

IM12

INFORMAÇÃO MENSAL
DEZEMBRO 2025



ECONOMIAS E MERCADOS INTERNACIONAIS

ECONOMIA INTERNACIONAL

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

*Diversificação das exportações da UE para
além das tarifas de Trump*

ECONOMIA PORTUGUESA

*Taxa de Poupança das famílias:
caracterização e perspetivas*

*Detalhes da balança corrente portuguesa
até ao 3T 2025*

*Despesa pública em Portugal: onde é que
o Estado gasta as receitas?*

*A Saúde em Portugal – mais longevidade,
mas a que custo?*

INFORMAÇÃO MENSAL**Dezembro 2025**

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

Paula Carvalho

Economista Chefe

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com
research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista Chefe

José Ramón Díez

Diretor de Economias e
Mercados Internacionais

Oriol Aspachs

Diretor de Economia Espanhola

Sandra Jódar

Diretora de Planeamento Estratégico

Adrià Morron Salmeron

e Oriol Carreras

Coordenadores da *Informação Mensal*

Data de fecho desta edição:
5 de dezembro de 2025

ÍNDICE**1 EDITORIAL****3 PONTOS CHAVE DO MÊS****4 PREVISÕES****7 MERCADOS FINANCEIROS****10 ECONOMIA INTERNACIONAL**

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

14 *Diversificação das exportações da UE para além das tarifas de Trump*

19 ECONOMIA PORTUGUESA

21 *Taxa de Poupança das famílias: caracterização e perspetivas*

23 *Detalhes da balança corrente portuguesa até ao 3T 2025*

25 *Despesa pública em Portugal: onde é que o Estado gasta as receitas?*

27 *A Saúde em Portugal – mais longevidade, mas a que custo?*

30 ECONOMIA ESPANHOLA

Portugal: expansão sustentada, desafios no setor externo

A economia portuguesa tem sido uma das mais bem-sucedidas nos últimos anos, e isso é bem evidente em vários destaques e reconhecimento internacionais, entre os quais recentemente pela revista «The Economist». Efetivamente Portugal tem vindo a crescer de forma sistemática acima da média de expansão dos países da zona euro; tem uma inflação controlada e próxima dos 2%, tidos como referencial de estabilidade de preços para as economias desenvolvidas; o mercado de trabalho pode considerar-se em pleno emprego e a criação de postos de trabalho não pára de surpreender; e os grandes desequilíbrios estão esbatidos, nomeadamente ao nível do endividamento externo e internamente das empresas, famílias e Estado.

Todavia, este ano tem sido evidente alguma vulnerabilidade nas contas externas, que analisamos num artigo nesta publicação («Detalhes da Balança Corrente portuguesa até ao 3T 2025»): a balança corrente, que espelha o saldo entre os pagamentos e recebimentos ao exterior, deteriorou-se significativamente ao longo de 2025, tendo piorado o seu saldo em cerca de 2 mil milhões de euros (equivalente a 0,7% do PIB) nos primeiros nove meses do ano, comparativamente ao período homólogo. E, como explicamos, este agravamento fica a dever-se em grande parte à pioria substancial do défice da balança de bens excluindo energia, que se agravou em cerca de 1 p. p. do PIB, alcançando -7,2% do PIB até setembro. Apesar de tudo este agravamento foi compensado pelo excedente da Balança de Serviços (Turismo, Transportes e Outros serviços), melhoria do saldo de Rendimentos (sobretudo devido à entrada de Fundos comunitários que é parcialmente aqui refletida) e menor défice na balança energética.

Analisando a componente de exportações de bens por país, vemos que se confirma o impacto negativo da imposição de tarifas pelos EUA; quer via maior incerteza, quer via fragilidade no crescimento dos principais parceiros, quer em termos diretos nas trocas comerciais com os EUA. Efetivamente, segundo a informação disponibilizada pelo INE, as exportações para os países da UE abrandaram significativamente (aumento de apenas 2,8% face a 3,2% no final de 2024) enquanto as vendas para os EUA recuaram 11% nos primeiros dez meses de 2025; ou seja, exportou-se menos cerca de 500 milhões de euros, passando este destino a representar apenas cerca de 6% do total exportado (7% em 2024).

Por outro lado, na balança comercial reflete-se também a aceleração e a boa performance do Investimento. Segundo o INE, o avanço das importações está a ser influenciado pelo aumento das compras de bens industriais e de materiais de transporte que, conjuntamente contribuíram com 4,5 p. p. para o avanço das importações globais no acumulado do ano até outubro. Isto significa que a dinâmica destes agregados, em parte direcionados para a formação bruta de capital fixo, justificou mais de 80% do avanço das importações. Recordamos que o Investimento aumentou 27% desde o pré-pandemia, sendo a rúbrica da Procura Agregada que mais expandiu neste período. Adicionalmente, tendo em conta os primeiros 9 meses de 2025, verificamos que a Formação Bruta de Capital cresceu acima de 6% em termos anuais, médios, sendo que no 3T 2025 o contributo do investimento em material de transporte foi muito expressivo, contribuindo em mais de 40% para a expansão do agregado.

Em suma, a evolução das constas externas não é, por ora, preocupante e pode mesmo ser a antecâmara de um reforço da produtividade e aceleração da convergência. Efetivamente, no nosso quadro de previsões contamos que este seja um efeito temporário, muito derivado também das oscilações de sentimento causadas pela política comercial errática dos EUA, cujo efeito tenderá a esbater-se. Todavia, é mais um dos segmentos que justifica monitorar de perto, procurando confirmar a melhoria de competitividade externa que tem transparecido nos registos dos últimos anos.

Paula Carvalho
Dezembro 2025

Cronologia

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

Agenda

<div>DEZEMBRO 2025</div> <div>3 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (novembro). Portugal: produção industrial (outubro).</div> <div>9-10 Comité de Mercado Aberto da Fed.</div> <div>10 Portugal: comércio internacional (outubro).</div> <div>17 Espanha: inquérito trimestral do custo da mão de obra (3T).</div> <div>18 Conselho do Banco Central Europeu.</div> <div>19-20 Conselho Europeu.</div> <div>23 Espanha: contas nacionais trimestrais (3T). Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (outubro e 3T). Espanha: balança de pagamentos e PIIL (3T). Portugal: detalhe do PIB (3T). Portugal: preços da habitação (3T).</div> <div>26 Portugal: rácio de incumprimento (3T).</div> <div>30 Espanha: estimativa rápida do IPC (dezembro). Espanha: taxa de poupança das famílias (3T).</div> <div>31 Portugal: estimativa rápida do IPC (dezembro).</div>	<div>JANEIRO 2026</div> <div>5 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (dezembro).</div> <div>7 Portugal: emprego e desemprego (novembro). Zona Euro: previsão do IPC (dezembro).</div> <div>8 Zona Euro: índice de sentimento económico (dezembro).</div> <div>9 Espanha: contas financeiras (3T).</div> <div>16 China: PIB (4T).</div> <div>26 Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (novembro).</div> <div>27 Espanha: inquérito à população ativa (4T). Portugal: avaliação bancária da habitação (dezembro).</div> <div>27-28 Comité do Mercado Aberto do Fed.</div> <div>29 EUA: PIB (4T).</div> <div>30 Espanha: estimativa rápida do PIB (4T). Espanha: estimativa rápida do IPC (janeiro). Portugal: estimativa rápida do PIB (4T). Portugal: estimativa rápida do IPC (janeiro). Portugal: execução orçamental (dezembro). Portugal: atividade turística (dezembro). Zona Euro: PIB da Zona Euro (4T). Zona Euro: índice de sentimento económico (janeiro).</div>
--	--

Geopolítica e inteligência artificial: uma nova corrida à hegemonia global

Com poucas novidades no panorama económico e financeiro, para além dos últimos ajustes nas negociações comerciais que elevaram a tarifa média efetiva dos EUA para 13,8%, a atenção nas últimas semanas do ano continua focada nas duas principais questões que irão moldar o desempenho da economia a médio prazo: a geopolítica e o investimento em inteligência artificial (IA). Para a Europa, embora os desafios relacionados com a demografia, a transição energética e a competitividade sejam importantes, o principal desafio a curto prazo é a geopolítica (acesso a terras raras, segurança económica, defesa, Ucrânia, entre outros), seguida e intrinsecamente ligada à necessidade de se posicionar dentro da cadeia de valor da IA.

No âmbito geoeconómico, e devido à diminuição das tensões em Gaza, a atenção centra-se agora nos esforços diplomáticos para pôr fim à guerra na Ucrânia. Um cessar-fogo teria um efeito ligeiramente negativo, pelo menos no curto prazo, nos preços das *commodities* energéticas, cuja intensidade dependeria das condições para o regresso da Rússia aos mercados. O impacto positivo do choque de oferta (e da redução da incerteza) na economia da UE seria limitado, uma vez que o crude russo não é importado desde o início da guerra e as compras de gás natural diminuiram significativamente nos últimos anos. De facto, o objetivo é que a UE se desvincule completamente da energia russa até 2027. Por conseguinte, o fim do conflito compensaria o impacto negativo das tarifas americanas e impulsionaria o crescimento europeu no limite superior do intervalo de 1%-1,5%, embora o que será crucial para a atividade económica a médio prazo seja o plano de reconstrução da Ucrânia (estimado em quase 500 mil milhões de euros pelo Banco Mundial) e o seu financiamento (atualmente incerto). No âmbito da política monetária, os efeitos de curto prazo sobre a inflação de um choque de oferta de baixa intensidade não deverão alterar o roteiro do BCE, dado que as expectativas de preços parecem firmemente ancoradas em 2% e as taxas de juro se encontram em território neutro, onde é mais fácil harmonizar as diferentes sensibilidades existentes no seio do Conselho de Governadores da autoridade monetária europeia.

No entanto, e embora o potencial transformador de uma geopolítica sujeita tanto aos ditames da transacionalidade como à geometria variável das relações internacionais seja muito importante, o potencial ligado ao desenvolvimento da IA não é menos relevante. Como salienta Giuliano da Empoli no seu mais recente livro «*A Hora dos Predadores*», se

o grande dilema que enfrentámos no século XX foi a relação entre o Estado e o mercado, no século XXI a escolha é entre o homem e a máquina e, especificamente, que aspetos das nossas vidas devem ser reservados à inteligência humana e quais devem ser confiados à IA. Neste contexto, ao longo do último ano, distraídos pelo fenómeno Trump, temos negligenciado uma aceleração sem precedentes nos investimentos em IA, que se está a tornar o principal motor de crescimento nos EUA. Os investimentos em tecnologia nos EUA, incluindo software, hardware, centros de dados e a eletricidade utilizada nas centrais de produção de energia para alimentar todo o processo, deverão aproximar-se este ano dos 1,4 biliões de dólares (quase 5% do PIB), muito acima da média de 3,1% dedicada a estas áreas desde a década de 1970. Adicionalmente, mais de 25% deste investimento foi feito pelos cinco maiores hiperescaladores. A questão é saber quanto tempo levará até vermos os efeitos na produtividade e qual será a intensidade da substituição do fator trabalho pelo fator capital no curto prazo.

Com todos os principais intervenientes a acelerarem as suas apostas por receio de que o primeiro a cruzar a linha da meta colha todos os frutos, é altura de a Europa acelerar as decisões estratégicas (como a InvestIA ou o Plano de Ação para a IA) relativamente ao seu posicionamento na cadeia de valor, tendo em conta as suas atuais fragilidades tanto na primeira fase (hardware/semicondutores) como na capacidade computacional. A resposta europeia deverá combinar novas iniciativas de investimento, uma regulamentação mais eficaz e competências reforçadas, com o objetivo de colmatar a lacuna com os EUA e reduzir as suas dependências.

A realidade é que estamos a assistir não apenas a um ciclo tecnológico ou a uma potencial bolha de valorização, mas a uma mobilização maciça de capital em tempos de conflito. A ascensão da IA tornou-se o Projeto Manhattan dos tempos modernos: uma corrida em que a computação substituiu o urânio e as redes elétricas substituem as centrais de enriquecimento. Portanto, apesar das fragilidades financeiras, éticas e de sustentabilidade do processo, assistiremos a uma aceleração no curto prazo, uma vez que o que está em causa não é apenas o lucro ou a rentabilidade, mas também a hegemonia e a liderança da economia global a médio prazo. Isto não tem nada a ver com a bolha *dot com*. É tempo de passar da teoria à prática, sendo capazes de distinguir a transformação estrutural em curso da mera especulação financeira.

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

Previsões

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

Economia internacional

	Média 2000-2007	Média 2008-2019	Média 2020-2022	2023	2024	2025	2026
CRESCIMENTO DO PIB¹							
Mundial	4,3	3,3	2,5	3,5	3,3	3,1	3,1
Países desenvolvidos	2,7	1,5	1,7	1,8	1,8	1,6	1,6
Estados Unidos	2,7	1,8	2,1	2,9	2,8	1,8	1,9
Zona Euro	2,3	0,9	1,3	0,5	0,8	1,3	1,2
Alemanha	1,6	1,3	0,4	-0,7	-0,5	0,2	1,1
França	2,3	1,0	0,7	1,6	1,1	0,6	0,7
Itália	1,5	-0,3	1,6	0,8	0,5	0,5	0,7
Portugal	1,5	0,4	1,5	3,1	2,1	1,8	2,0
Espanha	3,6	0,7	0,7	2,5	3,5	2,9	2,1
Japão	1,4	0,4	-0,2	1,5	0,1	1,0	1,0
Reino Unido	2,8	1,2	1,0	0,4	1,1	1,3	1,2
Países emergentes e em desenvolvimento	6,3	4,9	3,1	4,7	4,3	4,2	4,0
China	10,6	8,0	4,7	5,4	5,0	4,6	4,0
Índia	7,2	6,7	3,8	8,9	6,7	6,8	6,6
Brasil	3,6	1,6	1,5	3,2	3,4	2,0	1,8
México	2,3	1,5	0,5	3,4	1,4	0,8	1,4
Rússia	-	1,4	0,6	4,1	4,3	1,7	1,3
Turquia	5,5	4,5	6,3	6,6	3,3	3,2	2,9
Polónia	4,1	3,7	3,5	0,2	3,0	3,5	3,3
INFLAÇÃO							
Mundial	4,1	3,7	5,5	6,6	5,7	4,2	3,9
Países desenvolvidos	2,1	1,6	3,7	4,6	2,6	2,4	2,2
Estados Unidos	2,8	1,8	4,6	4,1	3,0	2,8	2,8
Zona Euro	2,2	1,4	3,7	5,4	2,4	2,1	2,0
Alemanha	1,7	1,4	4,1	6,0	2,5	2,2	2,1
França	1,9	1,3	2,8	5,7	2,3	1,1	1,7
Itália	2,4	1,4	3,5	5,9	1,1	1,8	1,7
Portugal	3,1	1,1	3,0	4,3	2,4	2,3	2,1
Espanha	3,2	1,3	3,7	3,5	2,8	2,5	2,0
Japão	-0,3	0,4	0,7	3,3	2,7	1,5	1,5
Reino Unido	1,6	2,3	4,2	7,3	2,5	3,4	2,5
Países emergentes e em desenvolvimento	6,9	5,5	6,8	8,0	7,7	5,3	4,9
China	1,7	2,6	1,8	0,2	0,2	0,0	1,0
Índia	4,6	7,3	6,1	5,7	5,0	4,6	4,4
Brasil	7,3	5,7	6,9	4,6	4,4	4,9	4,2
México	5,2	4,2	5,7	5,5	4,7	4,4	3,7
Rússia	14,2	7,9	8,0	5,9	8,5	8,4	6,0
Turquia	22,6	9,6	34,7	53,9	58,5	36,1	26,1
Polónia	3,5	1,9	7,4	10,8	3,7	3,5	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
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	1,8	0,5	1,2	2,3	3,0	3,2	2,3
Consumo das Adm. Públicas	2,2	-0,3	2,0	1,8	1,5	1,5	1,5
Formação bruta de capital fixo	-0,4	-0,7	2,9	6,0	3,8	2,6	5,5
Bens de equipamento	3,4	2,7	5,5	8,6	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	2,8
Exportação de bens e serviços	5,3	4,0	3,6	4,2	3,1	1,0	2,7
Importação de bens e serviços	3,6	2,7	4,0	2,3	4,8	4,6	4,3
Produto interno bruto	1,5	0,4	1,5	3,1	2,1	1,8	2,0
Outras variáveis							
Emprego	0,4	-0,4	1,1	2,3	1,2	2,3	0,9
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,1	11,4	6,6	6,5	6,4	6,3	6,4
Índice de preços no consumidor	3,1	1,1	3,0	4,3	2,4	2,3	2,1
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-9,2	-2,8	-1,1	0,6	2,2	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 público (% PIB)	-4,5	-5,1	-3,0	1,3	0,5	-0,1	-1,2

Previsões

Economia espanhola

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

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

Previsões

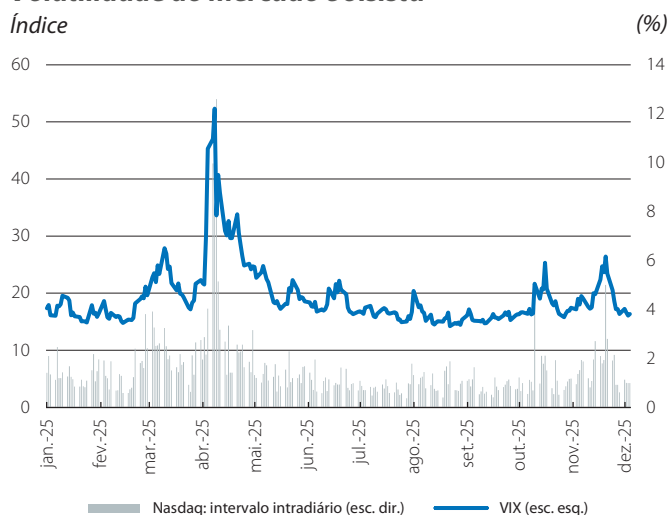
Os receios do mercado acionista são substituídos pelo otimismo da Fed

A volatilidade retorna. O mês de novembro foi dominado por um notável pico de volatilidade no mercado bolsista, no meio de preocupações sobre uma possível exuberância em torno dos investimentos em inteligência artificial nos EUA e das elevadas valorizações das grandes empresas tecnológicas. O índice de volatilidade do mercado bolsista norte-americano (VIX) recuperou para níveis não observados desde abril, e o Nasdaq registou o seu dia mais brusco desde então, com uma oscilação intradiária de até 5%. Em grande parte do mês, o tom dominante foi de aversão ao risco, com quedas generalizadas nos principais índices de ações mundiais. Contudo, o sentimento recuperou no final de novembro, com a expectativa de que a Reserva Federal dos EUA poderia continuar a reduzir as taxas de juro em dezembro a ganhar força. Com esta expectativa, as *yields* dos títulos do Tesouro dos EUA desceram. Porém, o foco final deslocou-se para o Japão, onde as preocupações com as perspectivas orçamentais empurraram as *yields* de longo prazo para máximos históricos.

