,4	5,2	4,8	4,5	–	–	–
Vendas a retalho	3,3	3,8	3,6	4,4	2,4	0,7	1,3	0,9	...
Produção industrial	5,6	5,9	6,8	6,2	5,8	5,0	4,8	5,2	...
PMI indústrias (oficial)	49,8	49,6	49,9	49,4	49,5	49,4	49,2	50,1	49,3
<b>Setor externo</b>									
Balança comercial <sup>1,2</sup>	997	1.194	1.086	1.146	1.176	1.194	1.185	1.194	...
Exportações	4,6	5,5	5,7	6,0	6,5	3,8	5,8	6,6	...
Importações	1,0	0,0	–6,9	–0,8	4,4	2,9	1,9	5,7	...
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação global	0,2	0,1	–0,1	0,0	–0,2	0,6	0,7	0,8	...
Taxa de juro de referência <sup>3</sup>	3,1	3,0	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Renminbi por dólar	7,2	7,2	7,3	7,2	7,2	7,1	7,1	7,0	7,0

**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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
Vendas a retalho (variação homóloga)	1,2	...	2,4	3,0	1,9	...	2,3	...	...
Produção industrial (variação homóloga)	-3,0	...	1,4	1,3	1,4	...	2,5	...	...
Confiança do consumidor	-12,6	-13,4	-12,7	-14,3	-13,6	-12,9	-12,8	-13,2	-12,4
Sentimento económico	95,9	96,0	95,9	94,7	95,9	97,3	97,5	97,2	99,4
PMI indústrias	45,9	49,1	47,6	49,3	50,1	49,5	49,6	48,8	49,5
PMI serviços	51,5	51,3	51,0	50,1	50,9	53,0	53,6	52,4	51,6
<b>Mercado de trabalho</b>									
Emprego (pessoas) (variação homóloga)	0,9	...	0,8	0,7	0,6	...	-	-	-
<b>Taxa de desemprego (% pop. ativa)</b>	6,4	6,3	6,3	6,4	6,4	6,3	6,3	6,2	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,4	3,7	3,6	3,7	3,8	3,8	3,8	3,8	...
França (% pop. ativa)	7,4	7,6	7,5	7,6	7,7	7,7	7,7	7,7	...
Itália (% pop. ativa)	6,6	6,0	6,3	6,3	6,0	5,7	5,6	5,6	...
<b>PIB real (variação homóloga)</b>	0,8	1,5	1,6	1,5	1,4	1,3	-	-	-
Alemanha (variação homóloga)	-0,5	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4	-	-	-
França (variação homóloga)	1,1	0,9	0,7	0,8	0,9	1,1	-	-	-
Itália (variação homóloga)	0,5	0,7	0,7	0,5	0,6	0,8	-	-	-

## Preços

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
Inflação global	2,4	2,1	2,3	2,0	2,1	2,1	2,1	2,0	1,7
Inflação subjacente	2,8	2,4	2,6	2,4	2,3	2,4	2,4	2,3	2,2

## Setor externo

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
<b>Balança corrente</b>	3,4	...	3,0	3,6	4,7	...	8,9	...	...
Alemanha	5,8	...	5,4	6,7	9,3	...	18,1	...	...
França	0,1	...	0,0	-0,3	-0,9	...	-1,8	...	...
Itália	1,1	...	0,9	1,3	2,4	...	4,9	...	...
<b>Taxa de câmbio efetiva nominal<sup>1</sup> (valor)</b>	94,6	96,5	93,2	96,7	98,3	98,0	97,8	98,2	97,8

## Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
<b>Financiamento do setor privado</b>									
Crédito a sociedades não financeiras <sup>2</sup>	0,8	2,7	2,2	2,6	2,9	3,0	3,1	3,0	...
Crédito às famílias <sup>2,3</sup>	0,5	2,2	1,5	2,1	2,5	2,9	2,9	3,0	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras <sup>4</sup> (%)	4,9	3,4	3,9	3,4	3,2	3,3	3,2	3,4	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação <sup>5</sup> (%)	4,6	3,7	4,0	3,7	3,6	3,5	3,5	3,6	...
<b>Depósitos</b>									
Depósitos à ordem	-3,9	5,0	3,7	5,3	5,6	5,5	5,5	5,1	...
Outros depósitos a curto prazo	12,4	-0,1	2,3	-0,1	-1,5	-1,0	-0,8	-0,4	...
Instrumentos negociáveis	20,0	7,7	14,7	11,1	4,4	0,6	1,5	-1,0	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	3,0	1,9	2,2	1,9	1,7	1,8	1,8	1,8	...

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

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

## 2025 com mais emprego e crescimento robusto

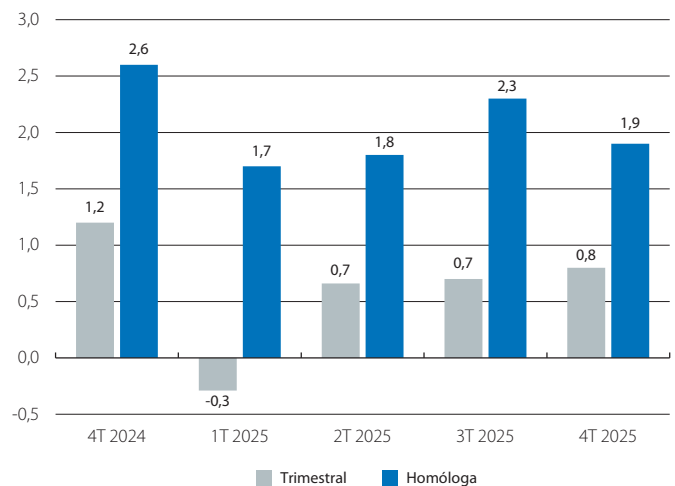
No 4T 2025, o PIB cresceu 0,8% em cadeia, colocando o crescimento anual de 2025 em 1,9% e a recuperação desde 2019 em 11,3%. O comportamento em cadeia refletiu um contributo negativo da procura interna associado a uma forte queda do investimento, que poderá estar associado a redução de *stocks*; também alterações fiscais anunciadas para 2026 poderão ter levado a adiamento de decisões de investimento, sobretudo no setor da construção. Por sua vez, o contributo da procura externa foi positivo por redução das importações, possivelmente também em reflexo da acumulação de *stocks* nos trimestres anteriores. A evolução trimestral ao longo de 2025 foi de menos para mais, colocando o crescimento anual em 1,9% e o efeito de arrastamento implícito para 2026 em 1,1%. Ou seja, os riscos para a atual estimativa do BPI Research para o crescimento do PIB real em 2026 (2,0%) estão enviesados em sentido ascendente pois, além do efeito de arrastamento, outros fatores favoráveis pontuam: perspectiva-se incremento do investimento (por via da aceleração da execução do PRR, que entra no seu último ano), num ambiente em que as condições financeiras se mantêm benignas; e o consumo privado continuará robusto, apoiado na resiliência do mercado de trabalho. A procura externa continuará a retirar força ao crescimento, dado o elevado grau de incorporação de importações; tudo isto num contexto em que a envolvente externa continua incerta para o desempenho das exportações. Os dados económicos para 2026 são ainda muito escassos, referindo-se apenas o facto de o indicador de sentimento económico da Comissão Europeia continuar confortavelmente acima dos 100 pontos.

**Inflação entra em 2026 abaixo dos 2%.** Com efeito, a taxa de variação homóloga do IPC estimada pelo INE para janeiro é de 1,9% (2,2% em dezembro 2025) e inflação subjacente também recuou para 1,8% homólogo (2,1% em dezembro). Desde março do ano passado que o IPC global não se situava abaixo da fasquia dos 2%, sendo este o pontapé de saída no processo de desinflação gradual que esperamos para este ano – apontamos para uma inflação média nos 2,1%. Fatores como a apreciação do euro face ao dólar e uma estabilidade do preço do Brent em torno dos 65 dólares, deverão apoiar este processo que não é isento de riscos. Entre os riscos em alta destacam-se todas as questões geopolíticas relacionadas quer com a possibilidade de uma guerra tarifária quer com o agravamento dos conflitos em curso, com impacto nas *commodities* alimentares e energéticas.

**Mercado de trabalho fecha o ano com chave de ouro.** De facto, o emprego cresceu 3,7% homólogo no 4T (+190.700 pessoas empregadas), colocando o crescimento anual nuns surpreendentes 3,2%. É preciso recuar a 2022, um período marcado pelo gradual regresso à normalidade pós-pandemia, para encontrarmos um ritmo de crescimento tão expressivo (na altura, cresceu 3,3%). O setor terciário é, de longe, o principal *driver* do crescimento do emprego: no conjunto do ano, mais de 20% da criação de emprego foi no sector das atividades de saúde humana & apoio social, seguindo-se o alojamento & restauração (que explica cerca de 14% do aumento do emprego). Outro aspeto relevante prende-se com a criação de emprego tipicamente de maior estabilidade, com o aumento dos

### PIB : evolução em volume

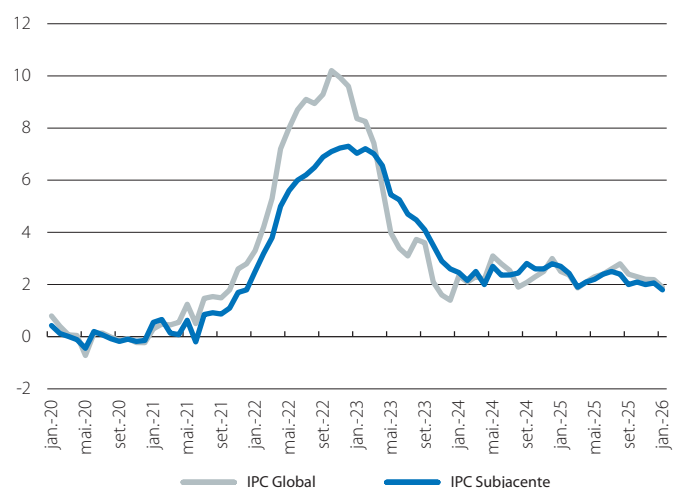
Taxa de variação (%)



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

### IPC

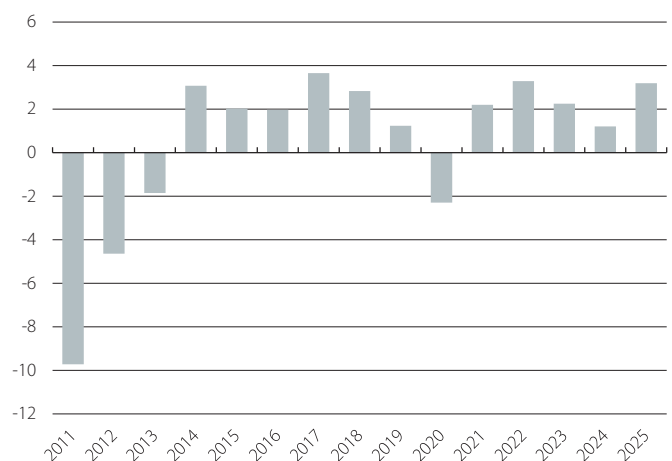
yoy (%)



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

### População empregada

Taxa de variação (%)



Nota: Dados não ajustados de sazonalidade.