As expectativas de redução das taxas de juro nos EUA estão a aumentar. A decisão de dezembro da Reserva Federal tem estado envolta em grande incerteza devido, primeiramente, à falta de dados oficiais causada pela paralisação do Governo federal e, em segundo lugar, à crescente divisão interna entre os membros do Conselho de Administração sobre a trajetória adequada das taxas de juro (dado o contexto atual de arrefecimento do mercado de trabalho e pressões ascendentes sobre a inflação). Porém, no final de novembro, a publicação de inquéritos sobre a confiança dos consumidores algo deteriorados, a queda do emprego refletida nos dados relativos aos salários dos trabalhadores do setor privado e o fraco crescimento das vendas a retalho, juntamente com a mudança de sentimento de alguns membros no sentido de posições mais acomodáticas, cimentaram a expectativa de uma redução da taxa em dezembro (que deixaria a taxa de referência no intervalo 3,50%-3,75%). Surgiu também a informação de que o Presidente Trump já decidiu a sua nomeação para o futuro presidente da Fed, em substituição de Jerome Powell (cujo mandato como presidente termina em maio próximo, embora o seu cargo no Conselho só termine em 2028). Embora Trump não tenha revelado formalmente o nome do seu sucessor, as casas de apostas têm Kevin Hassett, o atual chefe do Conselho Económico Nacional dos EUA, como o favorito absoluto, alimentando as expectativas de que as taxas continuarão a cair para valores neutros no próximo ano. Pelo contrário, as expectativas em relação ao BCE permaneceram ancoradas, com o mercado a atribuir uma probabilidade próxima de 0% a um corte em dezembro e a manter a taxa *depo* cotada em cerca de 2% durante todo o ano de 2026, num contexto de inflação praticamente dentro do objetivo e de riscos inflacionistas equilibrados em ambas as direções.

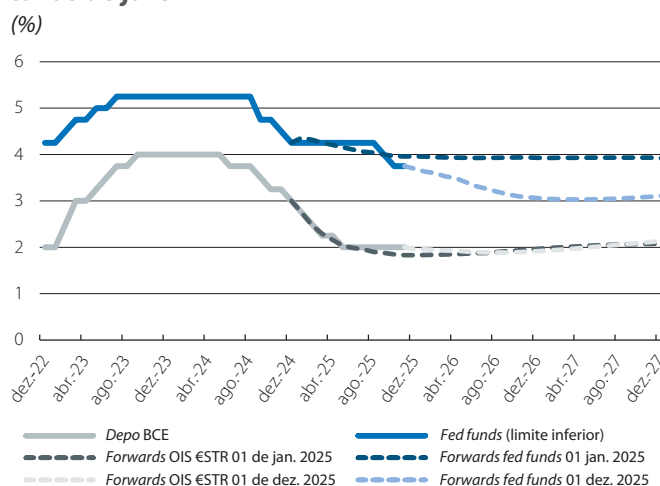
O Japão como foco nos mercados de dívida soberana. No Japão, a crescente expectativa de uma expansão orçamental impulsionada pelo novo Governo japonês, e a consequente preocupação com a dívida pública, desencadeou uma forte venda de obrigações soberanas, que levou a rendibilidade soberana a 30 anos para máximos históricos (cerca de 3,5%), acumulando uma subi-

Volatilidade do mercado bolsista



Nota: o intervalo intradiário refere-se à diferença entre o máximo e o mínimo observados no dia.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

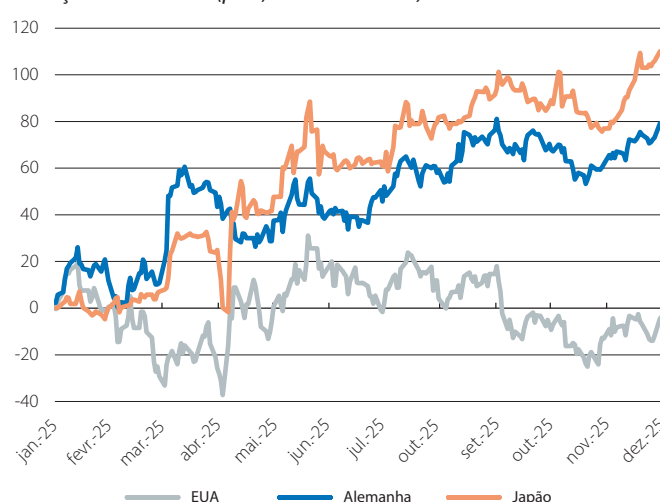
Expetativas do mercado relativamente às taxas de juro



Fonte: BPI Research, com base em dados do BCE, da Reserva Federal dos EUA e da Bloomberg.

Taxas de juro soberanas a 30 anos

Variação acumulada (p. b., 0 = 01/01/2025)



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

da de cerca de 100 p. b. no ano. O aumento do índice de referência a 2 anos, que ultrapassou 1,0%, o nível mais elevado desde 2007, foi então reforçado pela percepção de uma possível subida das taxas de juro pelo Banco do Japão (os mercados estão a prever uma subida em dezembro e outra no final de 2026 com uma probabilidade de 100%). Noutras economias, a dívida soberana manteve uma dinâmica menos brusca. O *bund* alemão recuperou cerca de 10 p. b. até ao início de dezembro, enquanto os prémios de risco da periferia da Zona Euro diminuíram ligeiramente, apoiados por uma revisão positiva da qualidade de crédito da Itália (a Moody's melhorou a Itália, pela primeira vez em 23 anos, de Baa3 para Baa2, citando a estabilidade política e os progressos nos planos de recuperação). Nos EUA, as rentabilidades desceram com o reforço das expectativas de uma redução da Fed em dezembro. O prazo a 2 anos recuou cerca de 5 p. b.

O iene japonês em foco. Neste contexto, o iene enfraqueceu em relação ao dólar, à medida que as *yields* dos títulos do Tesouro japoneses recuperavam fortemente. Contudo, o movimento foi posteriormente moderado à medida que os mercados começaram a descontar a possibilidade de uma subida das taxas pelo Banco do Japão antes do final do ano, e o iene acabou por se desvalorizar 1,5%. O cruzamento euro/dólar manteve-se relativamente estável, sendo transacionado entre 1,15 e 1,16 dólares por euro, fixando-se em 1,16, com o reforço das expectativas de um próximo corte das taxas da Fed.

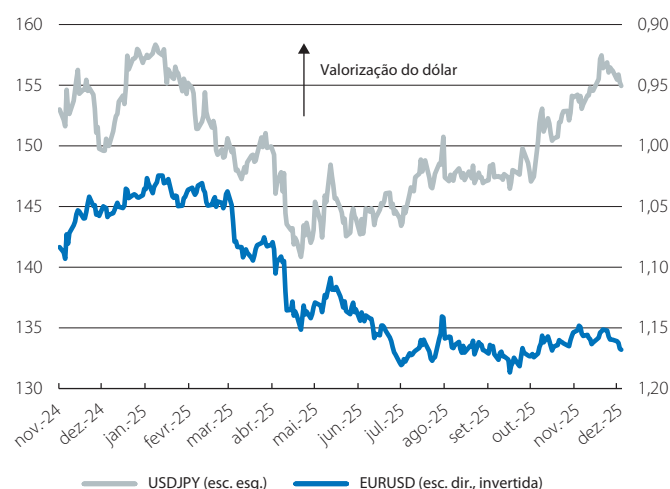
Um mês de vaivém nos mercados acionistas devido ao nervosismo das empresas tecnológicas e às expectativas da Fed. Este mês foi marcado por episódios de grande volatilidade e um sentimento geral de pessimismo, especialmente face às elevadas valorizações do setor tecnológico. O forte *rally* iniciado em abril fez uma pausa e a maioria dos índices globais registou quedas durante a maior parte de novembro, lideradas pelos setores mais cíclicos (tecnologia, indústria), enquanto os setores defensivos (cuidados de saúde, recursos básicos e consumo não cíclico) apresentaram um desempenho relativamente superior. Todavia, a expectativa de um corte por parte da Fed reativou a apetência pelo risco e os índices começaram a recuperar no final do mês, com as subidas lideradas por estes setores mais cíclicos. Globalmente, o S&P 500 terminou o mês praticamente estável, o Nasdaq terminou com ligeiras perdas e os índices da Zona Euro foram mistos. O IBEX 35 fechou claramente em terreno positivo e ultrapassou a média europeia, impulsionado pelo bom desempenho dos setores financeiro e dos materiais.

Negociações de paz na Ucrânia fazem baixar os preços da energia. Os preços das matérias-primas energéticas registaram descidas generalizadas em novembro. Apesar das sanções impostas pelos EUA às duas maiores empresas petrolíferas russas e do anúncio da OPEP de que deixará de aumentar a produção no 1T 2026, os preços continuaram a cair na expectativa da possível assinatura de um cessar-fogo ou de um acordo de paz entre a Rússia e a Ucrânia. A referência de gás TTF desceu abaixo dos 30 euros/MWh pela primeira vez em mais de um ano e meio, e o preço do petróleo Brent fechou o mês dois dólares abaixo dos níveis de outubro, em cerca de 63 dólares. Em contrapartida, os metais tiveram um mês positivo, num contexto de aumento da volatilidade e de procura por ativos de refúgio. O ouro recuperou, atingindo os 4.200 dólares por onça no início de dezembro, aproximando-se dos máximos de outubro. A prata atingiu um máximo histórico de 58,5 dólares por onça e acumulou ganhos de quase 95% até agora este ano.

Moedas face ao dólar

(Iene por dólar)

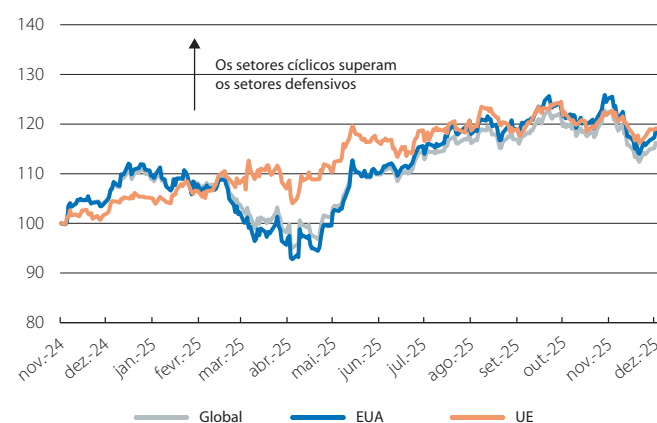
(Dólar por euro)



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

Bolsa: desempenho dos setores cíclicos vs. defensivos

Índice (100 = 01/11/2024)

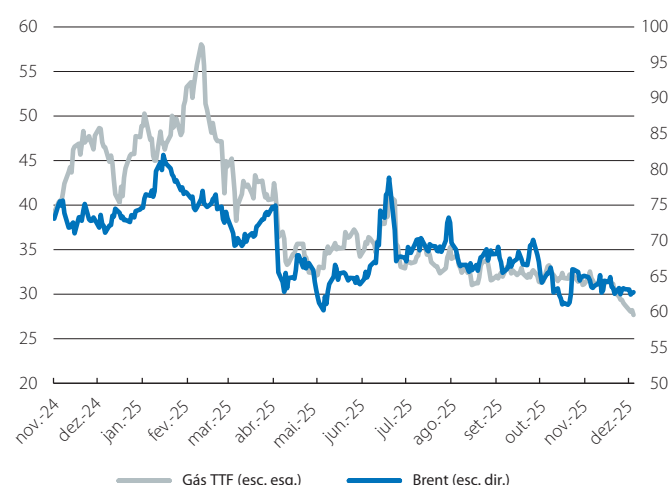


Notas: Desempenho relativo calculado como a razão entre o valor do índice cíclico e o do índice defensivo. Para os EUA e a nível mundial, os índices são propriedade da MSCI; para a UE, do STOXX 600.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

Preços das matérias-primas energéticas

(Euro/MWh)

(Dólar/barril)



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

Taxas de juro (%)

	30-novembro	31-outubro	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2025 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	2,15	2,15	0	-100,0	-125,0
Euribor 3 meses	2,06	2,04	2	-65,4	-87,4
Euribor 12 meses	2,21	2,20	1	-25,1	-25,2
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	1,97	1,88	9	-27,6	-27,9
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,03	1,97	6	-5,3	7,8
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,69	2,63	6	32,2	60,1
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,16	3,14	2	10,3	37,2
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,01	2,99	1	15,7	46,6
EUA					
Fed funds (limite inferior)	3,75	3,75	0	-50,0	-75,0
SOFR 3 meses	3,79	3,89	-10	-51,8	-67,9
Dívida pública a 1 ano	3,59	3,68	-9	-55,2	-68,8
Dívida pública a 2 anos	3,49	3,57	-8	-75,2	-66,2
Dívida pública a 10 anos	4,01	4,08	-6	-55,6	-15,5

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	30-novembro	31-outubro	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2025 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	53	55	-2	-4,8	-3,1
Itraxx Financeiro Sénior	57	59	-2	-7,2	-5,9
Itraxx Financeiro Subordinado	97	100	-3	-15,0	-13,8

Taxas de câmbio

	30-novembro	31-outubro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2025 (%)	Variação homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,160	1,154	0,5	12,0	9,7
EUR/JPY (ienes por euro)	181,160	177,670	2,0	11,3	14,4
EUR/GBP (libras por euro)	0,876	0,877	-0,1	5,9	5,5
USD/JPY (ienes por dólar)	156,180	153,990	1,4	-0,6	4,3

Matérias-primas

	30-novembro	31-outubro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2025 (%)	Variação homóloga (%)
Índice Bloomberg de matérias primas	110,4	107,3	2,9	11,8	12,5
Brent (\$/barril)	63,2	65,1	-2,9	-15,3	-13,4
Ouro (\$/onça)	4.239,4	4.002,9	5,9	61,5	60,4

Mercado acionista

	30-novembro	31-outubro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2025 (%)	Variação homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	6.849,1	6.840,2	0,1	16,4	13,5
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	5.668,2	5.662,0	0,1	15,8	18,0
Ibex 35 (Espanha)	16.371,6	16.032,6	2,1	41,2	40,6
PSI 20 (Portugal)	8.110,7	8.427,0	-3,8	27,2	26,4
Nikkei 225 (Japão)	50.253,9	52.411,3	-4,1	26,0	31,5
MSCI emergentes	1.366,9	1.401,6	-2,5	27,1	26,7

Boas notícias na economia global, mas com cautela

A economia global mantém o ritmo, porém os focos de instabilidade não desaparecem. Chegamos ao final de um ano marcado por desafios significativos (tarifas, tensões geopolíticas, adaptação tecnológica) que, no entanto, não prejudicaram a economia mundial. Além disso, há uma série de fatores que permitem encarar o 4T com certo otimismo. O acordo comercial entre os EUA e a China reduz a tensão entre as duas potências, não se observam pressões preocupantes sobre a inflação, a Fed poderá reduzir as taxas em dezembro e o BCE mostra-se confiante com a evolução da economia. Contudo, há elementos que sugerem cautela. Ao encerramento deste relatório, o Supremo Tribunal dos EUA continuava a debater se era legal Trump recorrer a um procedimento de emergência nacional para aplicar tarifas, evitando a aprovação do Congresso. Por outro lado, o *shutdown* dos EUA terá impacto sobre o crescimento a curto prazo e paralisou a publicação de dados oficiais muito relevantes para a tomada de decisões do Fed. Por outro lado, na Zona Euro, intensifica-se a divergência entre os países, com a França presa entre a viabilidade e a necessidade de ajustamento orçamental.

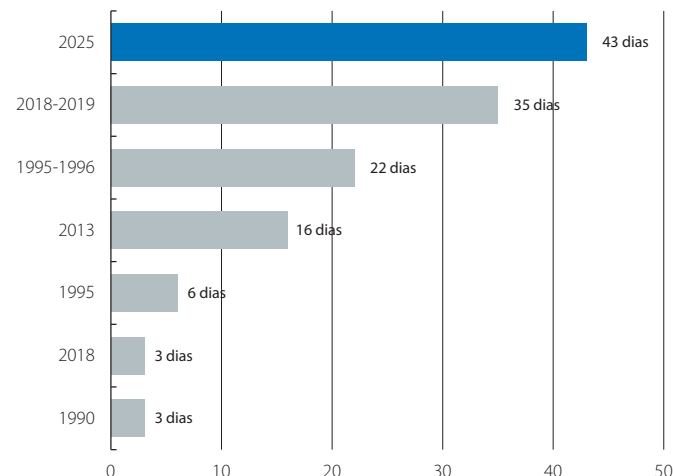
Os EUA enfrentam o impacto do *shutdown* mais longo da sua história. O Governo federal esteve fechado por 43 dias e, durante esse período, além do «apagão de dados», os funcionários federais não receberam os seus salários e os serviços e auxílios, muitas vezes essenciais para a população mais vulnerável, ficaram paralisados. Considera-se que, por cada semana de *shutdown*, o crescimento trimestral anualizado do PIB é reduzido em 0,15 p. p., embora cerca de 75% dessas perdas sejam recuperadas à medida que o funcionamento normal do Governo federal é restabelecido, pelo que poderá haver alguma volatilidade nos dados de atividade nos próximos meses.

Na sequência da abertura do Governo federal, foram publicados os dados relativos ao emprego em setembro, que apresentaram sinais contraditórios: a criação de emprego não agrícola superou as expectativas (119.000), mas os dados relativos a agosto foram revistos em baixa (-4.000 vs. 22.000 iniciais); com uma taxa de desemprego a subir 0,1 p. p. em setembro, para 4,4%, o máximo desde outubro de 2021. Por outro lado, a inflação mostrou-se bastante contida em setembro (últimos dados disponíveis): a inflação global aumentou 0,1 p. p., para 3,0%, com a inflação subjacente a diminuir 0,1 p. p., para 3,0%. Entretanto, observa-se uma certa divergência entre a confiança dos empresários e a dos consumidores: o índice de clima empresarial PMI estava, em novembro, em 54,2 pontos (50 é o limiar que marca crescimentos positivos), mas a confiança do consumidor continuou a cair em novembro, atingindo os mínimos de quatro anos. A este propósito, é importante referir que, durante o primeiro semestre, o crescimento dos EUA teria sido praticamente nulo se não fosse o extraordinário impulso dos investimentos tecnológicos associados ao arranque da IA, pelo que será interessante verificar se este padrão se mantém. Em resumo, o consenso dos analistas aponta para um crescimento de 0,3% em cadeia no 4T, após um crescimento esperado de 0,7% para o 3T (publicação adiada para 23 de dezembro devido ao *shutdown*).

A Zona Euro resiste, mas carece de impulso. Os principais indicadores de clima e opinião empresarial apontam que a economia da Zona Euro poderá manter taxas de crescimento em torno de 0,2% em cadeia no 4T, mas com divergências por países e setores. O índi-

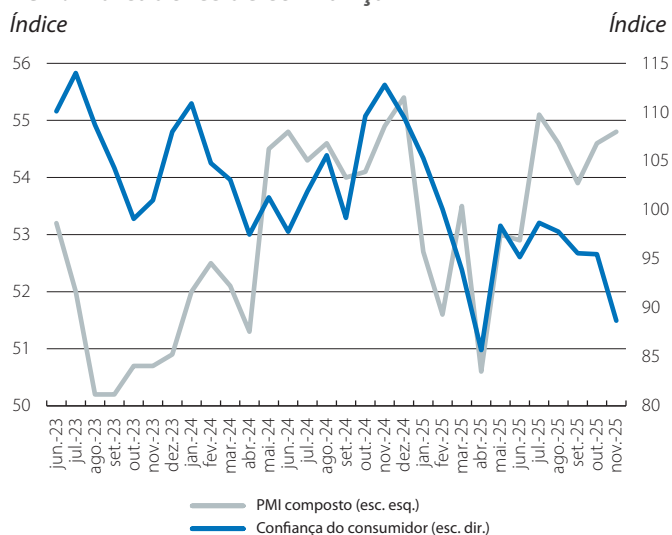
EUA: as paralisações mais longas da história

Data da paralisação e duração em dias



Fonte: BPI Research.

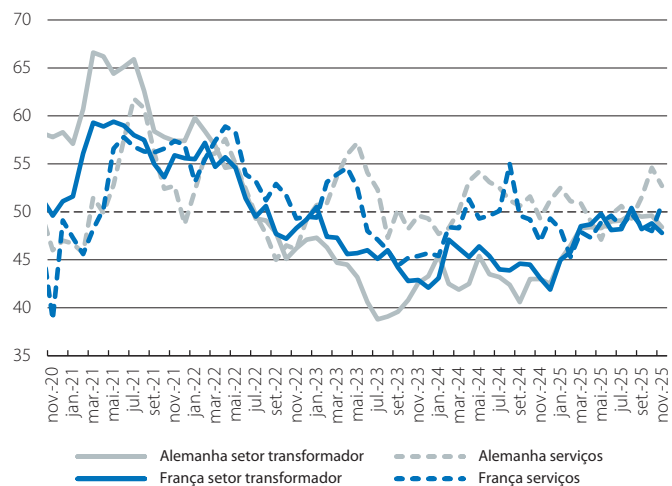
EUA: indicadores de confiança



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Conference Board e da S&P Global.

Zona Euro: PMI por componentes

Índice (>50 expansão, <50 contração)



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

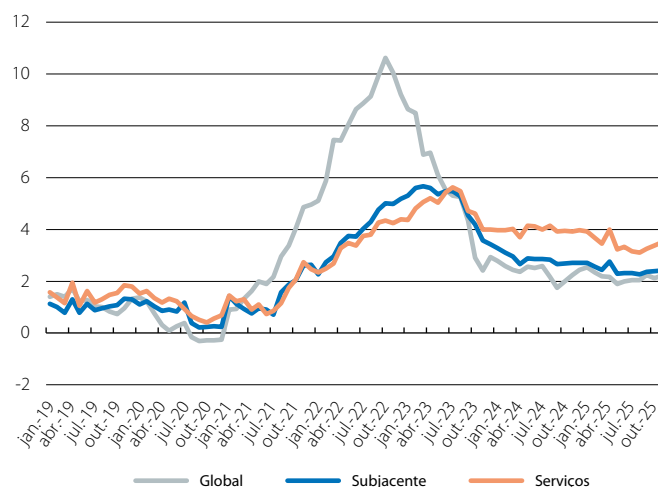
ce PMI composto situou-se em 52,8 em novembro, graças à resistência do setor de serviços, que compensou a renovada fraqueza da indústria transformadora, enquanto o índice de confiança económica da Comissão Europeia consolidou a subida do mês anterior e atingiu 97,0 (também graças principalmente aos serviços), o máximo desde abril de 2023, mas ainda abaixo do limiar de 100, que marca crescimentos próximos da sua média. Uma das razões para esta falta de dinamismo na região é a apatia da Alemanha, que, embora possa enfrentar um crescimento um pouco mais dinâmico no 4T, este será muito modesto (cerca de 0,2% em cadeia vs. 0,0% no 3T), devido ao atraso na implementação do plano de infraestruturas decorrente do atraso na aprovação do orçamento para 2025 (outubro deste ano). Com efeito, os dados do saldo federal da Alemanha mostram que, no acumulado de janeiro a outubro, a despesa total aumentou 9,0% em relação ao ano anterior, mas que a despesa em investimento em capital fixo é quase 1,8% inferior à do mesmo período de 2024 e que, a dois meses do final do ano, não chega a metade do nível objetivo fixado para todo o ano de 2025. Em contrapartida, a delicada situação política em França está a dificultar a aprovação dos orçamentos para 2026, com o desafio de reduzir o défice orçamental dos 5,4% do PIB previstos para este ano. Este clima de incerteza pode pesar sobre o crescimento no 4T, após fatores transitórios impulsionarem o PIB no 3T. Neste contexto de crescimento sustentado, porém fraco, a inflação na Zona Euro está em conformidade com a meta do BCE: em novembro, a inflação geral subiu 0,1 p. p., para 2,2%, e a inflação subjacente manteve-se pelo terceiro mês consecutivo em 2,4%, apesar do novo aumento da inflação nos serviços.

A China acentua o seu arrefecimento no final do ano. Os principais indicadores de atividade prolongam a desaceleração iniciada no verão, especialmente no investimento: o investimento em capital fixo acumulado até outubro caiu 1,7% em relação ao ano anterior, o pior resultado desde 2020. Apenas se registam crescimentos sólidos no investimento nos setores automóvel (17,5%) e dos transportes ferroviários, marítimos e aéreos (20,1%). Este desempenho coincide com o apresentado pela produção industrial, que em outubro moderou o seu crescimento homólogo de 0,6 p. p., para 4,9%, embora a produção nos setores de maior valor acrescentado continue a crescer fortemente (por exemplo, automóveis 17%, restantes transportes 15%, semicondutores 18%), o que corresponde às prioridades estabelecidas pelas autoridades chinesas no seu plano quinquenal. Os indicadores industriais mais recentes não mostram sinais de melhoria, com o PMI oficial do setor industrial em território de contração (49,2 pontos em novembro). Não obstante a capacidade de redirecionamento comercial da China diante das políticas tarifárias de Trump (os EUA passaram a ser seu terceiro mercado, enquanto o bloco ASEAN ocupa agora o primeiro lugar), os últimos números das exportações têm sido mais fracos (-1,1% homólogo em outubro, após +8,3% em setembro) num contexto de valorização do yuan (mais de 3,0% em relação ao dólar no ano).

Entretanto, o setor residencial continua a ser um grande obstáculo. Em outubro, os preços dos imóveis novos e usados registraram as maiores quedas mensais em um ano e, em muitas cidades, os preços já sofreram uma correção entre 20% e 30% em relação aos máximos, o que continua a prejudicar o investimento residencial (-15% homólogo no acumulado até outubro) num contexto de fraqueza da procura. Em suma, a meta do governo de um crescimento de 5,0% para este ano parece praticamente garantida.

Zona Euro: IHPC

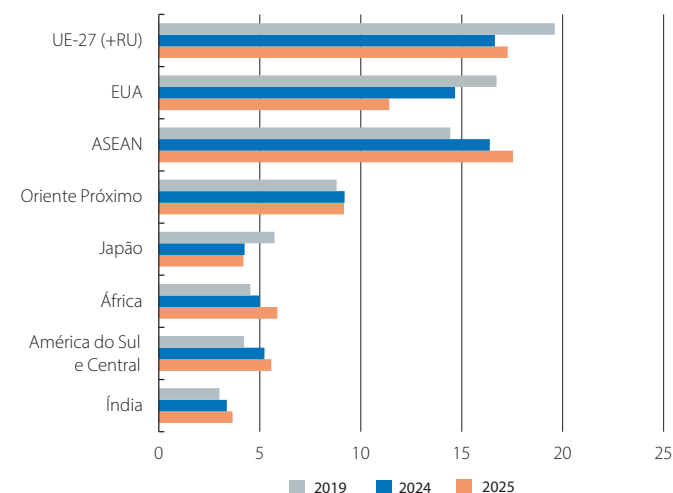
Varição homóloga (%)



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

China: quota de exportação por destino

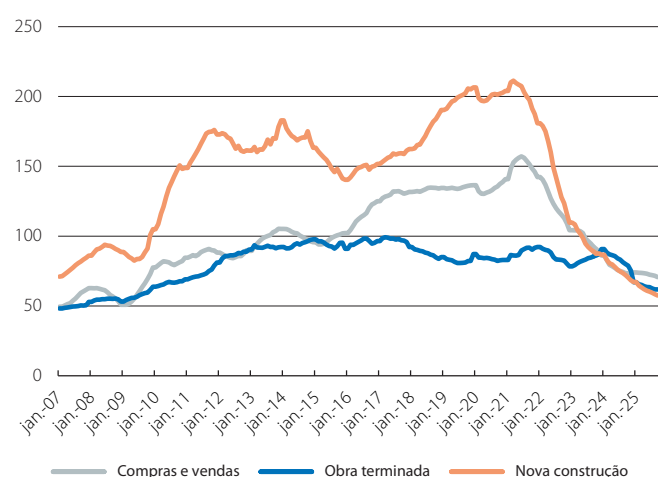
Total de exportações (%)



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

China: setor imobiliário

(Milhões m²)*



Nota: * Média de 12 meses.

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

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

Nestas últimas décadas, a China conseguiu mudar o seu perfil exportador e importador com a ajuda da Iniciativa «Uma Faixa, uma Rota» (BRI), que tentou facilitar o comércio com mercados estrangeiros. Um dos aspetos mais importantes deste projeto é a melhoria do acesso a fatores de produção essenciais para o desenvolvimento da sua indústria. Assim como aconteceu com os destinos das suas exportações, as origens das suas importações também se diversificaram nos últimos anos, embora não ao nível dos produtos, onde as importações aumentaram a sua concentração.¹

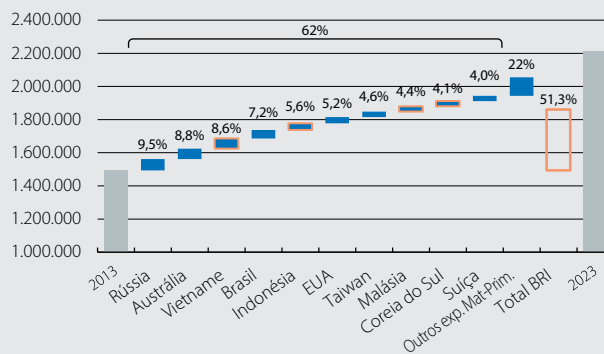
Perfil importador da China: grande consumidor de matérias-primas

Assim como aconteceu com as exportações,² os países que fazem parte da BRI são responsáveis por mais da metade do aumento das importações da China (ver o primeiro gráfico) na última década. No *top 10* dos países de origem que mais contribuíram para o aumento das importações chinesas, encontram-se quatro países que fazem parte da iniciativa (18 no *top 30*), bem como a Rússia, um aliado próximo, mas sem participação oficial na BRI. O *top 10* explica 62% do aumento total das importações da China ao longo do período (vs. 46% no caso das exportações). Neste *top 10*, os três maiores exportadores de *commodities* (Rússia, Austrália e Brasil) explicam 25%. Do mesmo modo, muitos países registaram aumentos substanciais das suas exportações de *commodities* para a China, como minérios metálicos (Indonésia), crude (Malásia) ou ouro (Suíça), bem como uma diminuição da quota das exportações de eletrónica e maquinaria, com exceção da Coreia do Sul e de Taiwan, ambos com aumentos relevantes em circuitos integrados.³

Análises mais detalhadas do perfil das importações ao nível do produto (nível de desagregação HS4) oferecem maior clareza sobre a voracidade chinesa por matérias-primas na última década. Entre os produtos que mais contribuíram para o aumento das importações provenientes da China no período em análise encontram-se várias matérias-primas, incluindo produtos energéticos e metais, como o crude (que representa 17% do aumento), o gás natural (9,7%), os

China: importações totais e contribuições por país

(Milhões de dólares)

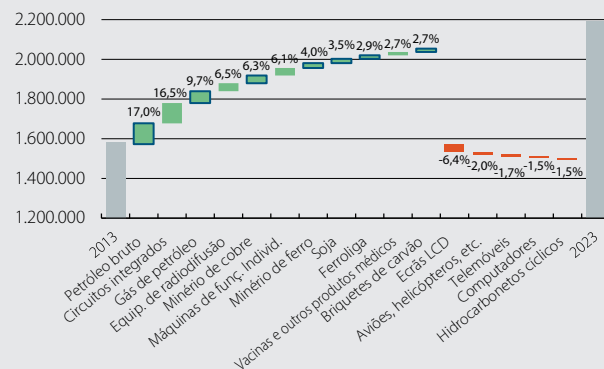


Nota: As colunas com margens a laranja correspondem a países com participação oficial na Iniciativa BRI. Apresenta-se o *top 10* dos países com maiores contributos para o aumento das exportações da China, bem como o contributo total dos países da BRI.

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

China: importações totais e contribuições por produto

(Milhões de dólares)



Nota: São apresentadas as categorias de produtos (ao nível do HS4) com os maiores contributos para o crescimento das exportações da China e os produtos com os contributos mais negativos.