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

contratos sem termo a superar os restantes contratos. Por sua vez, a taxa de desemprego apresentou um comportamento distinto do que tipicamente tem acontecido no último trimestre do ano (de aumento em cadeia); de facto, no 4T, manteve-se inalterada nos 5,8%, colocando a média anual nos 6,0% em 2025. O comportamento surpreendente do mercado de trabalho em 2025 reforça a possibilidade de revisão das dinâmicas que estimamos para 2026.

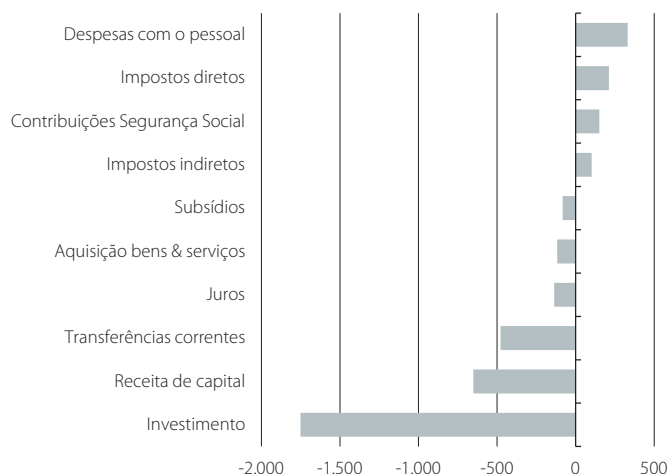
**O saldo orçamental (em contabilidade pública) termina o ano em tom positivo e supera as perspetivas do Governo.** A execução orçamental até dezembro revelou um excedente de 0,4% do PIB (face a 0,1% em 2024), acima da estimativa do Governo, inscrita no Orçamento de Estado para 2026, de -0,3%. O aumento da receita superou o crescimento da despesa, em linha com o registado ao longo de todo o ano. No primeiro caso, o aumento de 7,6% deveu-se, em larga medida, ao crescimento da receita fiscal e contributiva, colocando o montante arrecadado cerca de 465 milhões de euros acima da última estimativa do Governo. Por sua vez, o aumento de 6,9% da despesa foi suportado, em mais de metade, pelas despesas com pessoal e transferências correntes. Neste caso, apenas as despesas com pessoal acabaram por superar a última estimativa do Governo (em 330 milhões de euros), ainda que, no total, a despesa tenha ficado quase 2.300 milhões de euros abaixo do previsto, com especial destaque para o investimento público (-1.750 milhões de euros). Considerando a diferença estimada pelo Governo entre as duas óticas, o saldo orçamental na ótica oficial (contabilidade nacional) teria ficado em torno de 1,0% do PIB, ou seja, 0,7 p. p. acima da estimativa do Executivo.

**Ano positivo no turismo.** O ano turístico de 2025 foi pautado, à semelhança do que já tinha acontecido em 2024, por registos máximos ao nível de hóspedes (32,5 milhões), dormidas (82,0 milhões) e proveitos (7.154 milhões de euros). O crescimento nas métricas de hóspedes e dormidas foi sobretudo sustentado no turismo de residentes (4,7% e 5,4%, respetivamente) e mais modesto nos não residentes (+1,9% de hóspedes e +0,8% de dormidas). O Reino Unido manteve-se como o principal mercado emissor, e, entre os principais mercados, o canadiano (+5,8%) e o norte-americano (+4,9%) destacaram-se com os maiores crescimentos, enquanto os mercados francês e espanhol registaram as maiores reduções (-7,0% e -5,2%, respetivamente).

**A carteira de crédito termina o ano com o tom positivo que pautou o ano de 2025.** O stock de crédito bancário concedido ao sector privado não financeiro cresceu 6,7% homólogo em dezembro, atingindo o montante mais elevado desde finais de 2014. O grande impulsionador foi o crédito à habitação (+9,4% homólogo), que explica quase 70% do aumento da carteira de crédito ao sector privado não financeiro. As SNF também viram a carteira aumentar 2,9%, sendo responsáveis por cerca de 15% do aumento. Para este dinamismo contribuem as novas operações de crédito, que, no caso do crédito à habitação, avançaram 33,9% homólogo no conjunto do ano (marcando o melhor ano de sempre em termos de concessão de crédito para compra de casa), enquanto as novas operações de crédito concedido a SNF aumentaram 16,3% (sinalizando 2025 como o melhor ano desde 2015). Por sua vez, em 2025, o stock de depósitos do sector privado não financeiro aumentou 6,1%, com ambos os segmentos a evoluírem positivamente (particulares: +4,3% e SNF: +9,0%) e a registarem máximos históricos.

## Execução Orçamental (contabilidade pública)

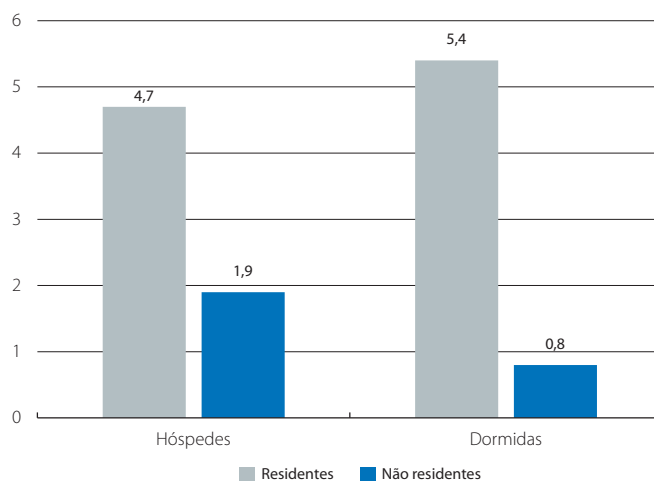
Executado em 2025 vs. estimativa do Governo (milhões euros)



Fonte: BPI Research, com base nos dados da Entidade Orçamental.

## Turismo português em 2025

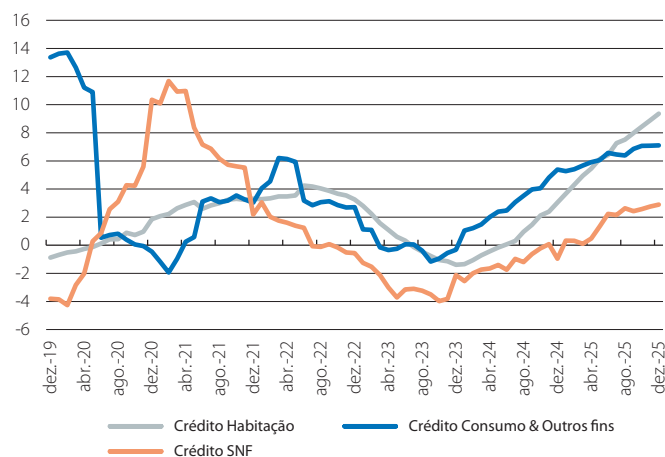
Var. anual (%)



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

## Carteira de crédito ao sector privado não financeiro

Taxa variação homóloga (%)



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



## Como se caracteriza o consumo público?

O consumo público representa 17% do PIB nacional e refere-se à despesa das administrações públicas (AP) em bens e serviços colocados à disposição das famílias e da comunidade, como por exemplo, serviços de saúde, educação, segurança, defesa, entre outros, diferindo da despesa pública total por não incluir, por exemplo, a formação bruta de capital fixo, juros, pagamento de pensões, subsídios de desemprego, entre outros.<sup>1</sup>

Este é constituído por gastos em consumo final produzidos pela AP e gastos com aquisições no mercado. Os primeiros incluem as remunerações, os consumos intermédios, outros impostos sobre produção e consumo da capital fixo, deduzidos das vendas de bens e serviços;<sup>2</sup> os segundos são constituídos pelas transferências sociais em espécie adquiridas ao mercado.

Os gastos em consumo final das administrações públicas produzido pela AP representam cerca de 88% do gasto em consumo final total da AP e os adquiridos ao mercado os restantes 12%.

Nos gastos totais em consumo final das AP:

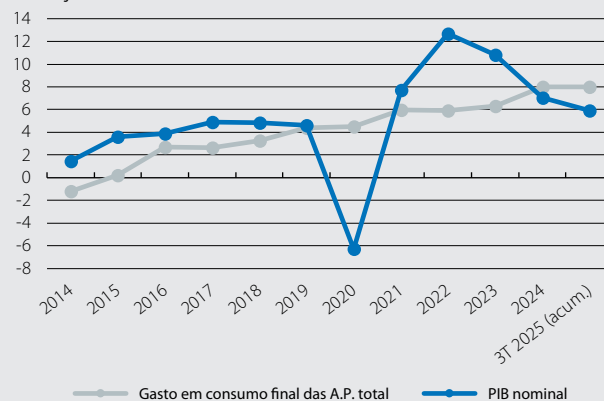
1. 63% são custos com remunerações;
2. cerca de 30% são gastos em consumos intermédios, que correspondem aos bens e serviços consumidos no processo de produção, excluindo ativos fixos, como por exemplo despesas de manutenção, material sanitário, vacinas, etc.;
3. 14% são depreciação dos ativos utilizados;
4. e 12% referem-se às transferências em espécie que são adquiridas no mercado, que incluem, por exemplo, serviços de saúde, educação, proteção social adquiridos no mercado para satisfazerem compromissos assumidos com a população;
5. As vendas, que correspondem ao valor da produção de bens e serviços atribuídos às famílias/comunidade,

1. O consumo público corresponde à despesa efetuada pelas Administrações Públicas na produção ou aquisição de bens e serviços para consumo coletivo ou individual. Como geralmente não têm um preço de mercado, estes produtos são avaliados pelos seus custos de produção, que consistem principalmente em despesas com pessoal, consumo intermédio e transferências sociais em espécie. É um subconjunto da despesa das Administrações Públicas, uma vez que não inclui, por exemplo, a formação bruta de capital fixo, juros ou transferências sociais que não em espécie (fonte: Conselho de Finanças Públicas).

2. Na ótica das Contas Nacionais por Setor Institucional, corresponde à Produção mercantil, produção para utilização final própria e pagamentos por produção não mercantil. Neste artigo foram utilizadas como fontes o Regulamento (UE) N.º 549/2013 do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de maio de 2013 relativo ao sistema europeu de contas nacionais e regionais na União Europeia e o documento de trabalho da Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal, «¿A qué nos referimos al hablar de Consumo público?»

### Portugal: crescimento do PIB nominal e do consumo público

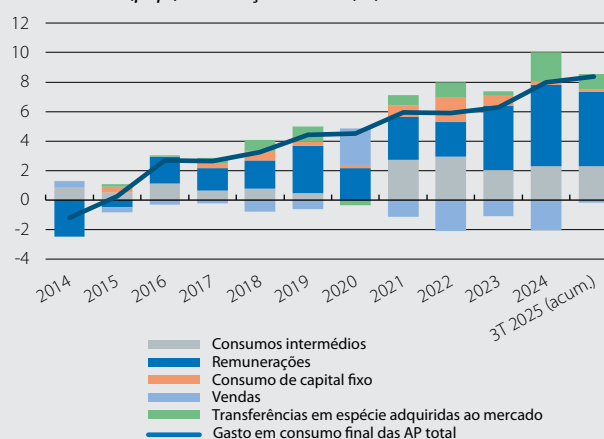
Variação anual (%)



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

### Portugal: componentes do consumo público

Contributos (p. p.) e variação anual (%)



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

são deduzidas à soma dos custos de produção, representam cerca de 19% do total do gasto em consumo final da AP. Exemplos de bens e serviços incluídos nesta rubrica são serviços prestados pelos hospitais públicos, pagamentos a escolas e a hospitais, vendas associadas a contratos de I&D entre universidades públicas e o setor empresarial, etc.

Com exceção de 2020, quando o PIB nominal contraiu 6,3%, o consumo público em termos nominais apresenta ritmos de crescimento menores do que o do PIB nominal, refletindo o esforço de consolidação orçamental que tem caracterizado a política fiscal portuguesa no pós-troika. No entanto, desde 2024 o ritmo de crescimento do consumo público tem excedido o do PIB nominal, resultado da aceleração de algumas das componentes dos gastos públicos.



As remunerações cresceram em média 8% ao ano desde 2023, sendo a componente que mais contribui para a aceleração do consumo público, refletindo atualizações salariais dos funcionários públicos e medidas de valorização de carreira. Também as transferências em espécie adquiridas no mercado registam taxas de variação relevantes desde 2024 (18,8% em 2024 e 8,8% até ao 3T 2025), aumentando o seu contributo para o crescimento do consumo público. Por sua vez, o contributo dos consumos intermédios passou de um valor médio de 0,7 p. p. entre 2014 e 2019, para 1,4 p. p. entre 2020-2021 e para 2,4 p. p. entre 2022 e 2024.

A distribuição do consumo público difere de função para função das AP, e sem surpresa, saúde e educação surgem como as que mais contribuem para o gasto público. A primeira concentra 34% do consumo total e a segunda cerca de 23%.

No quarto gráfico, onde os pontos que se situam acima da linha a picotado se referem às funções com maior contributo para o crescimento do consumo público em 2020-2023, verificamos que funções como saúde, proteção social e segurança e ordem pública registaram contributos mais fracos para o crescimento do consumo público nos anos mais recentes, enquanto a proteção do ambiente, educação, habitação e infraestruturas e defesa aumentaram os seus contributos no mesmo período. Os assuntos económicos surgem como um *outlier*, com contributos substancialmente mais fortes tanto no período mais recente como no que se seguiu ao fim do programa de assistência económica e financeira que terminou em 2014.

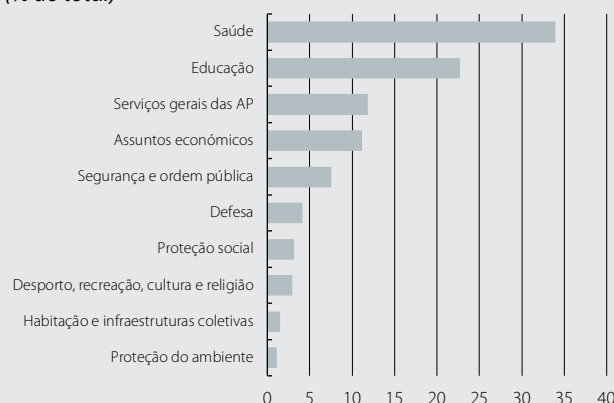
A função «assuntos económicos» abarca o consumo público com atividades focadas em promover o crescimento e a eficiência económica e abrange setores como a indústria, agricultura, comunicações, assuntos económicos, comerciais e laborais e transportes. Esta última subfunção representa 63% do consumo total da função, incluindo despesas em infraestruturas, gestão e manutenção da rede de transportes.

Entretanto, 2025 apresenta uma tendência de aparente moderação do ritmo de crescimento nominal do consumo público. Esta tendência poderá reforçar-se à medida que os efeitos associados às decisões de valorização salarial e valorização de carreiras de algumas categorias profissionais se diluam. No entanto, o impacto no valor absoluto do consumo público far-se-á sentir, sendo provável que se traduza num aumento do seu peso no PIB. Refira-se ainda que esta é naturalmente uma componente determinante para o bom andamento da execução orçamental a médio prazo e particularmente relevante para o andamento prospetivo da dívida pública, nomeadamente num contexto de desafios crescentes (demografia e alterações climáticas, entre outros) e de crescente rigidez das rubricas da despesa.

Teresa Gil Pinheiro

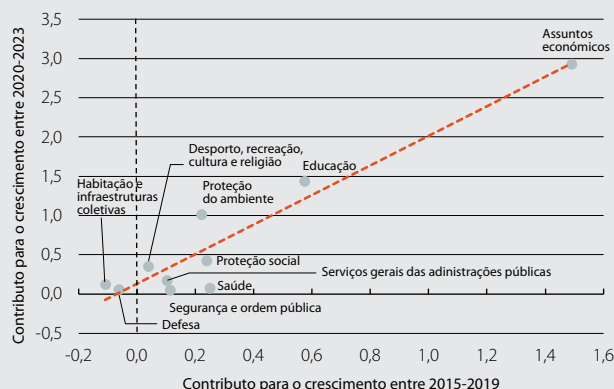
## Consumo público por função da Administração Pública em 2023

(% do total)



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

## Detalhe dos contributos de cada função para o crescimento do consumo público



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

## O mercado da energia em Portugal encontra-se numa trajetória sólida e adaptativa, mas a pobreza energética persiste

A utilização eficiente de energia e a aposta em fontes renováveis têm se revelado cruciais para aumentar a autonomia económica e conciliar o crescimento do PIB com os objetivos de desenvolvimento sustentável da ONU e o plano europeu para a transição energética até 2050, implícito no Acordo de Paris (2015), no *Green Deal* (2019), no *REPowerEU* (2022) e em diretivas recentemente criadas pela Comissão Europeia. Isto torna-se particularmente relevante na conjuntura internacional atual, marcada pela incerteza comercial, pela fragmentação das perspetivas sobre o combate às alterações climáticas e pela elevada exposição às flutuações no mercado da energia e a choques da oferta, o que se evidencia por via da dependência externa do gás russo que impactou adversamente as economias europeias desde o início da guerra na Ucrânia. Por outro lado, o acesso a energia de qualidade possui um papel importante na resposta a desafios sociais como a desigualdade na distribuição de rendimento e no acesso à saúde, pelo que se torna relevante verificar o ponto de situação deste setor em Portugal e se os decisores políticos e institucionais têm respondido de forma eficaz.

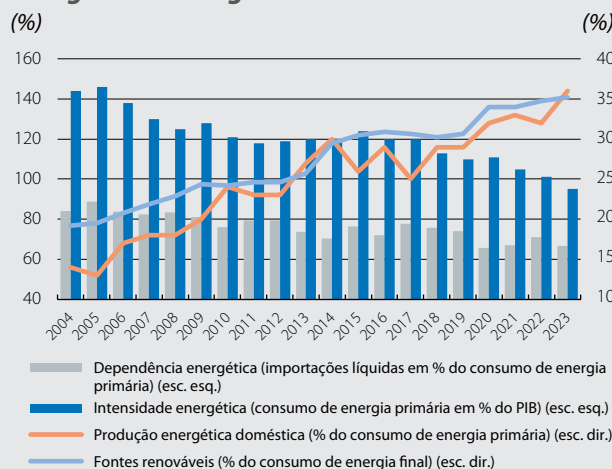
### O mercado energético em Portugal

Historicamente, devido à ausência de reservas significativas de combustíveis fósseis em território nacional, Portugal apresenta uma elevada dependência energética externa, com as respetivas importações líquidas a representarem cerca de 67% do consumo de energia primária<sup>1</sup> em 2023 (ver primeiro gráfico). No entanto, esta tem diminuído progressivamente ao longo das últimas duas décadas (84% em 2004), refletindo a reorientação estratégica de escolhas tanto do lado da oferta como da procura, por parte das famílias e das empresas; a eficácia das políticas públicas (como o Plano Nacional Estratégia e Clima – PNEC 2030 – e o fim da produção de eletricidade a carvão, com o encerramento das centrais termoelétricas de Sines e do Pego em 2021) e a canalização de fundos europeus (mais recentemente, os NGEU e no âmbito do *REPowerEU*), que incentivaram a inovação e o investimento nas infraestruturas de exploração de fontes renováveis, nomeadamente a hídrica, a solar e a eólica, que representam aproximadamente 90% da produção de energia limpa.<sup>2</sup>

1. A energia primária é extraída na sua forma original, sem qualquer transformação, enquanto a energia final corresponde à disponível para os consumidores.

2. Destaca-se o projeto *WindFloat Atlantic*, em Viana do Castelo, o primeiro parque eólico flutuante no mar da Europa, que recebeu 60 milhões de euros de financiamento por parte do Banco Europeu de Investimento (BEI) e foi iniciado por uma *joint venture* envolvendo, entre outras empresas, a Repsol e a EDP Renováveis.

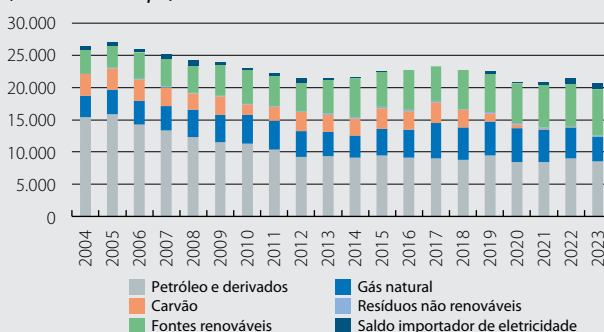
### Energia em Portugal: indicadores



Fonte: BPI Research, com base nos dados da DGEG.

### Consumo de energia primária: fontes

(Milhares de tep\*)



**Nota:** \* Toneladas equivalentes de petróleo. Os resíduos não renováveis incluem resíduos industriais e fração não renovável dos resíduos sólidos urbanos. O saldo importador de eletricidade é contabilizado pelo facto de as importações entrarem no país como energia diretamente disponível na forma de eletricidade e não na forma original (por exemplo, petróleo).

Fonte: BPI Research, com base nos dados da DGEG.

De facto, ambas as proporções de (i) energia produzida internamente no consumo de energia primária e (ii) das fontes renováveis no consumo de energia final, cresceram de forma considerável, passando respetivamente de cerca de 14% e 19% em 2004 para 36% e 35% em 2023, segundo os dados da DGEG. Além disso, houve ganhos de eficiência no consumo de energia, ligados a tecnologias mais robustas, maior capacidade das infraestruturas e redução dos custos de produção, o que se traduziu na drástica diminuição da intensidade energética (95% em 2023 vs. 144% em 2004).