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

minérios de cobre e de ferro (6,3% e 4,0%, respetivamente) e as ferroligas.⁴ Por outro lado, observaram-se reduções significativas nas importações de produtos eletrónicos, como LCD, telemóveis e computadores, enquanto os circuitos integrados explicam 16,5% do aumento total das importações chinesas (vs. 9,6% do aumento das exportações).⁵

1. O índice Herfindahl-Hirschman (HH) de concentração geográfica das importações da China diminuiu de 460,5 em 2011-2013 para 384,4 em 2021-2023, enquanto o índice de concentração de produtos (ao nível HS4) aumentou de 342,6 para 401,0 pontos.

2. Ver o Focus «A Iniciativa Uma Faixa, Uma Rota»: Uma faca de dois gumes? (parte I)», no IM11/2025.

3. A concentração das exportações da Coreia do Sul e de Taiwan para a China é notável. O índice de concentração de produtos HH (ao nível HS2) destes países aproximava-se, em 2013, dos 1.500 pontos (1.509,5 Coreia do Sul, 1.646,9 Taiwan). O mesmo índice atingiu, em 2023, 3.144,1 pontos e 4.177,6 pontos, respetivamente. A título de comparação, o índice de concentração das exportações globais por produto destes países situa-se em 1.519,5 pontos e 3.500,2 pontos em 2023 (1.163,7 e 1.985,9 em 2013).

4. Embora a sua contribuição agregada seja menor, várias *commodities*, como outros minerais, lignite (carvão de lenhite), níquel ou terras raras, apresentam taxas de crescimento muito elevadas no período. Os setores agroalimentar (soja, carne de bovino congelada e milho) e químico (medicamentos, carbonatos ou ácidos inorgânicos) também registaram um crescimento substancial.

5. As importações chinesas de circuitos integrados (200.000 milhões de dólares em 2023, que representa cerca de 10% do total das importações) têm-se concentrado na Ásia nos últimos anos (correspondendo a mais de 90% do total). A Coreia do Sul (33% do total) e Taiwan (24%) são os dois maiores exportadores para a China, enquanto o Vietname (8%) cresceu expressivamente. No entanto, a Malásia (9%) e o Japão (7%) perderam importância relativa.

As profundas alterações no perfil de importação da China, e em particular a sua crescente intensidade em matérias-primas críticas,⁶ são visíveis nos perfis exportadores dos seus maiores parceiros comerciais, nomeadamente no diferencial observado entre a distribuição por produtos das suas exportações globais e das suas exportações para o gigante asiático, e na concentração que se tem verificado nestas últimas (ver o terceiro gráfico). Embora no caso de alguns países produtores de energia, as diferenças observadas sejam marginais (por exemplo, Iraque, Omã ou Arábia Saudita), o diferencial de concentração das exportações é elevado na maioria dos casos. Destes, podem distinguir-se três grupos. Em contrapartida, alguns países registaram uma forte aceleração da concentração das suas exportações para a China na última década, nomeadamente os produtores de minerais como o cobre (Panamá, Peru e Chile), o cobalto (RD Congo), o manganês e o crómio (África do Sul), os elementos químicos (Jibuti) e a eletrónica (Taiwan e Vietname). Entretanto, alguns grandes produtores globais de *commodities* não registaram um crescimento significativo na concentração das suas exportações para a China (como os EAU, a Austrália ou o Brasil), apesar de manterem um perfil de exportações para a China mais concentrado por produtos do que a média global. Relativamente ao grupo de países com rendimentos mais elevados e com perfis de exportação mais diversificados, a China tem também um perfil de importação mais concentrado do que outros países.⁷

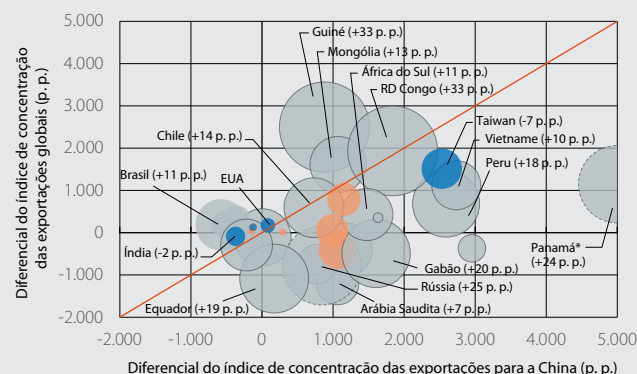
A Rota da Seda do século XXI: matérias-primas e chips, por produtos fabricados

Na última década, a China conseguiu reforçar o seu estatuto de «fábrica do mundo» e diversificou a distribuição geográfica das suas exportações, ao mesmo tempo que ganhava importância como mercado de destino das exportações dos seus parceiros comerciais. O seu modelo

6. Em relação às terras raras, estima-se que as reservas da China se situem entre 44 e 50 milhões de toneladas métricas, cerca de metade das reservas mundiais. Por outro lado, a China foi responsável por quase 70% da extração global (ou 270.000 toneladas métricas) em 2024. Para além de liderar o mundo em termos de reservas e extração de terras raras, a China é um importador líquido destes materiais, em bruto, o que reflete a competitividade das suas indústrias de refinação e a elevada procura destes materiais por parte da sua indústria transformadora, fatores de produção essenciais para uma vasta gama de setores, como a maquinaria, a eletrónica e os automóveis. Além disso, em 2024, a China importou 130.000 toneladas métricas de terras raras. No top 5 dos maiores exportadores, em valor, encontram-se três países asiáticos participantes na BRI (Myanmar, Malásia e Laos), bem como a Rússia e a Índia. Ver «Rare Earth Elements: Understanding China's Dominance in Global Supply Chains», China Briefing, publicado em 29 de agosto de 2025 (último acesso: 19/11/2025).

7. Por exemplo, a Suíça e o Reino Unido destacam-se pelo aumento das importações de ouro, enquanto a Irlanda se destaca pelas importações de máquinas elétricas e eletrónicas. No caso da Malásia, a diminuição da concentração das exportações para a China explica-se pela queda na participação das máquinas elétricas e eletrónicas, enquanto as exportações de combustíveis representam quase 40% do total (vs. 23% a nível global), em comparação com cerca de 10% há uma década.

Global: evolução da concentração das exportações e da quota de mercado para a China por país, entre 2013 e 2023



Nota: O diferencial do índice Herfindahl-Hirschman (HHI), entre 2013 e 2023, é calculado para as exportações globais e da China de cada país, ao nível do HS2. O tamanho de cada círculo indica a variação, em p. p., da quota de exportações de cada país para a China no período. As bolhas a azul indicam uma queda da percentagem de exportações para a China (no caso dos EUA, Índia, Taiwan ou Tailândia) e a cinzenta, um aumento. Os países europeus da amostra destacam-se a laranja, todos com aumentos na sua quota de exportações para a China (Suíça: +5,9 p. p., Irlanda: +4,5 p. p., Reino Unido: +4,2 p. p., Alemanha e Espanha: +0,2 p. p.). Os países assinalados com uma fronteira cinzenta têm participação oficial na BRI (exceto: A Rússia, com uma participação incerta, e o Panamá, que abandonou a BRI em 2025). A título de exemplo, o Peru registou um aumento da concentração das suas exportações para a China de 2.591 pontos (de 4.652,1 para 7.243,9), tendo a concentração das suas exportações globais aumentado 688 pontos. (de 1.270,5 a 1.958,9). Durante este período, as exportações para a China aumentaram de 16% para 34% do total. * No Panamá, o aumento do índice de concentração das exportações para a China foi de 7.367 pontos (1.147 no total).

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

de crescimento, assente em elevados investimentos e orientado para os mercados internacionais, tem vindo a transformar-se, com um forte impulso em setores estratégicos como a energia verde, a mobilidade elétrica e a eletrónica avançada. Verificou-se também uma reconfiguração das relações comerciais globais, com a China a ganhar uma vantagem competitiva num vasto espectro de indústrias transformadoras, ao mesmo tempo que se tornou um ávido importador de bens intermédios, incluindo energia, minerais e circuitos integrados. Os principais parceiros comerciais da China, nomeadamente os que participam na iniciativa «Uma Faixa, Uma Rota», tornaram-se assim testemunhas diretas da profunda transformação do gigante asiático. Deste modo, ao mesmo tempo que a China ganhou importância no comércio mundial, também provocou alterações na estrutura produtiva destes países. Além disso, embora tenha gerado oportunidades ao promover o investimento e aumentar os fluxos comerciais entre os países, uma maior integração económica com a China pode também implicar alguns riscos ao promover indústrias extrativas de baixo valor acrescentado e gerar uma maior dependência do gigante asiático, em termos económicos, financeiros e geopolíticos.

Diversificação das exportações da UE para além das tarifas de Trump

O protecionismo comercial integra a nova normalidade geopolítica há anos, mas atingiu o seu auge em 2025 com a nova administração dos EUA. Neste contexto mais hostil e na ausência de um fórum multilateral eficaz, a UE prossegue os seus esforços para expandir as relações económicas com diferentes regiões do mundo. Esta estratégia de diversificação torna-se um instrumento valioso, não só na procura de mercados com elevado potencial de crescimento das exportações, mas também para fazer avançar a desejada autonomia estratégica.

À procura de mercados em expansão

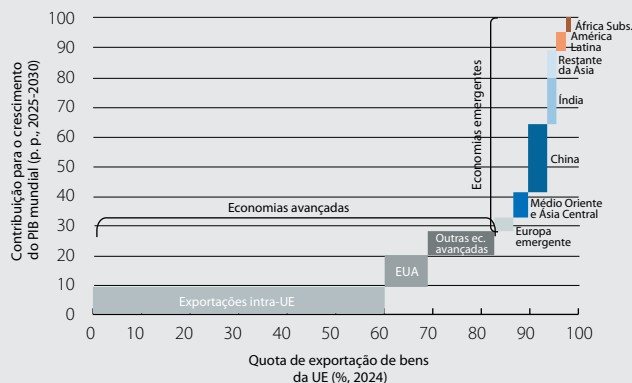
O principal destino das exportações dos países da UE continua a ser, na sua maioria, outro Estado-Membro (cerca de 60% em 2024), o que contrasta com a pequena contribuição que esta zona económica deverá dar para o crescimento global a médio prazo (menos de 10% nos próximos cinco anos) (ver primeiro gráfico). Verifica-se uma situação semelhante de desequilíbrio entre a exposição e o potencial de crescimento do mercado no que respeita às restantes economias avançadas, principalmente as geograficamente mais próximas e com as quais a UE tem laços históricos e comerciais há décadas (Reino Unido, Suíça e Noruega). Entre os países desenvolvidos, a principal exceção são os EUA, o único país deste grupo com o qual não existe qualquer acordo comercial, após o fracasso do TTIP em meados da década passada, e cuja contribuição prevista para o crescimento mundial excede a parte das exportações europeias (11% vs. 8%).

O diagnóstico é claramente assimétrico para as economias emergentes no seu conjunto e para a Ásia em particular. Por conseguinte, de acordo com as projeções até 2030, a China e a Índia, também sem um acordo bilateral, serão responsáveis por pouco mais de 40% do crescimento do PIB mundial nos próximos anos, ao passo que, em 2024, representavam apenas 4% do total das exportações da UE. O mesmo acontece com os países da ASEAN no seu conjunto (entre os quais a UE tem um acordo comercial em vigor apenas com o Vietname) e, em menor grau, com outras regiões como a África Subsaariana, a América Latina, o Médio Oriente e a Ásia Central. Existe apenas uma correspondência entre a quota de exportação e a proeminência económica global com os países europeus emergentes, sendo o principal parceiro a Turquia, com a qual existe uma união aduaneira desde 1995.

Acordos bilaterais para ultrapassar a paralisia multilateral

A ronda de negociações de Doha teve início em 2001 e é, de longe, a mais longa da história no âmbito da OMC,

UE: destinos de exportação por contribuição para o crescimento mundial nos próximos anos



Nota: Contribuição para o crescimento do PIB mundial em dólares ajustados à paridade de compra, segundo as projeções do FMI (WEO, outubro de 2025).

Fonte: BPI Research, com base em dados do Eurostat e do FMI.

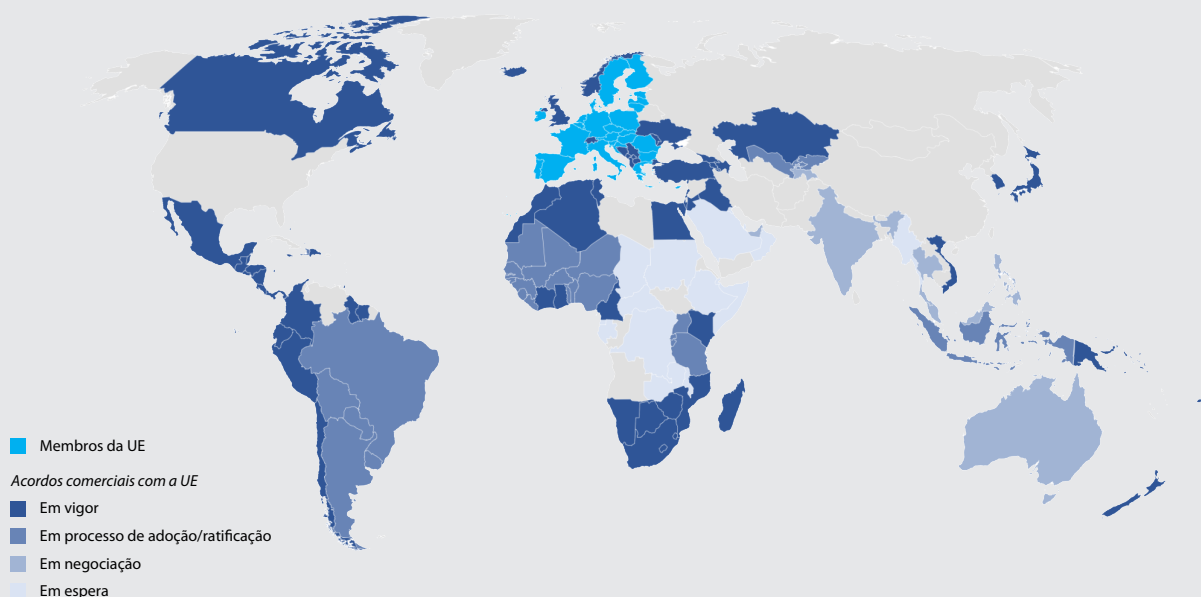
sem que se tenham alcançado acordos significativos para reduzir ainda mais os obstáculos aduaneiros e não aduaneiros ao comércio de bens e serviços. Perante a ausência de progressos, os países optaram por uma agenda bilateral e regional, tendo sido assinados cerca de 300 acordos deste tipo a nível mundial nas últimas duas décadas (em comparação com menos de 100 no início do período). A União Europeia não tem sido exceção e tem vindo a alargar progressivamente as suas relações económicas fora do ambiente europeu, com um total de 37 acordos que entraram em vigor entre 2001 e 2025 (ver segundo gráfico). Dos mais relevantes, em termos de volume de comércio, destacam-se os assinados com o Japão (2019), a Coreia do Sul (2011), o Canadá (2017), a Ucrânia (2014) e Singapura (2019).¹

Mais recentemente, a UE concluiu com êxito negociações com o MERCOSUL (dezembro de 2024) e a Indonésia (setembro de 2025). Os Tratados aguardam agora a ratificação pelo Conselho e pelo Parlamento Europeu, bem como por cada um dos Estados-Membros. Quanto ao Mercosul,² como já aconteceu em 2019-2020, a França é o principal opositor à sua adoção definitiva devido à concorrência dos produtos agrícolas, opinião partilhada pela Polónia e pela Irlanda, enquanto os aspetos ambientais alimentam a relutância da Áustria, da Bélgica e dos Países Baixos. Simultaneamente, a UE está em negociações abertas com a Índia,

1. Enquanto se aguarda a ratificação final pelos Estados-Membros, os acordos com o Canadá e a Ucrânia estão provisoriamente em vigor e a UE continua a negociar com Singapura o acordo específico sobre o comércio digital.

2. Os atuais membros do MERCOSUL são Argentina, Bolívia, Brasil, Paraguai e Uruguai. A Venezuela está suspensa desde 2016.