Portugal apresenta assim uma trajetória positiva no que toca a reduzir exposição aos mercados internacionais de energia, a inovação nesta matéria e ao desenvolvimento do setor, detendo inclusive uma posição de relativa lide-

rança na UE (em 2024 ocupava o 7º lugar na proporção de energia renovável no consumo total). Este caminho é justificado pela diversificação de fontes e pelo alinhamento com as metas de sustentabilidade na transição para uma economia mais verde,<sup>3</sup> sem emissões. O segundo gráfico complementa a análise, com o consumo de energia primária a diminuir em termos absolutos e a redução da relevância estrutural dos combustíveis fósseis mais poluentes: em 2023, o consumo de petróleo foi de 8.549 mil tep (–44% face a 2004) e o de carvão apenas 5 mil tep (–99,9%), sendo que o peso destas duas fontes passou de 72,3% para 41,4% no horizonte temporal apresentado. Contrariamente, as fontes renováveis aumentaram a sua proporção no consumo de 16,1% para 34,9% (7.199 mil tep em 2023, +73,8% face a 2004), mas existe espaço para reduzir a ainda significativa dependência do petróleo e do gás natural, tendo o peso deste último subido por via do efeito-substituição e do seu papel em tornar mais flexível o processo de transição.<sup>4</sup>

### A persistência da pobreza energética

Apesar das boas perspetivas em termos de especialização estratégica, o cenário é mais negativo na vertente socioeconómica. O Parlamento e Conselho Europeus definem a pobreza energética como a falta de acesso de uma família a serviços energéticos essenciais que proporcionem níveis básicos de vida e saúde, nomeadamente aquecimento e iluminação. Com 38% da população a viver em habitações não adequadamente quentes no inverno em 2023 (vs. 17,9% no agregado da UE; ver terceiro gráfico), Portugal encontra-se na pior posição entre os países da UE (mesmo que as temperaturas médias em Portugal sejam comparativamente mais elevadas que na generalidade da Europa), agravando problemas de desigualdade e justiça social. Efetivamente, a qualidade do parque habitacional no país é inferior à generalidade da UE, o que exige um foco reforçado por parte das instituições públicas em melhorar ou renovar as estruturas existentes,<sup>5</sup> especialmente para a parcela mais vulnerável da população, caracterizada por uma maior taxa de desemprego e pelo envelhecimento demográfico, ou concentrada nas áreas rurais do interior do país (onde em geral os invernos são mais rigorosos e as casas possuem equipamentos e sistemas mais obsoletos). Os dados da Comissão Europeia indicam que, em termos regionais, as Regiões Autónomas dos Açores e da Madeira são as NUT em que a pobreza energética mais prevalece, seguidas do Norte.

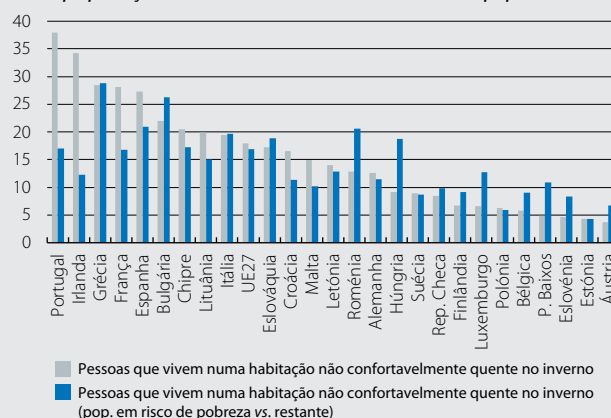
3. De acordo com o Eurostat, Portugal apresentou a segunda maior proporção de eletricidade gerada por energias renováveis em 2024 na UE (87,5% vs. 47,4% em média).

4. Embora de origem fóssil, o gás é menos poluente que o petróleo e o carvão.

5. Ver artigo do Banco de Portugal «Políticas de combate à pobreza energética em Portugal»: <https://www.bportugal.pt/paper/politicas-de-combate-pobreza-energetica-em-portugal>

### Pobreza energética na UE

% da população total em 2023 (ou diferencial em p. p.)



**Nota:** Excluiu-se a Dinamarca devido à ausência de dados relativos a este indicador.

**Fonte:** BPI Research, com base no inquérito EU-SILC do Eurostat.

A persistência deste problema exige a adoção de uma estratégia integrada entre várias instituições, que tem sido parcialmente eficaz em determinados parâmetros, como a mitigação da desigualdade num sentido mais amplo: o diferencial entre a proporção de pessoas sem uma casa quente no inverno que se encontra em risco de pobreza ou exclusão social comparativamente aos que não se encontram nessa situação está em linha com a média europeia (de «apenas» 17%).

Em 2024 foi aprovada a Estratégia Nacional de Longo Prazo para o Combate à Pobreza Energética (ELPPE), que pretende eliminar o problema até 2050 ao se estabelecer metas como a redução da percentagem de pessoas a viver em agregados sem capacidade para manter a casa adequadamente aquecida de 17,5% em 2020 para <1% e das habitações não frescas no verão de 35,7% em 2012 para <5%, assim como a eliminação das situações em que as famílias gastam mais de 10% dos seus rendimentos em despesas com energia. Além disso, o programa também pretende mitigar a heterogeneidade regional da pobreza energética (descentralização da execução, com envolvimento significativo dos municípios) e dinamizar os níveis de literacia energética, dotando a população de informação clara sobre apoios disponíveis e conhecimentos para melhor entenderem, por exemplo, as classificações de eficiência energética.

*Tiago Miguel Pereira*

## O turismo português no contexto da União Europeia

No mês passado apresentámos um artigo que caracterizava o parque hoteleiro português nas suas diferentes características e de forma bastante detalhada<sup>1</sup> – evolução do número de hotéis, distribuição de quartos por tipo de estabelecimento, proveitos por tipo de hotel, tipologia da oferta hoteleira por região, etc. Este mês prosseguimos com o tema do Turismo, mas numa perspetiva de enquadramento do turismo português no seio da União Europeia (UE).

### A posição relativa do turismo português

Por inúmeras vezes apontámos o bom desempenho deste setor na nossa economia e o seu enorme progresso em número de turistas, receitas de exportação e evolução da cadeia de valor, por exemplo. No entanto, é preciso ter em mente a posição relativa e a forte concorrência que o país enfrenta no contexto europeu. De acordo com as Nações Unidas,<sup>2</sup> seis destinos do top 10 com maior número de turistas internacionais são países da UE.<sup>3</sup> Os dados do Eurostat (primeira figura) mostram que em 2024, com 88 milhões de dormidas, Portugal ocupa a décima posição nesta métrica entre os países da UE; uma fatia de 2,9% nas mais de 3 biliões de dormidas turísticas (marca inédita para o turismo da UE). Percentagem modesta, mas que aparenta enquadrar-se com a demografia do país;<sup>4</sup> e mais lisonjeira se considerarmos que o número de dormidas em Portugal é superior à soma das dormidas registadas na Bélgica e Irlanda e superior, por exemplo, à soma das dormidas do conjunto dos oito países com menor número de dormidas. O bom desempenho recente é mais evidente quando se constata que face ao pré-pandemia Portugal é o sexto país com maior incremento de dormidas (+13,5%), superando concorrentes diretos como a Espanha (+7,5%), Itália (+6,7%) e Grécia (+6,5%); e, portanto, ganhando quota no mercado turístico deste bloco político e económico. Salientar que a maioria dos países que ainda não recuperaram os níveis de turismo face ao pré-pandemia são fronteiriços com a Rússia e/ou Ucrânia, pon-do em evidência a exposição que este setor tem a ques-tões geopolíticas.

Nos gráficos seguintes constatamos também outras nuances interessantes. Em primeiro lugar, o facto de Portugal ter um peso muito menor das dormidas feitas

### Dormidas turísticas por país da UE

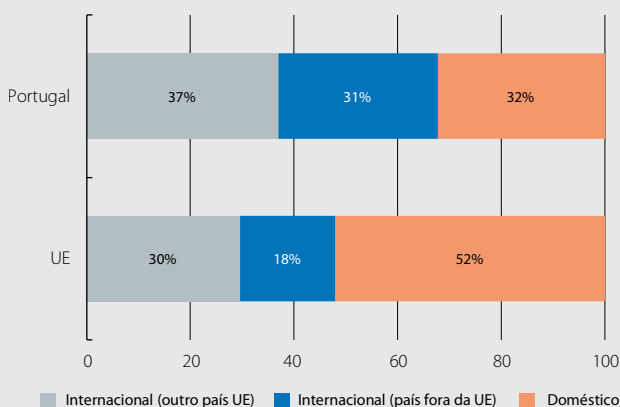
País	Dormidas em estab. alojamento turístico (milhares)	Proporção no total de dormidas na UE (%)	Varição de dormidas face ao pré-pandemia (%)
Espanha	505.166	16,7	7,5
Itália	466.158	15,4	6,7
França	457.644	15,1	2,5
Alemanha	439.620	14,5	0,6
Grécia	152.945	5,1	6,5
Países Baixos	145.238	4,8	17,7
Áustria	131.201	4,3	2,6
Polónia	97.648	3,2	4,6
Croácia	93.644	3,1	2,7
Portugal	88.074	2,9	13,5
Suécia	64.116	2,1	1,5
Rep. Checa	57.236	1,9	0,4
Bélgica	44.843	1,5	5,5
Irlanda	41.678	1,4	27,9
Dinamarca	39.817	1,3	16,0
Hungria	31.803	1,1	-4,2
Roménia	30.231	1,0	1,1
Bulgária	27.646	0,9	1,8
Finlândia	22.678	0,8	-1,8
Chipre	17.909	0,6	1,9
Eslovénia	16.835	0,6	6,8
Eslováquia	14.667	0,5	-14,9
Malta	11.320	0,4	14,2
Lituânia	8.640	0,3	-3,4
Estónia	6.646	0,2	-4,6
Letónia	4.692	0,2	-14,8
Luxemburgo	3.684	0,1	16,4

Fonte: BPI Research, com base nos dados do Eurostat (2024).

por parte dos turistas residentes (apenas 32%, face a 52% na globalidade da UE). Além disso, as dormidas de turistas internacionais são praticamente divididas irmanente entre turistas da UE e extra-UE, o que foi potenciado nos tempos mais recentes pelo crescimento do turismo com origem nos Estados Unidos da América. Referir também que as dormidas feitas em Hotéis têm uma maior preponderância em Portugal, com um peso muito diminuto dos parques de campismo e de caravanas.

1. Ver Focus «Caracterização do parque hoteleiro português» no IM01/2026.  
2. UN Tourism – International Tourism Highlights 2024 edition.  
3. 1º França, 2º Espanha, 3º EUA, 4º Itália, 5º Turquia, 6º México, 7º Reino Unido, 8º Alemanha, 9º Grécia, 10º Áustria.  
4. De referir que Portugal será também o décimo país mais populoso da UE e o décimo segundo em termos de extensão territorial.

### Dormidas por origem do hóspede (%)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do Eurostat (2024).

### A intensidade turística

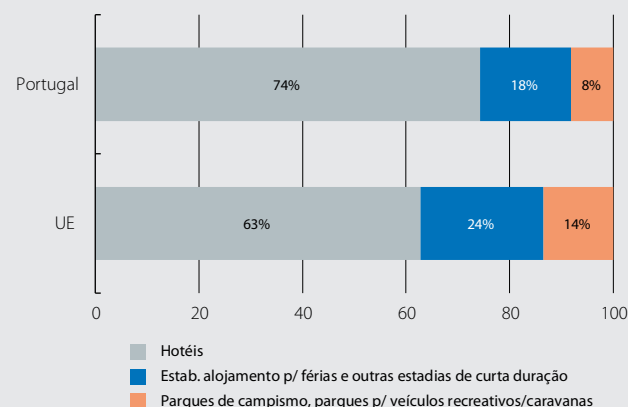
A discussão acerca da intensidade turística ganha preponderância sempre que o turismo ganha peso nas economias. Isto porque são conhecidos os *spillovers* negativos do *overtourism* – pressão sobre recursos naturais; pressão sobre infraestruturas e serviços públicos; descaracterização dos destinos; pressão sobre o mercado de habitação; só para nomear alguns. Estas métricas devem ser avaliadas no conjunto do país, mas também ao nível local, das cidades, e é esse enquadramento que faremos de seguida.

Uma das métricas comumente utilizadas para analisar a intensidade turística ao nível do país é o número de dormidas por habitante. Nesta métrica Portugal regista um rácio de 8,3 – acima da média da UE (6,7) – e é o oitavo país da UE com rácio mais elevado, portanto, acima da sua posição relativa ao nível do número de dormidas (décima posição, como vimos anteriormente neste artigo). O gráfico seguinte mostra esta métrica e podemos verificar também que face ao pré-pandemia, só quatro países aumentaram mais a intensidade turística do que Portugal (+0,8 noites por habitante) – Grécia (+1,3), Croácia (+1,3), Irlanda (+1,2) e Países Baixos (+1,0).

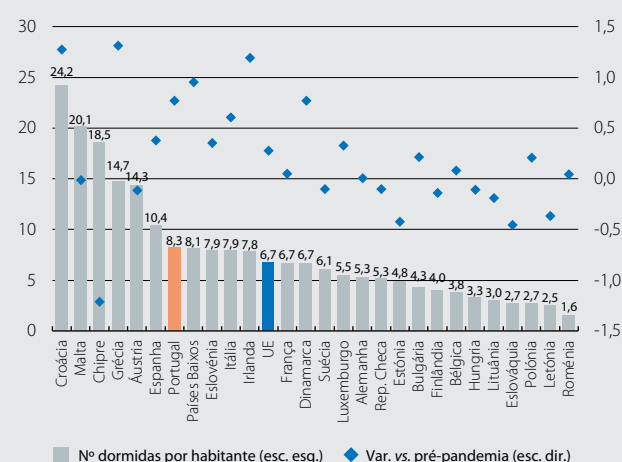
A este respeito, importa relembrar que em 2016 o Turismo de Portugal inscreveu no relatório «Estratégia Turismo para 2027» um número-alvo de dormidas enquadradas com o objetivo de sustentabilidade económica de 80 milhões de dormidas/ano, número esse que já foi ultrapassado em 10% no ano de 2024 de acordo com os dados do Eurostat. No entanto, como já mencionámos, é importante analisar estas métricas também a um nível mais fino. Considerando os dados do INE da população residente<sup>5</sup> e das dormidas por região vemos uma situação muito desigual dentro do território. Algarve (45,1

5. Censos 2021 e NUTS II (2024).

### Dormidas por tipo de estabelecimento (%)



### Dormidas por habitante



Fonte: BPI Research, com base nos dados do Eurostat (2024).

dormidas por habitante) e RA Madeira (38,6) registam um rácio acima do rácio mais elevado registado na UE (Croácia). Por sua vez, RA Açores (13,0) e Grande Lisboa (9,5) registam um rácio acima do rácio do País. Por fim, temos outras regiões com rácios mais baixos – Alentejo (7,2, ainda acima da média da UE), Oeste e Vale do Tejo (4,4), Norte (4,0), Centro (3,2) e Península de Setúbal (2,0).

Virando agulhas para uma análise na ótica de cidade, verifica-se que com a exceção de Bulgária, Espanha, Croácia e Chipre, a cidade mais visitada em cada um dos países da UE é a sua capital. Paris, com cerca de 74 milhões de dormidas, é a cidade mais visitada da UE e estas dormidas representam 2,4% do total de dormidas na comunidade europeia. Lisboa apresenta uma concentração significativa do total das dormidas do país (22,7%) e apenas em oito países a concentração na principal cidade turística é maior do que no caso português. Se



alargarmos a análise da concentração de dormidas às três principais cidades do país esta métrica (39,5%) acentua-se, na medida em que apenas em quatro países a concentração de dormidas nas três principais cidades turísticas é maior – Letónia (60,5%), Estónia (57%), Malta (51,9%) e Lituânia (40,1%).

Concluindo, Portugal apresenta um desempenho do turismo nos tempos mais recentes superior à maioria dos países da UE. Um turismo com maior peso das estadias em Hotéis e maior diversificação na medida em que existe uma repartição equilibrada entre turistas residentes, oriundos de outros países da UE e oriundos de países extra-UE. Paralelamente, Portugal exibe métricas de intensidade turística acima da média quer a nível global quer a nível local/de cidade, o que deverá constituir um alerta no sentido da promoção da diminuição da sazonalidade e da diversificação desta atividade pelo território.

Tiago Belejo Correia

Top 3 de cidades\* em cada país\*\* em termos de dormidas

Proporção do total de dormidas (%)

UE	1ª Paris (greater city) 2,4	2ª Roma 1,4	3ª Berlim 1,0	Índice de concentração das dormidas (%)
Bélgica	Bruxelas (greater city) 16,4	Antuérpia 6,1	Bruges 4,8	27,4
Bulgária	Varna 16,1	Sofia 8,1	Plovdiv 2,4	26,6
Rep. Checa	Praga 31,9	Brno 2,4	Pilsen 1,0	35,4
Dinamarca	Copenhaga (greater city) 32,6	Århus 3,3	Aalborg 2,0	37,9
Alemanha	Berlim 6,9	Munique 4,5	Hamburgo 3,7	15,0
Estónia	Talin 49,8	Tartu 6,4	Narva 0,7	57,0
Grécia	Atenas (greater city) 6,8	Thessaloniki (greater city) 1,7	Chania 1,1	9,6
Espanha	Barcelona (greater city) 5,7	Madrid (greater city) 5,3	Benidorm 3,1	14,1
França	Paris (greater city) 16,2	Lyon 1,4	Nice (greater city) 1,3	18,9
Croácia	Split 3,4	Zagreb 2,8	Zadar 2,5	8,7
Itália	Roma 9,2	Milão (greater city) 3,9	Veneza 2,9	15,9
Chipre	Limassol (greater city) 9,5	Lárnaca (greater city) 2,5	Nicósia (greater city) 1,2	13,2
Letónia	Riga 54,1	Liepaja 4,6	Daugavpils 1,8	60,5
Lituânia	Vilnius 26,4	Kaunas 7,9	Klaipėda 5,8	40,1
Luxemburgo	Luxemburgo 34,3	—	—	34,3
Hungria	Budapeste 34,5	Debrecen 1,8	Szeged 1,5	37,7
Malta	Valeta (greater city) 51,9	—	—	51,9
Países Baixos	Amsterdão (greater city) 15,3	Roterdão (greater city) 2,8	Haia (greater city) 2,5	20,7
Áustria	Viena 13,9	Salzburgo 2,4	Innsbruck 1,4	17,6
Polónia	Varsóvia 8,2	Cracóvia 6,7	Gdansk 3,4	18,3
Portugal	Lisboa (greater city) 22,7	Porto (greater city) 9,6	Funchal (greater city) 7,2	39,5
Roménia	Bucareste 13,1	Constança 4,7	Brasov 4,4	22,2
Eslovénia	Liubliana 15,4	Maribor 3,0	—	18,4
Eslováquia	Bratislava 15,0	Kosice 3,0	Zilina 1,1	19,1
Finlândia	Helsinquia 20,1	Tampere 6,0	Vanda 4,9	31,0
Suécia	Estocolmo (greater city) 19,8	Gotemburgo (greater city) 7,6	Malmö 3,4	30,7

Notas: \* Os dados do Eurostat englobam todas as capitais e cidades com uma população mínima de 200 000 habitantes, bem como algumas outras cidades que são de particular importância para o turismo. \*\* Não existem dados disponíveis para a Irlanda.  
Fonte: BPI Research, com base nos dados do Eurostat (2024).

**Indicadores de atividade e emprego**

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
Índice coincidente para a atividade	2,0	1,9	1,8	1,8	2,0	2,1	2,1	2,2	...
<b>Indústria</b>									
Índice de produção industrial	0,8	0,6	-2,3	1,2	2,8	0,8	0,3	2,3	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-6,2	-4,0	-5,1	-4,8	-3,4	-2,8	-2,6	-2,0	-1,4
<b>Construção</b>									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	6,5	...	39,8	19,4	55,0	...	...	...	...
Compra e venda de habitações	14,5	...	25,0	15,5	3,8	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m <sup>2</sup> - avaliação bancária)	8,5	17,4	15,8	17,4	18,2	18,4	18,4	19,1	...
<b>Serviços</b>									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	6,3	1,9	4,6	4,0	2,6	1,9	2,1	1,9	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	5,6	10,1	12,5	6,6	12,9	8,4	7,8	6,6	4,7
<b>Consumo</b>									
Vendas no comércio a retalho	3,3	4,8	4,5	4,8	5,4	4,6	6,5	3,1	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,8	3,4	3,7	3,4	3,1	3,1	3,1	3,2	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-18,0	-16,2	-15,5	-17,9	-16,2	-15,2	-15,2	-14,5	-14,7
<b>Mercado de trabalho</b>									
População empregada	1,2	3,2	2,4	2,9	3,7	3,7	3,7	3,6	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,4	6,0	6,6	5,9	5,8	5,8	5,7	5,6	...
<b>PIB</b>	2,1	1,9	1,7	1,8	2,4	1,9	-	-	-

**Preços**

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
Inflação global	2,4	2,3	2,3	2,2	2,6	2,2	2,2	2,2	1,9
Inflação subjacente	2,5	2,2	2,3	2,3	2,3	2,1	2,0	2,1	1,8

**Setor externo**

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
<b>Comércio de bens</b>									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	2,0	...	5,3	4,2	2,1	...	0,4	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	2,0	...	5,4	7,0	6,6	...	4,4	...	...
<b>Saldo corrente</b>	6,0	...	4,2	3,7	3,8	...	4,1	...	...
Bens e serviços	6,5	...	5,2	4,5	4,4	...	4,7	...	...
Rendimentos primários e secundários	-0,6	...	-0,9	-0,9	-0,6	...	-0,6	...	...
<b>Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento</b>	9,1	...	7,5	7,1	7,6	...	7,9	...	...