Mapa dos acordos comerciais da UE



Fonte: BPI Research, com base em informações da Comissão Europeia.

os Emirados Árabes Unidos, a Austrália e três outros países da ASEAN (Filipinas, Malásia e Tailândia).³

O potencial de diversificação face ao protecionismo de Trump

Um elemento-chave da administração que emergiu das eleições americanas de há um ano é, sem dúvida, a sua política comercial mais protecionista. No caso da UE, isto significou, de acordo com as nossas estimativas, um aumento das tarifas médias de entrada no mercado dos EUA de até 12%, contra 1% em 2024.⁴ Face a este cenário, as empresas exportadoras europeias estão a adotar diferentes estratégias de mitigação, incluindo projetos de investimento direto nos EUA ou a procura de destinos alternativos para os seus produtos.⁵

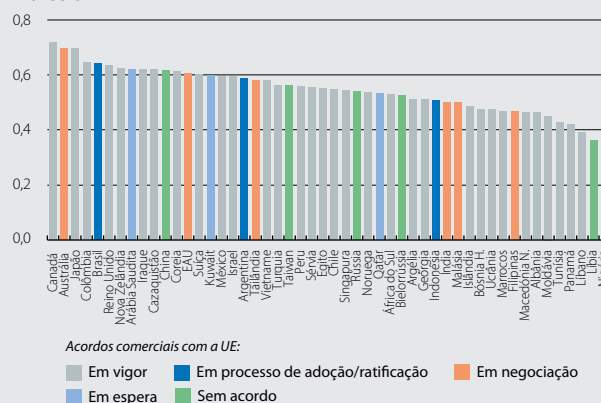
Relativamente a esta segunda opção, é lógico pensar que as mercadorias que já não são vendidas no mercado dos EUA se adaptarão mais facilmente aos países onde a estrutura de exportação da UE por produto é mais semelhante. Tendo em conta o índice de semelhança das exportações,⁶ estimamos que os candidatos a um desvio do comércio dos EUA seriam sobretudo países desenvolvidos, como o Canadá, a Austrália, o Japão, o Reino Unido e a Nova Zelân-

dia, mas também algumas economias latino-americanas, como o Brasil e a Colômbia (ver terceiro gráfico). Outro elemento importante é o grau de acesso dos produtos europeus a estes mercados. De um modo geral, esta situação é positiva, dado que a UE assinou acordos comerciais com os países acima referidos ou a tarifa de nação mais favorecida é baixa em comparação com a que os EUA aplicam atualmente. A exceção notável é o Brasil, em particular para a entrada de produtos agrícolas.

Neste momento, numa perspetiva mais a médio prazo, coloca-se a questão de saber se os acordos comerciais da UE pendentes de ratificação e os que estão a ser negocia-

Mercados alternativos para a UE: semelhança com as exportações para os EUA (2024)

Índice 0-1



Notas: O índice de semelhança de um país com a estrutura das exportações da UE para os EUA é construído como a soma do valor mínimo para ambos os países do peso de cada grupo de produtos no total das exportações. O índice varia entre 0 (estruturas comerciais totalmente diferentes) e 1 (estruturas comerciais idênticas). Os grupos de produtos correspondem a 4 dígitos da classificação HS.

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

3. Juntamente com a Indonésia, denominamos este grupo de ASEAN-4.

4. O acordo celebrado entre os EUA e a UE no final de julho estabelece tarifas gerais de entrada de 15% para as exportações europeias, com isenções aplicáveis a alguns produtos, como os produtos farmacêuticos genéricos.

5. Ver, para o caso de Espanha, o artigo «Tensões tarifárias e reconfiguração dos fluxos comerciais: impacto em Espanha», publicado no *Observatório Setorial* do primeiro semestre de 2025.

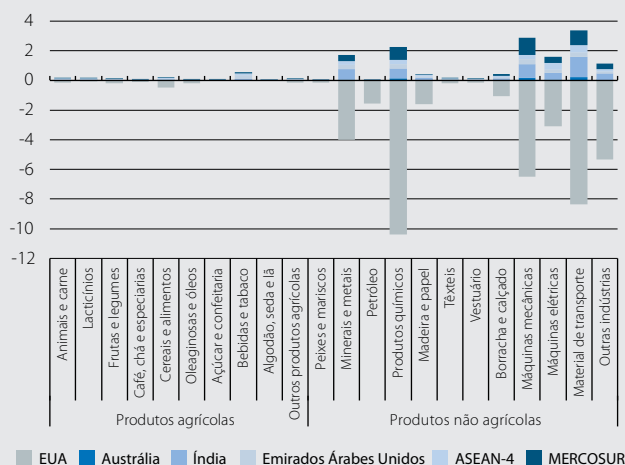
6. Ver De Soyres et al. (2025), «The Sectoral Evolution of China's Trade», FEDS Notes.

dos serão capazes de compensar quantitativamente a potencial perda do mercado dos EUA. Para uma primeira aproximação do desafio, pode ver o valor das exportações da UE em 2024, quando as vendas de bens aos EUA atingirem 530 mil milhões de euros (mM€), mais do dobro da soma do MERCOSUL, ASEAN-4, Austrália, Índia e Emirados Árabes Unidos (235 mM€). Uma segunda estimativa, mais precisa, em que consideramos a resposta das importações europeias à alteração esperada das tarifas em cada país (aumento nos EUA e redução nos restantes), dá uma leitura semelhante. Ainda que se verifique um desmantelamento tarifário total com os novos parceiros comerciais, estes mercados cobririam um pouco menos de 40% do que os EUA perderiam (ver quarto gráfico).⁷ Quanto aos grupos de produtos, a capacidade de compensação seria menor para a indústria química e para as máquinas e equipamentos, enquanto o saldo líquido poderia ser positivo para os produtos agrícolas.

Esta diversificação das exportações não deve ser apenas uma resposta comercial ao protecionismo dos EUA, mas um elemento central do reforço da autonomia estratégica da Europa através de cadeias de valor fiáveis. Num mundo fragmentado, a UE precisa de ser mais resistente, o que não significa fechar-se sobre si própria. Os acordos com novos parceiros abrem mercados em expansão, mas também alargam o acesso a recursos energéticos e minerais essenciais, bem como permitem que as alianças avancem a nível mundial em questões fundamentais como a transição ecológica. Porém, o maior desafio continua a ser a própria UE. É essencial fazer progressos na agenda estrutural competitiva para que os nossos parceiros comerciais mais importantes – nós próprios – não continuem a ser a região que menos contribui para o crescimento global.

Compensação de tarifas mais elevadas nos EUA através de acordos comerciais da UE

(Milhares de milhões de euros)



Notas: A ASEAN-4 inclui as Filipinas, a Indonésia, a Malásia e a Tailândia. O MERCOSUL inclui a Argentina, a Bolívia, o Brasil, o Paraguai e o Uruguai. Grupos de produtos definidos pela OMC. Estimativa própria do aumento das tarifas dos EUA com base no acordo comercial com a UE de finais de julho e nos anúncios subsequentes relativos aos produtos farmacêuticos e às isenções para os parceiros recíprocos. Para os restantes países, assumimos a redução a zero das tarifas da nação mais favorecida em vigor e publicadas pela OMC. Assumimos uma elasticidade procura-preço de -1.

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

7. Este efeito compensatório não se altera em termos relativos para diferentes valores da elasticidade procura-preço, desde que seja o mesmo para todos os países. O que se altera substancialmente é a magnitude do desafio em termos agregados, já que com uma elasticidade unitária - que prevalece no curto prazo - perder-se-iam cerca de 40 mil milhões de euros de exportações para os EUA (8% do total), enquanto que com um valor quatro vezes superior - mais razoável no médio prazo - esse valor seria de 175 mil milhões de euros (um terço do nível atual).

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

ESTADOS UNIDOS

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	09/25	10/25	11/25
Atividade									
PIB real	2,9	2,8	2,4	2,0	2,1	...	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	5,2	3,4	4,1	4,8	4,9	4,7	4,2	...	...
Confiança do consumidor (valor)	105,4	104,5	110,6	99,8	93,1	97,4	95,6	95,5	88,7
Produção industrial	–0,2	–0,7	–0,9	0,7	0,5	1,4	1,6	...	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	47,1	48,2	48,2	50,1	48,7	48,6	49,1	48,7	48,2
Habitações iniciadas (milhares)	1.421	1.371	1.387	1.401	1.354	...	...	...	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	312	330	336	340	338	337	338	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,6	4,0	4,1	4,1	4,2	4,3	4,4	...	...
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,3	60,1	59,9	60,0	59,8	59,6	59,7	...	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,0	–2,8	–3,0	–3,5	–3,6	...	...	...	...
Preços									
Taxa de inflação global	4,1	3,0	2,7	2,7	2,4	2,9	3,0	...	...
Taxa de inflação subjacente	4,8	3,4	3,3	3,1	2,8	3,1	3,0	...	...

JAPÃO

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	09/25	10/25	11/25
Atividade									
PIB real	1,2	–0,2	1,0	1,8	2,0	1,1	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	35,1	37,2	36,1	34,7	32,8	34,6	35,3	35,8	37,5
Produção industrial	–1,4	–3,0	–2,5	2,5	0,8	0,6	2,0	1,6	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	7,0	12,8	14,0	12,0	13,0	14,0	–	–	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,6	2,6	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,0	–1,1	–1,0	–0,9	–0,7	–0,5	–0,5	–0,5	...
Preços									
Taxa de inflação global	3,3	2,7	2,9	3,8	3,4	2,9	2,9	3,0	...
Taxa de inflação subjacente	3,9	2,4	2,3	2,7	3,2	3,2	3,0	3,1	...

CHINA

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	09/25	10/25	11/25
Atividade									
PIB real	5,4	5,0	5,4	5,4	5,2	4,8	–	–	–
Vendas a retalho	7,8	3,3	3,8	3,6	4,4	2,4	3,0	2,9	...
Produção industrial	4,6	5,6	5,6	6,8	6,2	5,8	6,5	4,9	...
PMI indústrias (oficial)	49,9	49,8	50,2	49,9	49,4	49,5	49,8	49,0	49,2
Setor externo									
Balança comercial ^{1,2}	865	997	997	1.086	1.146	1.177	1.177	1.171	...
Exportações	–5,1	4,6	10,0	5,7	6,0	6,5	8,2	–1,2	...
Importações	–5,5	1,0	–1,8	–6,8	–0,9	4,3	7,4	1,0	...
Preços									
Taxa de inflação global	0,2	0,2	0,2	–0,1	0,0	–0,2	–0,3	0,2	...
Taxa de juro de referência ³	3,5	3,1	3,1	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Renminbi por dólar	7,1	7,2	7,2	7,3	7,2	7,2	7,1	7,1	7,1

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

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

ZONA EURO

Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	09/25	10/25	11/25
Vendas a retalho (<i>variação homóloga</i>)	-1,9	1,2	2,3	2,4	3,0	1,9	1,2	1,5	...
Produção industrial (<i>variação homóloga</i>)	-1,6	-3,0	-1,6	1,5	1,3	1,4	1,2	...	...
Confiança do consumidor	-17,4	-14,0	-13,5	-14,1	-15,7	-15,0	-14,9	-14,2	-14,2
Sentimento económico	96,2	95,7	95,0	95,5	94,4	95,6	95,7	96,8	97,0
PMI indústrias	44,4	45,9	45,4	47,6	49,3	50,1	49,8	50,0	49,6
PMI serviços	48,8	51,5	50,9	51,0	50,1	50,9	51,3	53,0	53,6
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (<i>variação homóloga</i>)	1,5	1,2	0,7	0,8	0,7	0,6	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,6	6,4	6,3	6,3	6,4	6,4	6,4	6,4	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,1	3,4	3,5	3,6	3,7	3,7	3,8	3,8	...
França (% pop. ativa)	7,3	7,4	7,3	7,5	7,6	7,7	7,7	7,7	...
Itália (% pop. ativa)	7,7	6,6	6,2	6,3	6,3	6,1	6,2	6,0	...
PIB real (<i>variação homóloga</i>)	0,6	0,8	1,3	1,6	1,5	1,4	-	-	-
Alemanha (<i>variação homóloga</i>)	-0,7	-0,5	-0,2	0,2	0,3	0,3	-	-	-
França (<i>variação homóloga</i>)	1,6	1,1	0,6	0,6	0,7	0,9	-	-	-
Itália (<i>variação homóloga</i>)	1,1	0,5	0,5	0,8	0,5	0,6	-	-	-

Preços

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	09/25	10/25	11/25
Inflação global	5,5	2,4	2,2	2,3	2,0	2,1	2,2	2,1	2,2
Inflação subjacente	5,0	2,8	2,7	2,6	2,4	2,3	2,4	2,4	2,4

Setor externo

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	09/25	10/25	11/25
Balança corrente	2,0	3,4	3,4	3,0	3,6	5,2	5,2	...	...
Alemanha	5,5	5,8	5,8	5,4	6,6	9,4	9,4	...	...
França	-1,0	0,1	0,1	0,0	-0,3	-1,0	-1,0	-1,5	...
Itália	0,2	1,1	1,1	0,9	1,3	2,6	2,6	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	94,7	95,0	94,1	93,5	96,7	98,4	98,7	98,1	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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	09/25	10/25	11/25
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	2,7	0,8	1,4	2,2	2,6	2,9	2,9	2,9	...
Crédito às famílias ^{2,3}	1,7	0,5	0,9	1,5	2,1	2,5	2,6	2,8	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	4,6	4,9	4,4	3,9	3,4	3,2	3,2	3,2	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	4,4	4,6	4,3	4,0	3,7	3,6	3,5	3,5	...
Depósitos									
Depósitos à ordem	-8,5	-3,9	1,2	3,7	5,4	5,6	5,5	5,7	...
Outros depósitos a curto prazo	21,1	12,4	6,0	2,3	-0,1	-1,5	-2,1	-1,8	...
Instrumentos negociáveis	20,1	20,0	18,0	14,7	11,1	4,4	4,3	1,9	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	2,7	3,0	2,6	2,2	1,9	1,7	1,7	1,8	...

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.

Economia suportada pela procura interna e com contas certas

O crescimento homólogo do PIB acelerou para 2,4% (1,8% no 2T), com a procura interna a contribuir 3,6 p. p., beneficiando da robustez no consumo privado (4,0%, +0,4 p. p. do que no 2T) e no investimento (4,0%, -3,0 p. p.), apesar da desaceleração deste último. A procura externa líquida continuou a pesar negativamente no crescimento, mas em menor grau do que no 2T (contributo de -1,2 p. p. no 3T, +1,0 p. p. quando comparado com o 2T). Trimestralmente, houve um crescimento de 0,8% (+0,1 p. p.) com um contributo de 1,4 p. p. da procura interna (+0,5 p. p.), motivada pelo consumo privado (1,2% em cadeia, +0,5 p. p.) e pela FBCF (3,3% em cadeia, +1 p. p.). Registou-se um crescimento expressivo no equipamento de transporte (28,8%), cujo racional não é especificado e não se compreende se se trata de um fenómeno pontual.

Informação quantitativa para o 4T ainda escassa, mas indicadores de sentimento sugerem que famílias e empresas continuam confiantes. O indicador de sentimento económico da Comissão Europeia recuperou em novembro, colocando a média do trimestre em 105,5 pontos, acima do nível neutral dos 100 pontos. Da mesma forma o indicador de clima económico do INE acelerou para 3,1% em novembro, colocando a média do trimestre em 3%, mais 1 décima do que no 3T, resultado da melhoria do sentimento na indústria transformadora, com boas perspectivas para a produção nos próximos três meses, e no comércio. No setor da construção a melhoria foi marginal e nos serviços deteriorou-se, refletindo perspectivas mais cautelosas quanto à procura nos próximos 3 meses. Entre os consumidores, a confiança deteriorou-se em novembro, refletindo maior incerteza quanto à situação económica do país e capacidade de realizar compras importantes nos próximos 12 meses.

Entretanto, as perspectivas para 2026 são razoavelmente otimistas, antecipando-se que a economia cresça em torno de 2%. Os fatores a favorecerem a aceleração no próximo ano são o investimento, impulsionado pela provável aceleração dos fundos NG EU, que entram no seu último ano, e facilitados por custos de financiamentos reduzidos face aos observados nos últimos anos; e o consumo privado, que continuará a beneficiar da resiliência do mercado de trabalho, recuperação dos rendimentos e acumulação de poupanças nos últimos anos; a política orçamental expansionista inscrita no OE 2026 será também um fator de suporte da procura interna, a qual será o principal catalisador do crescimento. Por seu turno, a procura externa continuará a retirar amplitude ao crescimento, tanto por via de perspectivas moderadas para o avanço das exportações (resultado da fragilidade de alguns dos nossos principais parceiros comerciais), como pela força das importações, dada o elevado grau de incorporação das mesmas na procura interna portuguesa. Mas 2026 será mais um ano marcado por um elevado grau de incerteza, condicionado por vários riscos potencialmente disruptores, sobretudo na envolvente externa, destacando-se os de ordem geopolítica e eventuais alterações na política comercial norte-americana; e riscos de correções mais fortes nos mercados acionistas com impacto na confiança dos agentes económicos.