**Crédito e depósitos dos setores não financeiros**

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
<b>Depósitos<sup>1</sup></b>									
Depósitos das famílias e empresas	7,5	5,6	6,5	5,4	6,3	5,6	5,9	5,6	...
À ordem	-0,3	8,2	5,0	5,1	8,6	8,2	7,9	8,2	...
A prazo e com pré-aviso	15,3	3,2	7,8	5,8	4,3	3,2	4,1	3,2	...
Depósitos das Adm. Públicas	26,7	28,7	29,3	39,6	-0,5	28,7	16,9	28,7	...
<b>TOTAL</b>	7,9	6,1	7,1	6,4	6,1	6,1	6,2	6,1	...
<b>Saldo vivo de crédito<sup>1</sup></b>									
Setor privado	1,9	6,7	3,3	4,9	5,8	6,7	6,5	6,7	...
Empresas não financeiras	-1,0	2,9	0,1	2,2	2,4	2,9	2,8	2,9	...
Famílias - habitação	3,0	9,4	4,9	6,4	8,0	9,4	8,9	9,4	...
Famílias - outros fins	5,4	7,1	5,7	6,6	6,9	7,1	7,1	7,1	...
Administrações Públicas	0,6	6,4	-8,0	3,8	4,8	6,4	5,3	6,4	...
<b>TOTAL</b>	1,9	6,7	2,9	4,9	5,8	6,7	6,4	6,7	...
<b>Taxa de incumprimento (%)<sup>2</sup></b>	2,4	...	2,3	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 economia espanhola encara 2026 com otimismo

**Apesar das dificuldades, a atividade e o emprego mostram um elevado dinamismo.** Em 2025, a economia espanhola resistiu com êxito às tensões comerciais e geopolíticas do contexto mundial e cresceu 2,8%, um valor que é claramente melhor tanto à nossa previsão do início do ano, que era de 2,3%, como ao crescimento da Zona Euro, que se situou em 1,5%. O aumento do PIB baseou-se no dinamismo da procura interna, que contrariou a deterioração da procura externa devido à pressão das importações.

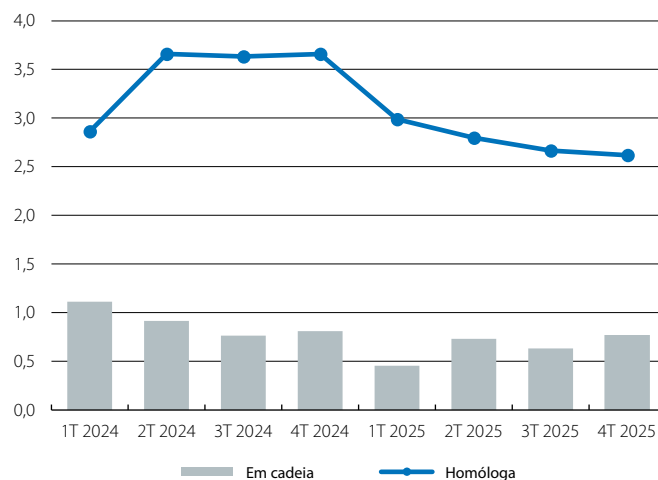
Esperamos que este ano a economia se mantenha dinâmica, com um crescimento superior à média da Zona Euro, apesar de persistir a incerteza geopolítica. A procura interna continuará a ser o principal motor do crescimento, impulsionada pelo aumento do consumo privado e do investimento, que beneficiará de condições de financiamento ainda favoráveis. O consumo será igualmente apoiado pela melhoria do rendimento disponível, num contexto de forte criação de emprego, de crescimento dos salários e de elevados fluxos migratórios, e pela sólida situação financeira das famílias, com a taxa de poupança a continuar a normalizar-se em relação aos atuais níveis elevados. Em matéria de investimento, as bases serão a aplicação dos fundos do NGEU, juntamente com a força da construção e a atração do investimento em novas tecnologias e ativos intangíveis.

**O PIB espanhol surpreende pela positiva na reta final de 2025.** O PIB cresceu 0,8% em cadeia no 4T 2025, face a 0,6% no 3T 2025, enquanto em termos homólogos o ritmo foi de 2,6%, apenas menos 1 décima de ponto percentual do que no trimestre anterior. Os últimos dados do PIB, melhores do que o previsto, implicam um ponto de partida mais elevado para 2026 e geram um efeito de arrastamento que nos levará a rever em alta a nossa previsão de crescimento para este ano, atualmente de 2,1%.

A procura interna foi o principal motor da economia no 4T 2025, contribuindo com 1,0 p. p. para o crescimento do PIB em cadeia: o consumo privado cresceu 1,0% e o investimento 2,2%, especialmente na construção, tanto residencial como não residencial, e sobretudo no material de transporte. Em contrapartida, a procura externa diminuiu 0,2 p. p. do crescimento em cadeia, em resultado do maior dinamismo das importações, que, impulsionadas pelo dinamismo da procura interna, cresceram 1,4%, face aos 0,8% registados pelas exportações. Entre estes últimos, a força das exportações de serviços contrasta com a estagnação das exportações de mercadorias, afetadas pelas tarifas e pela fraqueza dos nossos parceiros da Zona Euro.

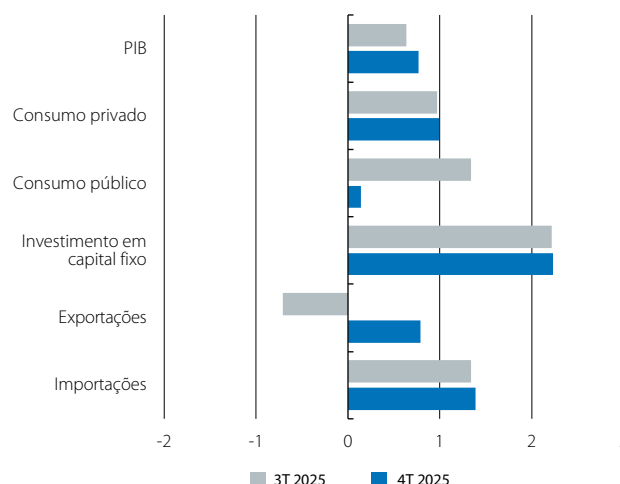
**O mercado de trabalho fechou 2025 com uma força notável.** Segundo o EPA (IFT espanhol) do 4T 2025, o número de pessoas empregadas aumentou em 76.200, o melhor valor para um 4T em quatro anos, ultrapassando largamente os registos de 2024 (34.900) e a média de 2014-2019 (28.300). Além disso, em termos corrigidos de sazonalidade, o crescimento foi de 0,9% em cadeia (0,5% anteriormente), o mais forte desde o 2T 2023. Por sua vez, a taxa de desemprego reduziu-se em 0,6 pontos percentuais, para 9,9%, sendo a primeira vez desde 2008 que fica abaixo de 10%. Assim, o ano de 2025 fechou com mais 605.400 empregados (+2,8% em termos homólogos), para um novo recorde de 22,46 milhões, e menos 118.400 desempregados (-4,6%).

### Espanha: PIB Variação (%)



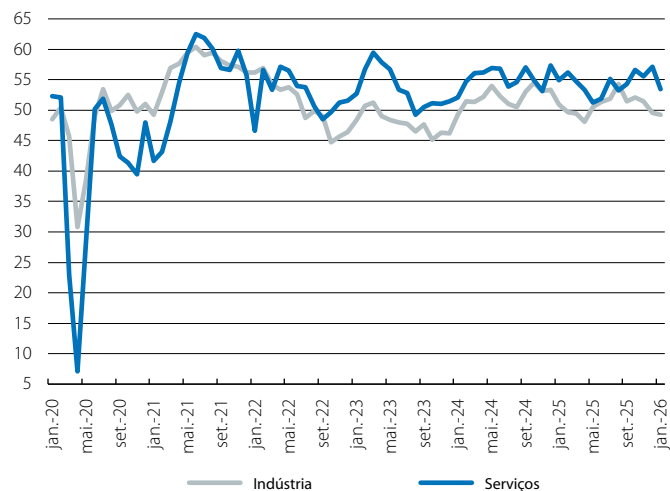
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.

### Espanha: componentes do PIB Variação em cadeia (%)



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

### Espanha: PMI Nível



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

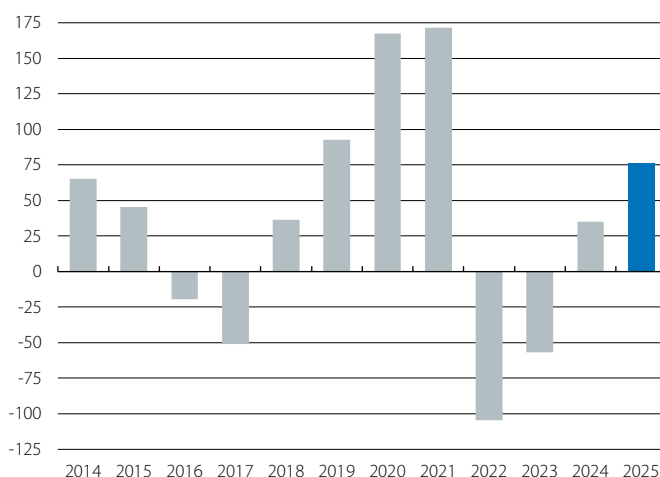
**Os primeiros indicadores de atividade disponíveis para 2026 apontam para uma contenção do crescimento.** Em primeiro lugar, como habitualmente, em janeiro, as inscrições na Segurança Social diminuíram 270.782 trabalhadores (-1,2%), uma descida um pouco mais acentuada do que em anos anteriores nesse mês (-1,1% em média em 2023-2025), enquanto em termos corrigidos de sazonalidade registou um aumento de 17.311, face a uma média mensal de 42.875 no 4T 2025. Quanto à oferta, os índices PMI de janeiro indicam uma moderação do crescimento: no caso do setor dos serviços, mantém-se na zona de expansão, acima dos 50 pontos, mas desce para 53,5 pontos, contra 57,1 pontos em dezembro. O índice da indústria transformadora situa-se em 49,2 pontos, ligeiramente abaixo do anterior recorde (49,6). Do lado do consumo, o Monitor do CaixaBank Research revela um abrandamento da atividade dos cartões espanhóis em janeiro, com um crescimento (até ao dia 21) de 3,4% em termos homólogos, contra 5,5% em dezembro.