Indicadores de confiança

Indicadores de confiança	2011-14	2020	3T 25	4T 25	tendência	set/25	out/25	nov/25
Indicador de clima económico	-2,3	-1,5	2,9	3,0	▲	3,0	2,9	3,1
Indicador de sentimento económico	89,4	87,3	106,2	105,5	=	105,0	104,5	106,5
Consumidores	-35,4	-23,9	-16,6	-14,2	▲	-17,1	-13,2	-15,2
Indústria	-11,7	-16,1	-3,0	-2,6	▲	-2,7	-5,5	0,3
Perspetivas de produção próximos 3 meses	-8,0	-13,6	6,1	6,6	▲	8,9	-0,6	13,9
Incerteza sobre a evolução futura da atividade	-	-	13,3	9,5	▲	10,8	8,3	10,8
Perspetivas emprego próximos 3 meses	-1,6	-0,3	3,0	1,4	▼	2,7	2,2	0,5
Perspetivas preços próximos 3 meses	2,5	-0,2	3,0	4,9	▲	1,6	2,5	7,4
Construção	-48,2	-10,6	2,7	2,7	=	2,1	2,6	2,7
Carteira de encomendas	-62,5	-23,0	-3,4	-3,0	▼	-3,6	-3,0	-3,0
Perspetivas emprego próximos 3 meses	-33,8	1,7	8,9	8,3	▼	7,8	8,2	8,4
Perspetivas preços próximos 3 meses	-16,7	7,3	14,4	17,0	▲	14,7	13,9	20,1
Comércio	-12,5	-11,0	1,9	6,0	▲	2,6	5,0	7,1
Atividade próximos 3 meses	-15,6	-9,4	5,6	9,0	▲	7,4	8,2	9,9
Perspetivas emprego próximos 3 meses	-	-	1,9	2,3	▲	1,3	3,1	1,5
Perspetivas preços próximos 3 meses	-15,6	-9,4	6,6	5,8	▼	5,3	4,9	6,7
Serviços	-9,5	-21,0	12,4	6,3	▼	10,7	7,2	5,4
Perspetivas procura próximos 3 meses	0,3	-1,1	15,4	9,0	▼	14,3	10,2	7,7
Perspetivas emprego próximos 3 meses	-2,6	-1,9	3,2	2,3	▼	4,1	3,8	0,8
Perspetivas preços próximos 3 meses	-0,7	-4,2	8,5	10,9	▼	5,4	9,7	12,0

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

PIB 2026: contributos para o crescimento

Pontos percentuais (p. p.)

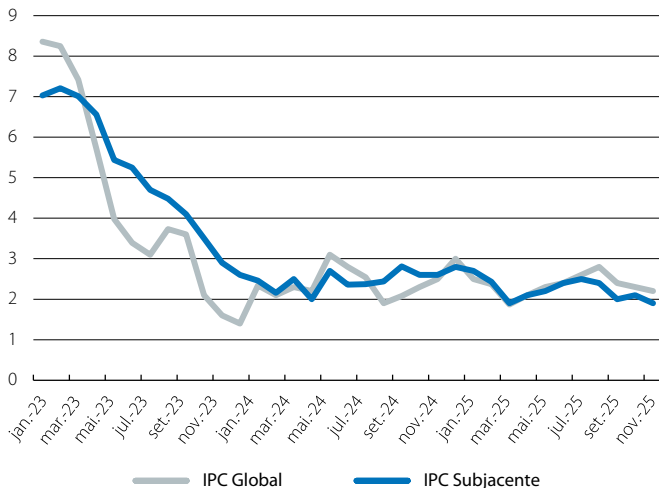
	2026
PIB «inercial» 2026*	1,6
NGEU	0,4 p. p.
Taxa de poupança	0,2 p. p.
Pol. Orçamental	0,2 p. p.
Energia	0,1 p. p.
Taxas de juro	0,1 p. p.
Demografia	0,1 p. p.
Procura externa	-0,1 p. p.
Tarifas	-0,2 p. p.
Incerteza	-0,2 p. p.
Outros	-0,3 p. p.
PIB 2026	2,0

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

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

Inflação

Var. homóloga (%)



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

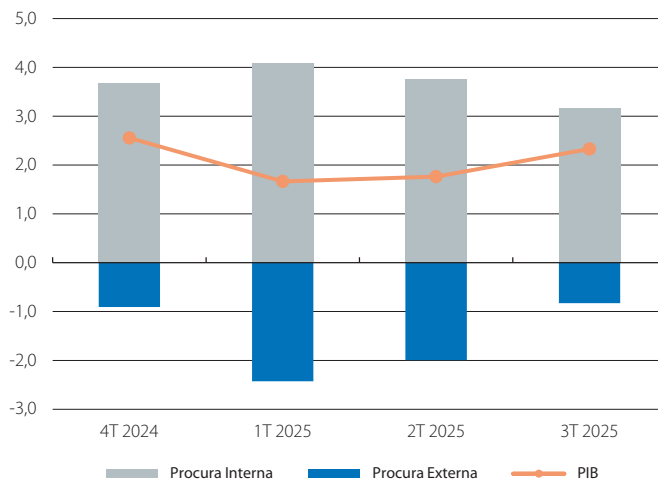
Inflação abranda pelo terceiro mês consecutivo. Em novembro o IPC Global recuou para 2,2% (2,3% em outubro), situando a inflação média dos últimos 12 meses nos 2,4%. O IPC Subjacente também recuou para um valor abaixo dos 2%, mais concretamente 1,9% (2,1% em outubro). De facto, não obstante o índice dos produtos energéticos ter aumentado 0,78% em cadeia, os principais agregados registaram descidas; mesmo os produtos alimentares não transformados (-0,04%) cuja taxa homóloga ainda se encontra em padrões muito elevados. A variação mensal negativa destes dois índices principais (IPC Global e Subjacente) retoma os padrões históricos de sazonalidade e deixa o caminho aberto para que o ano feche com a inflação perto dos 2% e a inflação média com possibilidade de ficar nos 2,3%.

O emprego cresce ao ritmo mais elevado desde o pós-pandemia. Surpreendentemente, a população empregada bateu um novo recorde no 3T, crescendo a um ritmo não visto desde o pós-pandemia de COVID-19: o aumento de 3,7% homólogo (ou seja, +191.200 indivíduos) coloca o número de pessoas empregadas em 5.332.100, um máximo desde a série iniciada em 2011. O aumento homólogo é explicado, largamente, pelo setor terciário, nomeadamente pelas Atividades de saúde humana & apoio social (+47.400 indivíduos), pelo Alojamento & restauração (+46.200 indivíduos), pelas TIC (+35.500) e pela Administração Pública, defesa & Segurança Social (+30.800). De igual modo, a criação de emprego foi transversal a todos os grupos etários, destacando-se, ainda assim, o grupo dos 25 aos 34 anos (+63.600 pessoas face ao período homólogo), e o aumento do emprego de indivíduos com o ensino secundário & pós-secundário (+121.100 pessoas) e superior (+109.500 pessoas). Neste contexto, a taxa de desemprego fixou-se em 5,8%, ligeiramente abaixo da nossa expectativa (5,9%), o que revela que a robustez do mercado de trabalho possa superar as nossas expectativas iniciais. Também os dados mensais mais recentes corroboram esta trajetória, com o emprego a crescer novamente acima de 3% homólogo em outubro.

Saldo orçamental mantém-se em terreno positivo na reta final do ano e sugere que 2025 pode voltar a surpreender. No acumulado do ano até outubro, o saldo orçamental fixou-se em 1,6% do PIB (face a 1,4% em igual período de 2024), com a receita a manter um ritmo de crescimento superior ao da despesa (mais concretamente, 6,2% e 5,6% homólogo, respetivamente). A receita fiscal e contributiva continua a explicar a larga maioria do aumento da receita (cerca de 86%), destacando-se o desempenho das contribuições para a Segurança Social, o IVA e o IRS (apesar do efeito da redução das taxas de retenção na fonte em agosto e setembro). Por sua vez, o aumento da despesa continua suportado pelas transferências correntes, despesas com pessoal e, em menor medida, pelo investimento (com crescimentos de 4,2%, 8,0% e 18,5%, respetivamente). Estes dados sugerem uma eventual surpresa positiva em 2025 (em contabilidade nacional). De facto, apesar de ainda haver fatores de pressão para as contas públicas nos últimos meses do ano (como o pagamento do subsídio de Natal aos funcionários públicos e a execução do investimento), os dados até outubro reforçam a nossa expectativa de que o saldo orçamental possa terminar 2025 acima do esperado pelo Governo (0,3% do PIB em contabilidade nacional), contrariando também a nossa expectativa de um ligeiro défice.

PIB 3T: contributos da procura interna e externa

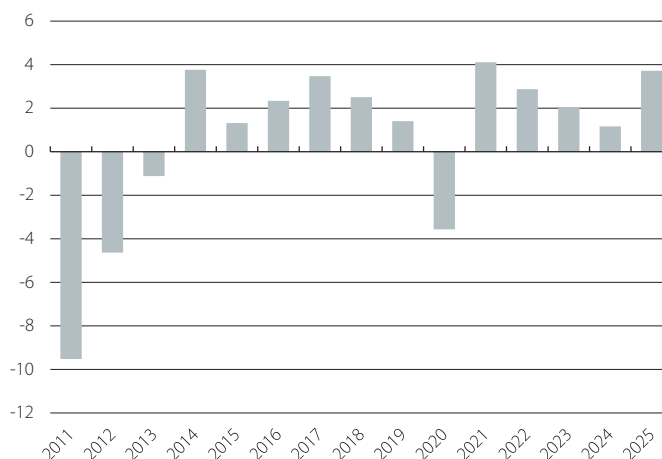
Yoy%, p. p.



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

População empregada

Taxa de variação homóloga no 3T de cada ano (%)

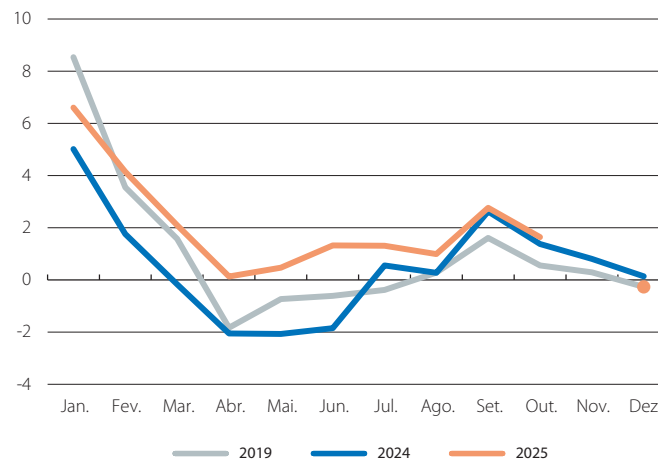


Nota: Dados não ajustados de sazonalidade.

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

Execução Orçamental (contabilidade pública)

(% PIB)



Nota: O ponto representa a estimativa do Governo para o final do ano.

Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE e POG 2026.

Taxa de Poupança das famílias: caracterização e perspetivas

A poupança, em particular a poupança das famílias, é importante em diversos aspetos na dinâmica de uma economia. Em concreto, porque para que exista investimento é necessário haver poupança, mas a criação de poupança significa abdicar de consumir no momento presente. Ou seja, as decisões de poupança normalmente não são um jogo de soma nula em termos agregados porque o resultado agregado depende de que destino é dado à poupança, se esse destino tem um efeito multiplicador, e, existindo, quando é que ocorre. Neste artigo, pretendemos dar uma perspetiva de evolução histórica da poupança das famílias no país, olhar para a dinâmica recente da taxa de poupança e perspetivar como pode evoluir nos tempos mais próximos.

Evolução histórica da Tx. de Poupança

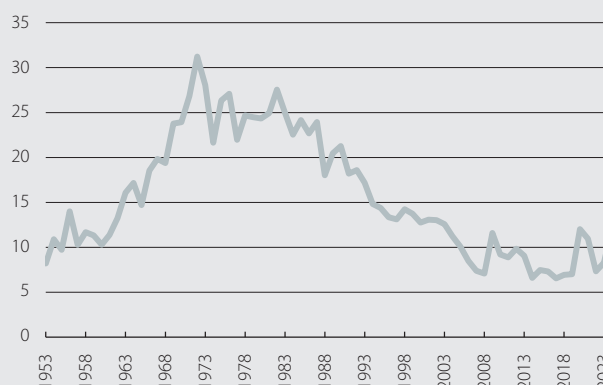
Se olharmos numa perspetiva de longo prazo¹ conseguimos identificar momentos e tendências distintos. Com efeito, desde a década de 50 do século passado a taxa de poupança tem uma tendência de crescimento sustentado a partir de valores baixos (abaixo de 10%) para atingir o seu valor de máximo em 1972 (31,2%). Assim, entre a década de 60 e 80 em termos médios a taxa de poupança manteve-se em valores relativamente elevados (média em torno de 20%), mas apresentou de seguida uma tendência consistente de descida até aos mínimos registados em 2014 e 2017 (6,5%). Admitimos que a tendência contínua de descida em particular a partir de meados da década de 80 seja justificada principalmente por dois fatores. O primeiro, o facto de os esquemas de proteção social terem sido melhorados a partir da década de 80.² O segundo, o facto da economia portuguesa após a adesão à CEE se ter aberto mais ao exterior e aumentarem as fontes de financiamento e investimento. Estes dois fatores entroncam com algumas razões que as famílias têm para poupar – criar uma reserva para precaver situações adversas no futuro e alisar o nível de consumo ao longo da vida. Ambos – estado social mais efetivo, e, acesso mais alargado ao crédito – mitigam estes dois incentivos à poupança. Referir também que nos tempos mais recentes e no contexto europeu a taxa de poupança em Portugal é bastante inferior à da zona euro – 9,6% e 15,4%, respetivamente (média 2019 a 2024).

Que famílias poupam?

À parte dos dados das estatísticas das Contas Nacionais (de onde se retira o número oficial para a Taxa da poupança) o INE elabora periodicamente o Inquérito às Despesas das

Taxa de Poupança dos particulares

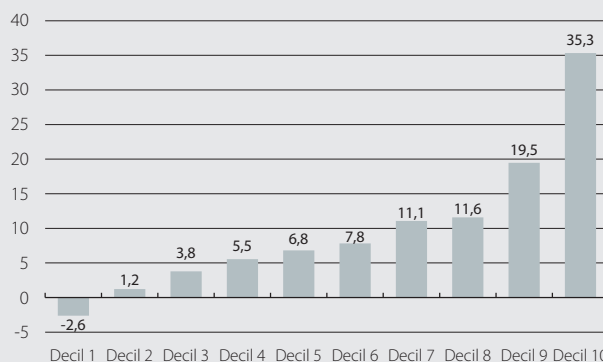
(% do rendimento disponível)



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

Distribuição da poupança das famílias por decis de rendimento

(% da poupança total)



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

Famílias, tendo o mais recente sido publicado em 2024.³ Neste, existe a possibilidade de melhor caracterizar em termos sociodemográficos o perfil de quem poupa. Em primeiro lugar, olhemos para os rendimentos de quem poupa (ver segundo gráfico). A grande conclusão que podemos retirar é que o grosso da poupança realizada no país está concentrada nos 20% de população com rendimentos mais elevados, mais concretamente 54,8%. Inclusive, os 10% de pessoas com rendimento mais baixo registam uma poupança negativa: a diferença entre o rendimento total de cada agregado familiar e o total de despesas de consumo é negativo. Sem espanto, a taxa de poupança (em % do rendimento disponível) também é significativamente mais elevada nos decis mais altos de rendimento (35,0% e 42,3%, respetivamente). Por fim, dizer também que a taxa de poupança é mais elevada no escalão etário acima dos 64 anos para todos os decis de rendimento.

3. Mas referente a dados de despesa e do rendimento recolhidos em 2022 e 2023 a 11.700 famílias (IDEF 2022). No IDEF 2022 quer os valores para a despesa quer para o rendimento encontram-se subavaliados face aos valores macroeconómicos das contas nacionais, sendo a subavaliação mais significativa no caso da despesa. Consequentemente, a poupança em euros e a taxa de poupança implícitas no IDEF 2022 estão sobreavaliadas face às das contas nacionais.

1. Série longa disponibilizada pelo Banco de Portugal.

2. Em 1984 foi aprovada a primeira Lei de Bases da Segurança Social, que estabeleceu, como objetivos do sistema a garantia da proteção dos trabalhadores e das suas famílias nas situações de falta ou diminuição de capacidade para o trabalho, de desemprego e de morte, a compensação dos encargos familiares e a proteção das pessoas em situação de falta ou diminuição de meios de subsistência. Do lado das contribuições, a taxa social única entra em vigor em 1986 e são fixadas as taxas de contribuições a pagar pelos trabalhadores e entidades patronais.

Perspetivas para a Taxa de Poupança

Os últimos dados trimestrais da taxa de poupança têm sido de dois dígitos e a taxa de poupança em 2024 foi de 12,2%, registos superiores à média desde a entrada no euro e desde o último ano pré-pandemia (ambos 9,6%, em média). Para tentarmos perceber qual será a tendência desta variável, modelizámo-la como função de variáveis macroeconómicas.⁴

O resultado da regressão mostra um coeficiente positivo para o PIB, evidenciando um movimento pró-cíclico da taxa de poupança como suportado na maioria da literatura sobre o tema.⁵ É de frisar que a variável do crescimento do PIB apresenta desfasamento, sugerindo que a decisão de aumento de poupança é formada baseada em acréscimos de riqueza passados e não presentes. Interessante também a significância estatística da *dummy* que marca os anos após a grande crise financeira (GCF) sugerindo uma quebra de estrutura a partir dessa altura. De facto, no início do século a taxa de poupança apresentava-se mais elevada, mas com tendência muito forte de quebra. Essa tendência de quebra foi interrompida no contexto da GCF o que poderá entroncar num dos determinantes clássicos para a decisão de poupar – a precaução e a possibilidade de poder alisar o consumo em momentos de menor nível de rendimentos. Por fim a variável associada à inflação apresenta coeficiente negativo. Esta relação não é tão clara – Por um lado, existe literatura que sustenta uma relação positiva entre inflação e taxa de poupança, porque a inflação elevada pode ser um *proxy* de instabilidade económica estimulando a poupança por precaução. Por outro, inflação mais elevada pode estimular o consumo de bens duradouros (como proteção ao aumento dos preços), provocar erosão do rendimento disponível para poupar, ou, no caso de famílias endividadadas, reduzir o valor do endividamento em termos reais traduzindo-se num aumento de riqueza e menor necessidade de poupar para solver dívida.