**A inflação começa o ano com um forte abrandamento, graças ao setor da energia.** Segundo o indicador avançado publicado pelo INE, a inflação global em janeiro prolongou a moderação dos meses anteriores e caiu 5 décimas de ponto percentual para 2,4%, a taxa mais baixa desde junho de 2025. A inflação subjacente (que exclui a energia e os produtos alimentares não transformados) manteve-se em 2,6%. A descida da inflação global explica-se principalmente pelos preços da eletricidade. Em janeiro deste ano, o efeito de base do IVA desaparece: em 2025, a eletricidade suportou um IVA de 21%, face aos 10% de 2024. Ora, quando se comparam dois meses com os mesmos 21% de IVA, esse efeito desvanece-se e faz baixar a inflação. Não obstante esta trajetória de moderação, a persistência da componente dos serviços sugere que a inflação em 2026 continuará a situar-se ligeiramente acima do objetivo de 2%.

**Primeiros sinais de estabilização da procura de habitação.** As transações imobiliárias voltaram a crescer em novembro (7,8% em termos homólogos), embora tenham sido modestas desde agosto, longe das taxas de dois dígitos registadas na primeira metade do ano. De qualquer forma, o nível de atividade em 2025 continua muito elevado, com 660.000 transações imobiliárias concluídas entre janeiro e novembro, o que representa um aumento de 12% em relação ao ano anterior. No entanto, a oferta de novas habitações está ainda longe de responder a esta forte procura: foram aprovadas 127.400 novas licenças de construção no mesmo período, mais 7,4% do que no mesmo período do ano anterior, mas insuficientes para absorver as novas habitações (220.000 em termos acumulados para os quatro trimestres até ao 3T 2025). Este desfazamento entre a oferta e a procura continuará a exercer uma pressão no sentido da subida dos preços da habitação a curto e médio prazo.

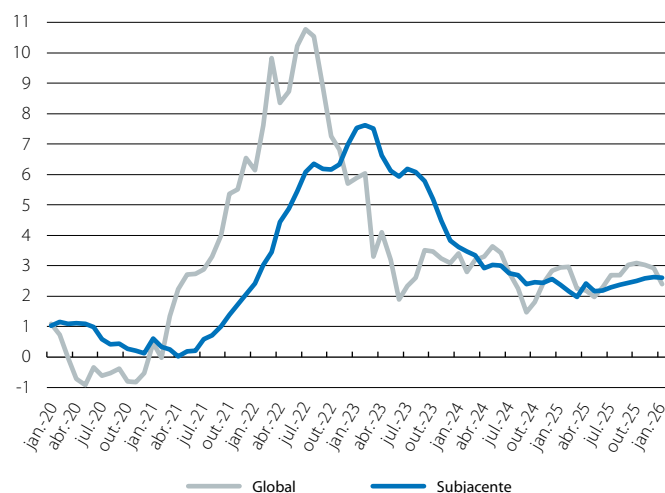
**O excedente da balança corrente mantém-se em níveis elevados graças aos serviços.** O saldo da balança corrente em 2025, com dados relativos aos 12 meses anteriores a novembro, revelou um excedente de 2,9% do PIB, ligeiramente abaixo do pico histórico de 3,2% em 2024. Por um lado, o défice comercial aumentou para 2,8% do PIB (2,1% em 2024), devido à deterioração da balança de bens não energéticos, num contexto de forte atração das importações para satisfazer uma procura interna dinâmica. Em contrapartida, a balança de serviços continua a registar elevados excedentes, tanto não turísticos (2,3% do PIB vs. 2,0% em 2024) como turísticos (4,2% do PIB vs. 4,3%).

### Espanha: população ativa Variação trimestral no 4T (em milhares)



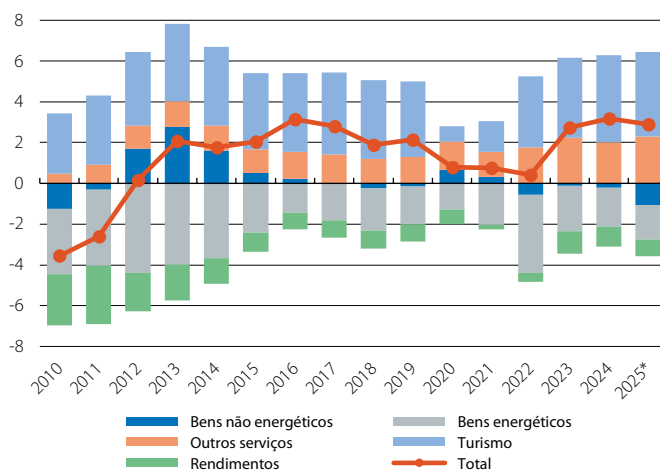
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha (Inquérito à População Ativa, EPA).

### Espanha: IPC Variação homóloga (%)



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

### Espanha: balança corrente (% do PIB)



Nota: \* Dados acumulados para os 12 meses até novembro. Dados sobre bens de acordo com a classificação SITC.

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

## Necessidades de financiamento do Estado em 2026: elevadas mas absorvíveis devido à forte procura

Em 2026, Espanha continua a ter necessidades de financiamento elevadas, embora num contexto orçamental relativamente mais favorável do que os seus principais pares europeus. Não obstante a redução do défice e da dívida pública em percentagem do PIB, os elevados níveis nominais e um volume de maturidades semelhante ao de 2025 fazem com que as necessidades de financiamento se mantenham em níveis comparáveis aos dos últimos anos. Neste contexto, a forte procura de dívida pública, especialmente por parte de investidores não residentes, sugere uma absorção ordenada do volume de emissões.

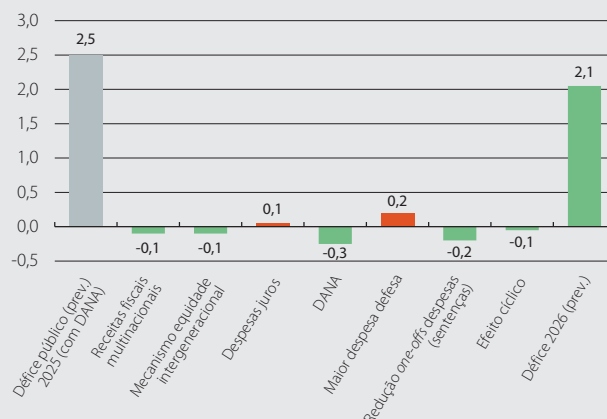
Estima-se que o défice público diminua de 2,5% em 2025 para 2,1% do PIB em 2026,<sup>1</sup> graças, entre outros fatores, a uma redução das despesas extraordinárias –como o apoio à DANA e os pagamentos judiciais (ambos a representar cerca de 0,5% do PIB em 2025)–<sup>2</sup> e ao dinamismo económico, embora o aumento das despesas com a defesa compense parcialmente estes fatores. Isto colocará Espanha numa situação orçamental melhor do que a França (défice orçamental de 4,9% do PIB em 2026, de acordo com a Comissão Europeia) ou a Itália (2,8%).

Prevê-se que as receitas públicas cresçam mais de 5% em termos homólogos,<sup>3</sup> um pouco acima do PIB nominal, enquanto o crescimento das despesas líquidas calculáveis<sup>4</sup> deverá ser ligeiramente superior a 4,0%, acima do objetivo de 3,7% acordado com a Comissão Europeia, o que implicaria, de acordo com as estimativas da própria Comissão, um desvio de 0,3% do PIB, mesmo no limite do tolerável, pelo que não constituiria uma violação formal da trajetória orçamental acordada e não daria origem à ativação de um aviso prévio (*early warning*).<sup>5</sup>

1. A AIReF é ainda mais otimista e aponta para 2,0%.
2. Estimativas do «Relatório Anual de Progresso 2025», Ministério da Economia.
3. Ver «Relatório sobre os projetos e as linhas fundamentais dos orçamentos das administrações públicas para 2026», publicado em novembro pela AIReF.
4. As despesas líquidas elegíveis, relevantes para as regras orçamentais europeias, incluem as despesas públicas líquidas de despesas com juros, medidas discricionárias em matéria de receitas, despesas com programas da UE totalmente compensadas por receitas provenientes de fundos da UE, despesas nacionais com o cofinanciamento de programas financiados pela UE, elementos cíclicos das despesas com subsídios de desemprego e medidas pontuais e outras medidas temporárias. Também não inclui as despesas associadas à DANA.
5. No novo quadro orçamental europeu, a ativação de mecanismos de correção mais exigentes não depende de desvios pontuais, mas da sua persistência e acumulação ao longo do tempo. Concretamente, as regras centram-se na identificação do incumprimento sustentado da trajetória de despesas acordada, avaliado através de uma conta de controlo cumulativa, bem como na ausência de medidas corretivas credíveis. Deste modo, um desvio pontual pode dar lugar a um *early warning*, mas o que é determinante para a escalabilidade do procedimento é a sua persistência e a ausência de correção. No total, a conta de controlo (considerando os desvios para o período 2024-2026) apresentaria um desvio de 0,2 % do PIB em 2026, muito abaixo do limiar máximo de 0,6 %. Este resultado é corroborado pelo facto de, em 2024, o crescimento líquido das despesas primárias ser bastante inferior ao objetivo, com uma margem de cerca de 0,4% do PIB.

### Défice público

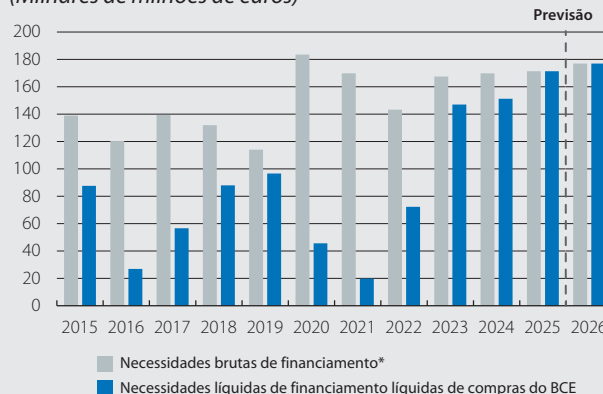
(% do PIB)



Fonte: BPI Research.

### Espanha: necessidades de financiamento do Estado

(Milhares de milhões de euros)



Nota: \* Os valores dos reembolsos não incluem as letras.

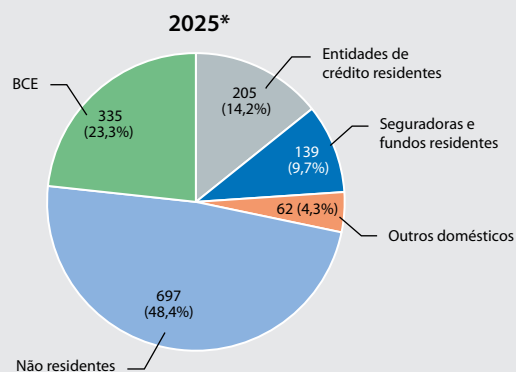
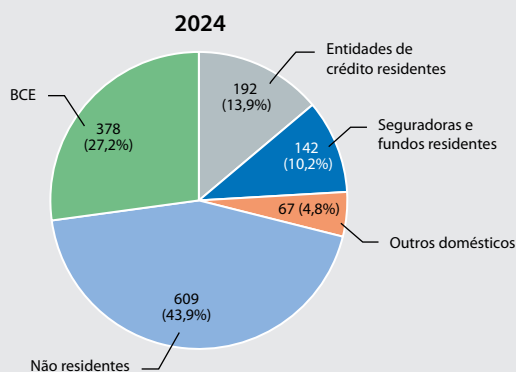
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Secretaria Geral do Tesouro.