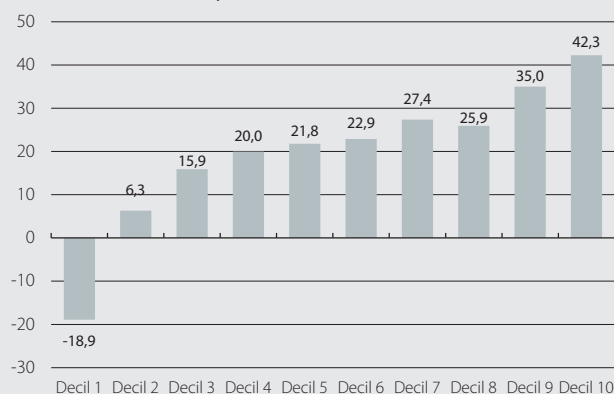
Alicerçados no nosso cenário central para as variáveis macroeconómicas utilizámos o modelo que estimámos para prever a evolução da poupança nos próximos anos (último gráfico). A tendência que apurámos parece indicar uma perspetiva de subida gradual da taxa de poupança nos próximos anos, com a média 2025-2030 da taxa de poupança a situar-se nos 12,1%. Esta tendência é coerente com uma certa convergência do crescimento real face à zona euro que se deve traduzir também numa convergência da taxa de poupança para padrões «mais europeus», num contexto de inflação estabilizada em torno do objetivo. Neste artigo tentámos caracterizar e perspetivar acerca da evolução da poupança das famílias, no entanto, este é um tema complexo e para o qual concorrem muitas outras variáveis. Aspetos

4. Estimámos um modelo ARIMAX (extensão do modelo ARIMA: AR(1) com variáveis exógenas) para as primeiras diferenças da taxa de poupança tendo como variáveis explicativas o crescimento do PIB em volume (desfasado), o logaritmo do IPC e uma *dummy* que assinala o período pós-crise financeira. O R^2 é de 71%. Todas as variáveis (incluindo a constante) são estatisticamente significativas, não existem evidências de multicolineariedade nem de autocorrelação. Os resíduos da regressão seguem uma distribuição normal. A amostra de estimação são os dados anuais entre 1999 e 2024, ou seja, após adesão ao euro.

5. Ver por exemplo Carrol, C., Overland, J. e Weil, D. (2000), «Saving and growth with habit formation», American Economic Review 90.

Taxa de poupança média por decil de rendimento

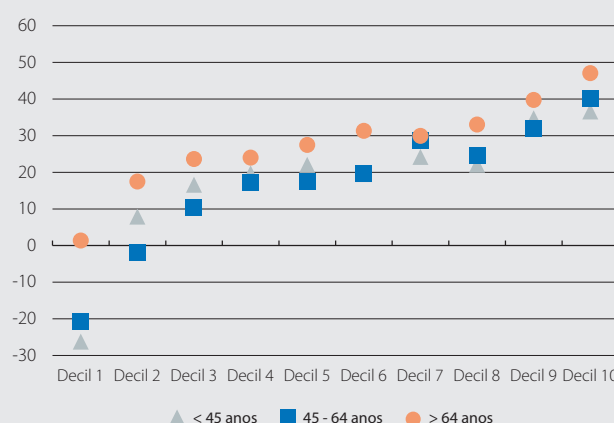
(% do rendimento disponível)



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

Taxa de poupança por escalão etário

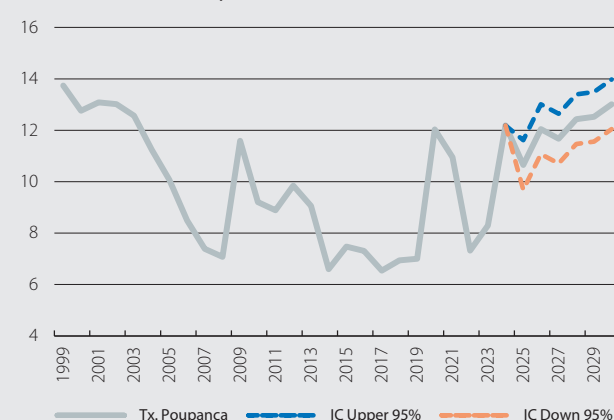
(% do rendimento disponível)



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

Previsão para a Taxa de Poupança

(% do rendimento disponível)



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

demográficos como o do envelhecimento da população e da dimensão dos agregados familiares, a política orçamental e até a instabilidade política e social podem impactar nas decisões de poupança das famílias.

Tiago Belejo Correia

Detalhes da balança corrente portuguesa até ao 3T 2025

O saldo da balança corrente encolheu até setembro

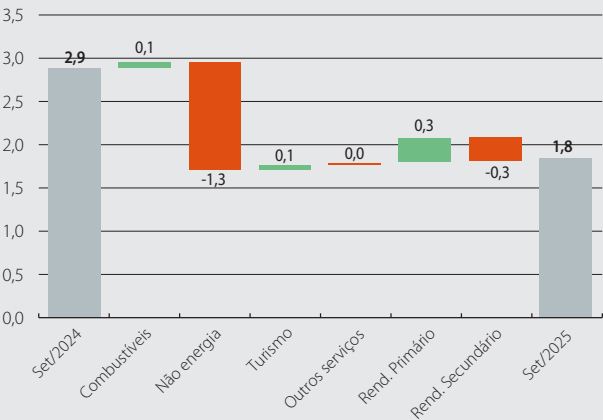
Nos primeiros nove meses de 2025, o excedente da balança corrente portuguesa situou-se em 4.114 milhões de euros, o equivalente a 1,8% do PIB, constituindo uma redução significativa face aos valores registados no período homólogo de 2024 (-34% no excedente). Esta redução deveu-se não só ao aumento do défice da balança de bens não energética (para 7,6% do PIB), assim como à diminuição do excedente da balança de rendimento secundário, que se reduziu para 1,5% do PIB. A deterioração observada até setembro de 2025 está em parte relacionada com a volatilidade e a incerteza associadas à política comercial do Governo dos EUA (embora a incerteza tenha sido recentemente reduzida devido ao acordo comercial¹ entre a UE e os EUA).

Analisando a evolução do saldo acumulado até setembro da balança corrente em termos absolutos, conclui-se que a redução do excedente face ao período homólogo de 2024 (-2.142 milhões de euros) justifica-se pelo aumento em 20% do défice da balança comercial de bens (para -21.599 milhões de euros), que foi parcialmente compensado pelo aumento de 6% do excedente da balança comercial de serviços (cujo saldo acumulado passou para 26.400 milhões de euros). A diminuição do défice da balança de rendimento primário (saldo melhorou 411 milhões de euros) foi compensado pela redução do excedente da balança de rendimento secundário (-422 milhões de euros até setembro). No entanto, é de salientar que o saldo acumulado até setembro da balança corrente (+4.114 milhões de euros) constitui o 2.º mais elevado desde 2019 (que se fixava em +1.266 milhões de euros), sendo apenas ultrapassado pelo saldo acumulado registado até setembro de 2024 (+6.255 milhões de euros).

A que se deve a boa performance da balança de serviços?

Portugal é um relevante exportador líquido de serviços, sendo esta componente aquela que mais sustenta o saldo positivo da balança corrente. Até setembro de 2025, esta balança registou um excedente de 26.400 milhões de euros, o que corresponde a uma melhoria de 6% face ao excedente registado em igual período de 2024. O aumento do saldo em 1.459 milhões de euros é justificado pelo aumento do excedente nas duas rubricas desta balança: viagens & turismo (+993 milhões de euros, i.e. +6%) e outros serviços (+466 milhões de euros, i.e. +6%). O aumento do excedente da balança turística, que contribuiu em 68% para o aumento verificado no saldo cumulativo da balança de serviços, foi justificado pelo aumento das exportações líquidas face a países pertencentes à Europa (saldo aumentou 659 milhões de euros, com destaque para Alemanha e Reino Unido) e América (saldo aumentou 295 milhões de euros). De facto, o aumento do excedente face aos países europeus e americanos justificam, respetivamente, 66% e 30% do aumento do

Evolução da balança corrente (% do PIB e variação em p. p.)



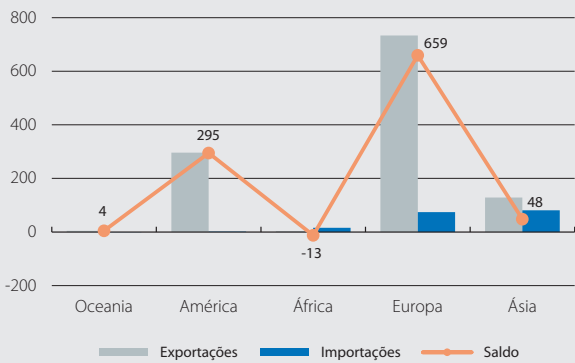
Fonte: BPI Research, com base nos dados do Banco de Portugal.

Evolução da balança corrente (por componente) Valores acumulados até setembro (milhões de euros)

Saldo	2024	2025	Diferença
Balança de Bens	-18.009	-21.599	↓ -3.590
Balança de Serviços	24.940	26.400	↑ 1.459
Balança rend. primário	-4.601	-4.190	↑ 411
Balança rend. secundário	3.926	3.503	↓ -422
Balança corrente	6.255	4.114	↓ -2.142

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

Variação das exportações, importações e saldo da balança turística, por território de contraparte Valores acumulados até setembro (milhões de euros)



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

excedente da balança turística. A rubrica dos «Outros Serviços» melhorou o seu saldo devido ao aumento das exportações líquidas de serviços empresariais (+267 milhões de euros) e de transportes (+142 milhões de euros), cujo excedente foi parcialmente compensado pela degradação do saldo nos serviços de construção (-151 milhões de euros).

1. Para mais informações, consultar a respetiva [Nota Breve](#).

Balança de bens agrava-se devido ao aumento das importações

Até setembro de 2025, a balança de bens registou um défice de 21.599 milhões de euros, o que corresponde a um agravamento do défice em 3.590 milhões de euros (–20%). A deterioração do saldo justifica-se pelo incremento das importações (+3.240 milhões de euros, i.e. +4%), assim como a diminuição registada nas exportações (–350 milhões de euros, i.e. –1%).

Em termos das exportações de bens, estas registaram uma diminuição de 350 milhões de euros até setembro face ao mesmo período de 2024. Os produtos farmacêuticos foram aqueles que registaram um aumento do valor exportado mais significativo (+1.322 M€, i.e. +47%), seguindo-se os equipamentos elétricos (+13%) e os automóveis (+4%). Em sentido negativo, as exportações de coque & refinados reduziram-se em 22% e o valor exportado de produtos alimentares encolheu 4%. Os principais destinos das exportações de bens nacionais foram: Espanha (26% do total exportado, onde se destacam os produtos alimentares e automóveis), seguindo-se a Alemanha (14%) e a França (12%, sobretudo automóveis). Por outro lado, as importações de bens registaram um aumento de 3.240 milhões de euros até setembro de 2025. Por detrás deste expressivo aumento, encontram-se os produtos farmacêuticos, cujas importações aumentaram 2.434 M€ (+67%), seguindo-se os automóveis (+11%) e os produtos alimentares (+9%). Em sentido contrário, as importações de petróleo e gás natural reduziram-se em 12%. Os principais parceiros económicos do lado as importações de bens são os mesmos que os destacados do lado das exportações, porém com pesos diferentes: Espanha (32% do total importado, onde se destacam os produtos alimentares), a Alemanha (12%) e a França (7%).

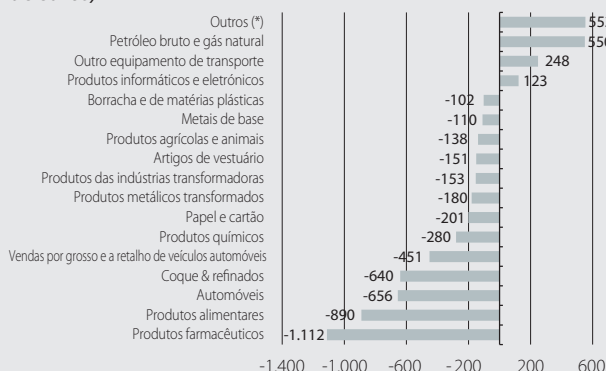
Analisando por tipo de produto, é possível concluir-se que a redução do saldo da balança de bens (–3.590 milhões de euros) se deve ao agravamento do saldo nos produtos farmacêuticos (–1.112 M€), alimentares (–890 M€), automóveis (–656 M€) e coque & refinados (–640 M€) e, em sentido contrário, foi registada uma melhoria no saldo do petróleo bruto e gás natural (+550 M€).

Dinâmica dos produtos farmacêuticos

Os produtos farmacêuticos destacam-se do lado das exportações e importações, sendo o principal produto transacionado por Portugal com o exterior em ambas as vertentes e em valores absolutos. Até setembro de 2025, as exportações deste tipo de produtos aumentaram 1.322 milhões de euros (+47%) face ao mesmo período de 2024. Este aumento é justificado pelo aumento das exportações para a Alemanha (+1.012 M€) e para os EUA (+210 M€). Por outro lado, as importações de produtos farmacêuticos registaram um aumento recorde de 2.434 milhões de euros (+67%) até setembro de 2025. Por detrás desta variação expressiva, encontra-se o aumento das importa-

Variação do saldo da balança de bens (por produto, 2025 vs. 2024)

Variação dos valores acumulados até setembro (milhões de euros)

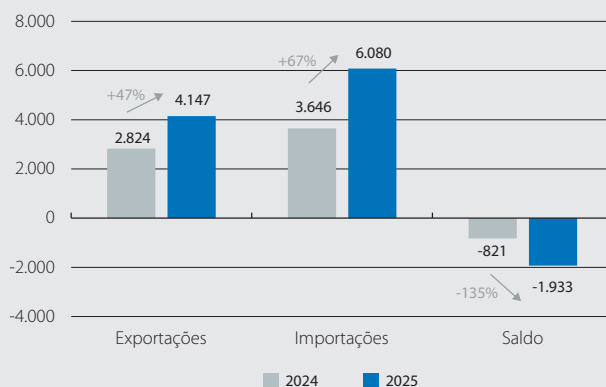


Nota: * A rubrica «Outros» inclui outros produtos (classificação CPA 2008) cujas variações no saldo não foram tão significativas. Incorpora ainda o ajustamento para alinhar os valores do INE (Comércio Internacional) aos saldos apurados pelo Banco de Portugal.

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

Evolução das exportações e importados de farmacêuticos

Valores acumulados até setembro (milhões de euros)



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

ções com origem na Irlanda (+1.921 M€, i.e. +319%). De acordo com o INE, o aumento das importações da Irlanda no que toca aos produtos farmacêuticos é justificado pelas transações relacionadas com trabalhos por encomenda (sem transferência de propriedade), de que são exemplo os trabalhos de processamento. Em termos líquidos, realça-se a evolução negativa do saldo comercial deste tipo de produtos com a Irlanda (para –2.469 M€), em resultado do aumento das importações, e a melhoria do saldo face à Alemanha (para +1.283 M€), fruto do aumento das exportações. A interessante dinâmica do setor farmacêutico merece a pena continuar a ser monitorizada de perto, pois nela encontra-se parcialmente a justificação para o agravamento do saldo acumulado da balança de bens e, em última instância, da balança corrente de Portugal, com impactos negativos para a competitividade da economia nacional.

Pedro Avelar

Despesa pública em Portugal: onde é que o Estado gasta as receitas?

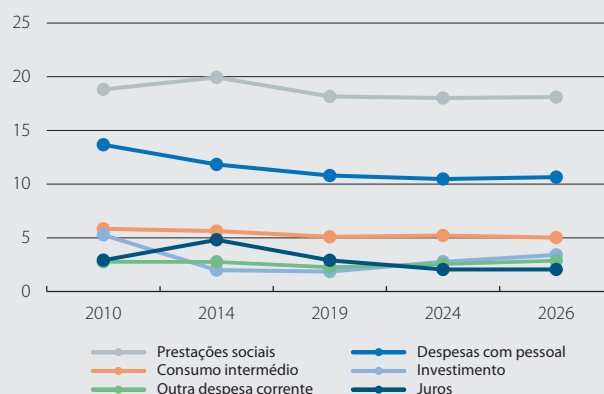
O aumento da despesa pública nos anos pós-pandemia tem suscitado alertas de várias instituições, pelo receio de que, no futuro, voltemos a ser observados com preocupação pelos investidores, agências de *rating* e parceiros internacionais. De facto, o aumento da despesa corrente primária, ou seja, a despesa pública mais rígida e difícil de reverter em caso de necessidade, aumentou cerca de 7% em média, por ano, desde 2023,¹ e deverá representar 37,3% do PIB em 2025. A confirmar-se, representa um aumento de 0,6 p. p. face ao pré-pandemia (ou seja, de mais de 35.300 milhões de euros). Perante estes focos de preocupação, e tendo em conta que as novas regras fiscais europeias se concentram num novo conceito relacionado com a despesa (a evolução da despesa líquida primária), olhamos com mais clareza para o que tem sido a evolução dos gastos públicos em Portugal ao longo dos últimos anos e como o país compara com as restantes economias europeias.