Apesar de o défice público continuar a diminuir, as necessidades de financiamento do Estado manter-se-ão relativamente elevadas e em linha com as de 2025. Em particular, em 2026, o Estado prevê uma emissão líquida de 55.000 milhões de euros, coberta principalmente por instrumentos de médio e longo prazo; 50.000 milhões com esses instrumentos e os restantes 5.000 milhões com Bilhetes do Tesouro. Este valor é muito semelhante aos de 54.775 milhões em 2025 e 55.034 milhões em 2024, mas inferior em 10.000 milhões ao de 2023. A emissão bruta de dívida de médio e longo prazo, que adiciona os reembolsos à emissão líquida, será de 176.514 milhões de euros, mais 5.600 milhões de euros do que em 2025, e incluirá um reembolso planeado do MEE de 3.643 milhões de euros.

O apoio internacional e uma procura forte serão cruciais. O BCE continuará a não reinvestir as amortizações, o que

**Espanha: detenções de dívida pública (bilhetes, obrigações e títulos de dívida)**

(Milhares de milhões de euros e estrutura em %)

**Nota:** \* Dados de outubro de 2025.**Fonte:** BPI Research, a partir de dados da Secretaria Geral do Tesouro.

reforça a importância da atratividade da dívida espanhola num contexto de taxas mais elevadas do que em 2016-2022. O papel reduzido do BCE está a ser mais do que compensado pelos não residentes; nos primeiros 10 meses de 2025, os investidores não residentes aumentaram as suas posições em obrigações e outros títulos (excluindo os Bilhetes do Tesouro) em 74.300 milhões de euros, muito acima da média histórica (+19.200 milhões de euros de aumento anual médio das suas posições no período de 2003-2023), elevando a sua participação nas detenções de dívida pública de médio e longo prazo para 48,9%, face a 44,9% no final de 2024. Paralelamente, os investidores nacionais de retalho reduziram as suas posições em títulos do Tesouro em 5.800 milhões desde o final de 2024, uma tendência coerente com os cortes das taxas do BCE (embora as suas posições sejam 18.000 milhões mais elevadas do que no final de 2022, no período que antecedeu as subidas das taxas após o choque energético), mas mais do que compensada por um aumento de 11.000 milhões nas compras de títulos por não residentes. Globalmente, os investidores nacionais representam 28,3% do saldo da dívida pública, ligeiramente abaixo dos 28,9% registados no final de 2024, mas acima dos 26,3% registados em 2022.

O custo médio da nova dívida emitida pelo Estado em 2025 situou-se em 2,70%, o que representa uma redução de 46 p. b. face a 2024, em consonância com a descida das taxas de juro. O custo médio da dívida remanescente manteve-se contido e terminou 2025 em 2,31%, apenas 10 p. b. acima do nível de 2024. Este nível, no entanto, é ainda superior ao mínimo histórico atingido em 2021 (1,64%) e reflete um fenómeno fundamental: embora as taxas de emissão tenham diminuído em relação a 2024, continuam a ser superiores ao custo médio acumulado, o que conduz a uma recuperação gradual do custo médio. O prazo médio de vencimento mantém-se estável em cerca de oito anos, com prazos

**Espanha: custo da dívida do Estado**

(%)

**Fonte:** BPI Research, a partir de dados da Secretaria Geral do Tesouro.

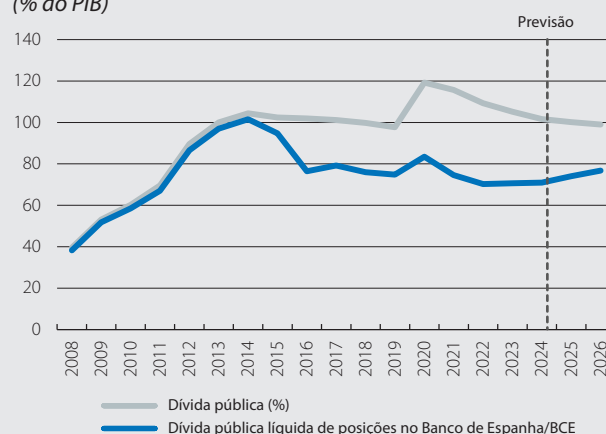
de vencimento bem distribuídos e baixo risco de refinanciamento (13% a um ano).<sup>6</sup> Por último, estimamos que os pagamentos de juros para o conjunto das administrações públicas, tendo em conta as expetativas do mercado, poderão atingir 2,5% do PIB em 2026, uma décima de ponto percentual mais elevado do que em 2025, embora muito abaixo do nível de 2014 (3,5% do PIB). Este ligeiro aumento explica-se pela renovação do *stock* da dívida: as emissões antigas são reembolsadas a taxas mais baixas do que as atuais.

Relativamente ao *stock* da dívida pública, esperamos que a dívida pública se situe em cerca de 99% do PIB no final deste ano, ainda mais de 1 ponto percentual acima do nível de 2019. Calculamos que 22,5% do total estará sob controlo do BCE, deixando 77,5% do total nas mãos de outros investidores. Consequentemente, a dívida líquida das participações do banco central será de cerca de 76,7% do PIB, em comparação com níveis muito mais elevados no passado, como 101,6% em 2014.

6. Ver «Observatório da Dívida» da AIReF, de dezembro de 2025.

Em suma, Espanha enfrenta 2026 com necessidades de financiamento elevadas mas totalmente absorvíveis no atual contexto de mercado, apoiadas por uma sólida base de investimento. Contudo, para além do curto prazo, o principal desafio reside na credibilidade da trajetória orçamental a médio prazo. O aumento estrutural das despesas públicas, nomeadamente no domínio da defesa e das despesas ligadas ao envelhecimento demográfico, e a plena aplicação das novas regras orçamentais europeias exigem uma estratégia de consolidação orçamental credível, gradual e sustentada, a fim de garantir a estabilidade das finanças públicas para além de 2026.<sup>7</sup>

### Espanha: dívida pública (% do PIB)



Fonte: BPI Research, com base em dados do Banco de Espanha, do BCE e em previsões próprias.

7. Ver nota de rodapé 3.



**Indicadores de atividade e emprego**

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
<b>Indústria</b>									
Índice de produção industrial	0,4	...	-0,8	1,5	2,6	...	4,5	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-4,9	-4,8	-5,0	-5,4	-5,0	-3,8	-3,5	-3,5	-2,4
PMI das indústrias (valor)	52,2	50,9	50,0	50,0	52,6	51,1	51,5	49,6	49,2
<b>Construção</b>									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	16,7	...	20,1	14,8	7,9	...	7,7	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	9,7	...	17,0	22,9	18,7	...	13,3	...	...
Preço da habitação	8,4	...	12,2	12,7	12,8	...	...	...	...
<b>Serviços</b>									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	10,1	3,2	8,1	6,3	4,3	3,2	3,2	3,2	...
PMI dos serviços (valor)	55,3	54,5	55,3	52,2	54,2	56,4	55,6	57,1	53,5
<b>Consumo</b>									
Vendas a retalho <sup>1</sup>	1,8	4,3	3,4	5,1	4,5	4,3	6,0	2,9	...
Matrículas de automóveis	7,2	12,9	14,0	13,7	16,9	8,0	12,9	-2,2	1,1
Indicador do sentimento económico (valor)	103,1	103,1	103,3	102,1	102,7	104,4	104,9	104,5	106,2
<b>Mercado de trabalho</b>									
População empregada <sup>2</sup>	2,2	2,6	2,4	2,7	2,6	2,8	...	...	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	11,3	10,5	11,4	10,3	10,5	9,9	...	...	...
Inscritos na Segurança Social <sup>3</sup>	2,4	2,3	2,3	2,2	2,3	2,4	2,5	2,4	2,3
<b>PIB</b>	3,5	2,8	3,0	2,8	2,7	2,6	...	...	...

**Preços**

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
Inflação global	2,8	2,7	2,7	2,2	2,8	3,0	3,0	2,9	2,4
Inflação subjacente	2,9	2,3	2,2	2,3	2,4	2,6	2,6	2,6	2,6

**Setor externo**

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
<b>Comércio de bens</b>									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	0,2	...	3,3	2,0	0,8	...	0,8	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	0,1	...	4,2	4,1	4,6	...	4,5	...	...
<b>Saldo corrente</b>	50,7	...	47,8	48,6	48,7	...	48,7	...	...
Bens e serviços	66,3	...	63,5	63,7	62,1	...	62,1	...	...
Rendimentos primários e secundários	-15,7	...	-15,7	-15,1	-13,4	...	-13,4	...	...
<b>Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento</b>	68,7	...	66,6	67,6	67,1	...	67,4	...	...

**Crédito e depósitos dos setores não financeiros<sup>4</sup>**

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
<b>Depósitos</b>									
Depósitos das famílias e empresas	5,1	4,7	4,6	3,9	4,9	4,7	4,7	4,7	...
À ordem e poupança	2,0	6,6	3,1	5,0	7,2	6,6	7,0	6,6	...
A prazo e com pré-aviso	23,5	-4,5	12,6	-1,5	-6,6	-4,5	-6,6	-4,5	...
Depósitos das Adm. Públicas <sup>5</sup>	23,1	4,9	24,4	25,5	7,2	4,9	1,4	4,9	...
<b>TOTAL</b>	6,3	4,8	5,9	5,4	5,1	4,8	4,4	4,8	...
<b>Saldo vivo de crédito</b>									
Setor privado	0,7	3,4	1,7	2,6	2,8	3,4	3,1	3,4	...
Empresas não financeiras	0,4	2,9	1,6	2,5	2,3	2,9	2,5	2,9	...
Famílias - habitação	0,3	3,5	1,4	2,3	2,9	3,5	3,1	3,5	...
Famílias - outros fins	2,3	4,5	3,1	-261,4	-278,2	4,5	4,5	4,5	...
Administrações Públicas	-2,6	10,7	-0,3	5,3	12,9	10,7	12,3	10,7	...
<b>TOTAL</b>	0,5	3,9	1,6	2,7	3,4	3,9	3,7	3,9	...
<b>Taxa de incumprimento (%)<sup>6</sup></b>	3,3	...	3,2	3,0	2,9	...	2,8	...	...

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

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

## ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

Todos os estudos e publicações do BPI estão disponíveis em: [www.bancobpi.pt](http://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.



*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., 2026

© CaixaBank, S.A., 2026

Design e produção: [www.cegegglobal.com](http://www.cegegglobal.com)