Neste âmbito, as prestações sociais, as despesas com pessoal e o consumo intermédio são as rubricas que mais pesam na despesa pública, por esta ordem, representando cerca de 80% da despesa total. Seguem-se, em menores dimensões, os juros, a outra despesa corrente e o investimento. Esta desagregação é semelhante aos restantes países da União Europeia, tal como revela o segundo gráfico.

As prestações sociais foram, de longe, a rubrica que mais aumentou nos últimos 15 anos: estamos a falar de quase 18.300 milhões de euros entre 2010 e 2024 (ou seja, cerca de 60% do aumento da despesa pública neste período é explicado pelas prestações sociais), o que representa um

Principais rubricas da despesa pública em Portugal

(% PIB)



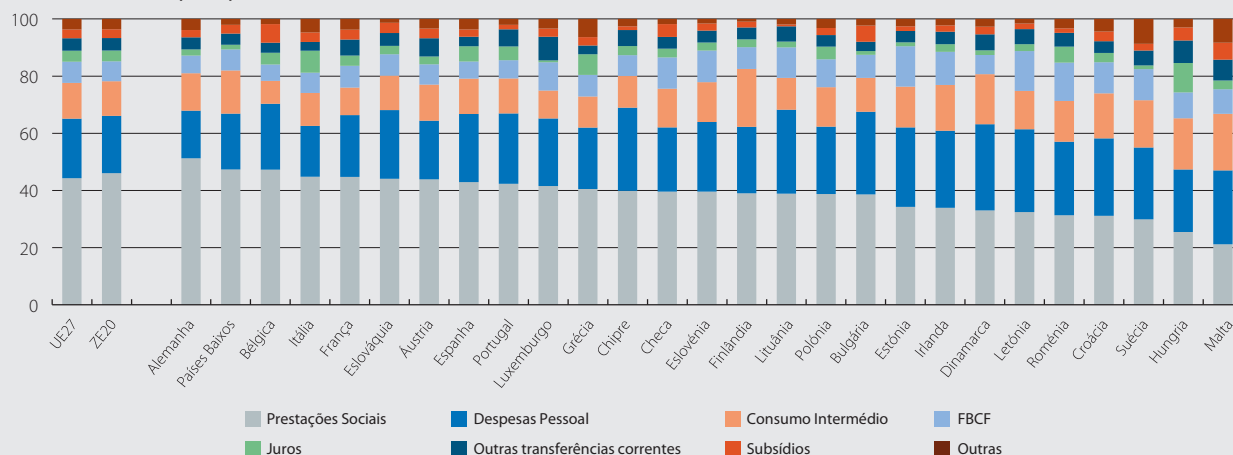
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

crescimento médio anual de 3%. Perante isto, o seu peso na despesa total passou de 36,3% em 2010 para mais de 42% em 2024. Ou seja, mais de 40% da despesa pública tem como destino o pagamento de pensões, subsídio de desemprego e apoio ao emprego, abono à família, o Complemento Solidário para Idosos, entre outros. Mais concretamente, 1/4 da despesa pública é relativa ao pagamento de pensões de velhice/reforma, sendo Portugal o 5º país com maior percentagem gasta (ver terceiro gráfico), e o 7º país se analisarmos em percentagem do PIB (ligeiramente abaixo dos 11%).²

O peso expressivo que as prestações sociais têm na despesa pública é transversal a todos os Estados-Membros (fac-

Desagregação da despesa pública por rubrica, para os vários países da União Europeia (2024)

(% do total de despesa pública)



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

1. Comparação entre a estimativa do Governo para 2025, inscrita na Proposta de OGE para 2026, e o montante registado em 2023.
2. Dados relativos a 2023, último ano para o qual existe informação no Eurostat.

to visível no segundo gráfico), ainda que alguns países gastem uma maior proporção, como é o caso da Alemanha, que aloca cerca de 50% da sua despesa a prestações sociais, e outros a gastarem cerca de metade do que Portugal gasta (como Malta). Assim, Portugal é o 9º país que maior percentagem da sua despesa aloca ao pagamento de prestações sociais, ligeiramente abaixo da média da UE (44%) e da Zona Euro (46%). Foi também o 4º país em que se verificou o maior aumento da proporção das prestações sociais na despesa pública entre 2010 e 2024, apenas atrás de Chipre, Finlândia e Espanha.

No que diz respeito às despesas com pessoal, apesar do aumento de mais de 5.700 milhões de euros (cerca de 2% em média, por ano), o seu peso reduziu nos últimos anos, passando de 26,3% da despesa pública em 2010 para quase 25% em 2024. O gasto per capita, ou seja, dividindo as despesas com pessoal pelo número de funcionários públicos, aumentou de cerca de 31.000 euros em 2011 para mais de 40.000 euros em 2024.³ Analisando de forma desagregada, enquanto o número de funcionários públicos aumentou cerca de 3% neste período, as despesas com pessoal aumentaram mais de 34%. Do montante gasto com pessoal, a larga maioria é, como seria de esperar, o pagamento de salários (mais de 70%), com os restantes a dizerem respeito ao pagamento das respetivas contribuições sociais. Entre os restantes países da UE, Portugal era o 12º país que maior percentagem da despesa gastava com salários dos funcionários públicos em 2024, acima do conjunto da UE e Zona Euro (em torno dos 20% em ambos os casos).

Em sentido contrário, Portugal é dos países que menos gasta em investimento público (era o 4º com menor proporção da despesa atribuída ao investimento em 2024), e isso é visível no peso do investimento público no PIB, que passou de 5,3% em 2010 para 2,8% em 2024 (2,5% se excluirmos o impacto do PRR). Em termos absolutos, isto representa uma redução de quase 1.500 milhões de euros entre 2010 e 2024 (ou de mais de 2.200 milhões de euros se excluirmos o PRR).

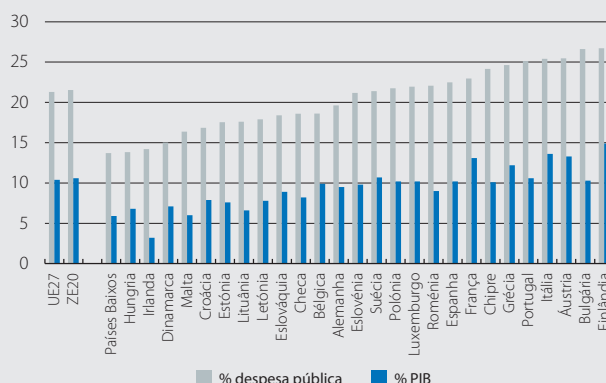
Por fim, também é relevante olharmos para a evolução dos juros, que regista um aumento de «apenas» 689 milhões de euros nos últimos 15 anos, ou seja, uma média de cerca de 46 milhões de euros por ano. O seu peso no PIB passou de 2,9% em 2010 para 2,1% em 2024, representando cerca de 4,8% da despesa pública em 2024 (face a 5,6% em 2010).⁴ Este caminho não pode ser analisado em

3. Não existem dados para o emprego público da DGAEP relativos a 2010, pelo que a comparação de 2024 fez-se face ao primeiro ano disponível, neste caso, o 4T 2011.

4. Se olharmos para os anos seguintes, marcados pelo programa de assistência financeira a Portugal, a comparação é ainda mais incrível: o peso dos juros no PIB chegou a atingir os 4,8% entre 2012 e 2014 e, em 2012, os encargos com o pagamento de juros representava quase 10% da despesa pública.

Peso dos gastos com pensões de velhice, por Estado-Membro (2023)

(% da despesa pública total e em % do PIB)



Nota: Dados em contabilidade nacional.

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

separado do ambiente de taxas de juro muito baixas (ou negativas) que marcou o período pós-crise das dívidas soberanas (através da atuação da política monetária) e do compromisso de Portugal no caminho da consolidação das contas públicas, que tem permitido, a par de outros fatores, uma melhor avaliação do país pelos investidores e as principais agências de *rating*, o que permite financiamento com custos mais baixos. Ainda assim, Portugal era o 6º país que mais alocava a sua despesa ao pagamento de juros entre os vários Estados-Membros (tal como o era em 2010), gastando uma maior proporção da sua despesa do que acontece com a média dos países da UE e da Zona Euro (de 3,8% em ambos os casos);⁵ e isto reflete, naturalmente, o ainda elevado peso da dívida pública em Portugal.

Por isso, terminamos o artigo da mesma forma como começamos: a gestão cuidadosa da despesa pública (obviamente em linha com as políticas do lado da receita) deve ser primordial não só para cumprir com as regras orçamentais europeias,⁶ como também para manter o país longe dos holofotes dos mercados financeiros internacionais.

Vânia Duarte

5. O país com os maiores encargos com juros em proporção da sua despesa em 2024 era a Hungria (10,3%), seguindo-se Itália, Grécia, Roménia e Espanha (com 7,7%, 7,2%, 5,6% e 5,4%, respetivamente).

6. Neste âmbito, sugerimos a leitura do focus «Quase equilíbrio orçamental ensombrado por alertas e riscos», do IM11/2025, onde discutimos, na última parte do artigo, as recentes estimativas do Governo, UTAO e CFP para a evolução da despesa líquida primária e o risco de incumprimento num cenário sem a ativação da cláusula de derrogação nacional. Também recentemente, a Comissão Europeia alertou para o risco de incumprimento das regras fiscais, estimando um desvio de 0,7% do PIB no acumulado 2025-2026, acima da meta estabelecida (de 0,6%), mas mantendo a expectativa de que Portugal cumpra com a redução mínima anual do rácio de dívida, de 1 p. p.

A Saúde em Portugal – mais longevidade, mas a que custo?

O que mudou ao longo dos últimos 50 anos?

A área da Saúde em Portugal sofreu expressivas modificações desde a década de 1970, nomeadamente no que diz respeito ao número de profissionais formados, aumento da despesa pública alocada a investimentos na área e alteração nos hábitos e estilos de vida dos portugueses, com resultados diretos no aumento da esperança média de vida (EMV) e na redução da taxa de mortalidade infantil¹ (TMI). Em média, e de acordo com os dados de 2022, a população portuguesa apresenta uma EMV de 82,6 anos, acima do dado para a média da OCDE (82,3 anos), o que traduz um aumento de 14,4 anos na EMV em apenas 50 anos (o aumento verificado para o caso da média da OCDE foi de 10,4 anos). Na década de 1970, a TMI portuguesa (37,9) era substancialmente superior à da média da OCDE (16,6), sendo que atualmente se fixa em 2,6 para o caso de Portugal e 3,3 para a média da OCDE.

O expressivo melhor desempenho de Portugal na área da Saúde (com resultados visíveis no aumento da EMV e na redução da TMI) quando comparado aos outros países da OCDE é justificado, em grande medida, pela criação do Serviço Nacional de Saúde (SNS) em 1979, que passou a garantir o acesso universal a cuidados de saúde essenciais e de forma tendencialmente gratuita. O acesso à Saúde, antes da criação do SNS, era da responsabilidade das famílias, instituições privadas e serviços médico-sociais da Previdência, algo que estava fora do alcance das pessoas com rendimentos mais baixos, colocando a saúde em segundo plano. O próprio SNS também sofreu alterações desde a sua criação, como foi o caso do desenvolvimento da carreira dos médicos, a criação de unidades de saúde familiares e a reestruturação da gestão hospitalar. Em 2020, a despesa pública alocada à Saúde atingiu os 6,8% do PIB, um aumento de 5,5 p. p. quando comparado com 1970. No entanto, a partir de 2011, Portugal começou a gastar comparativamente menos em Saúde do que o conjunto dos países da Zona Euro (em média, menos 0,7 p. p.).

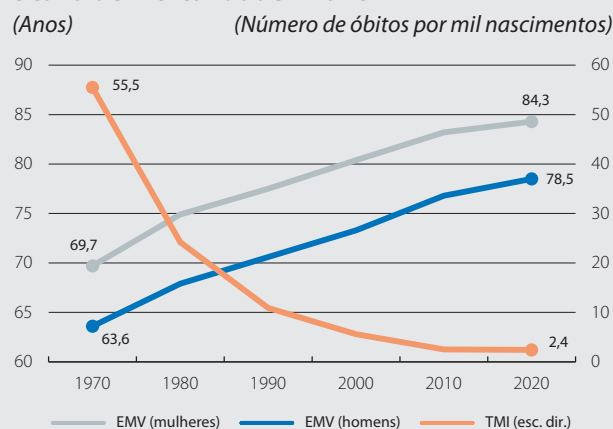
O investimento na capacitação de recursos humanos para a área da Saúde foi um dos pontos fulcrais para a melhoria dos resultados. Em 1970, apenas 1,9% das pessoas empregadas trabalhavam nesta área, ao passo que em 2022 o rácio já ultrapassava os 5%. Quando comparamos a década de 1970 com 2022, um dos dados mais impressionantes é o aumento em cinco vezes do número de médicos e em quatro vezes do número de enfermeiros inscritos nas respetivas Ordens Profissionais. No entanto, o aumento da longevidade da população leva a uma crescente pressão do SNS, com resultado em constrangimentos visíveis, por exemplo, no aumento das listas de espera para consulta ou cirurgia.

Vivemos mais, mas com mais qualidade?

Apesar de a EMV em Portugal ser superior à da média dos países da OCDE, o número de anos de vida saudáveis² da

1. A taxa de mortalidade infantil traduz o número de óbitos por cada 1000 nados-vivos com menos de 1 ano.
2. Sem doenças, lesões e num estado de saúde funcional.

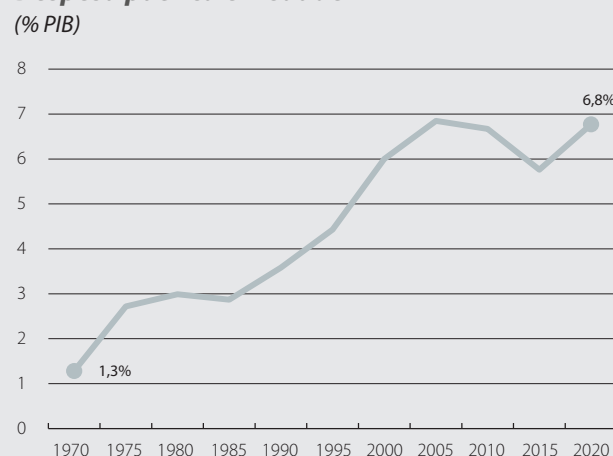
Esperança média de vida à nascença (em anos) e taxa de mortalidade infantil*



Nota: * Número de óbitos em bebés com menos de 1 ano por cada mil nados-vivos.

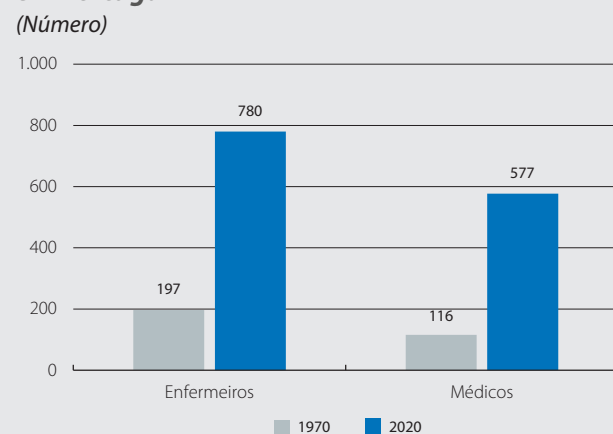
Fonte: BPI Research, com base em dados do INE e do Ministério da Saúde.

Despesa pública em saúde



Fonte: BPI Research, com base em dados do Banco Mundial.

Médicos e enfermeiros por 100.000 habitantes em Portugal



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

população portuguesa situa-se 3,5 anos abaixo da média dos países da UE. Assim, é possível concluir que em Portugal recorre-se mais cedo, e num período mais alargado de tempo, a cuidados de saúde para, por exemplo, tratamento de doenças crónicas. Uma das razões apontadas para este menor número de anos de vida saudável é a reduzida atividade física. De facto, em 2019 apenas 3% da população caminhava ou pedalava 30 minutos por dia, ao passo que a média da UE se situava nos 15%. Outro fator para a perda potencial de saúde é a ingestão de bebidas alcoólicas – em 2019, 20,7% da população residente em Portugal dizia ingerir álcool diariamente (a média da UE foi de 8,4% nesse ano). Adicionalmente, o elevado número de casos de pessoas com sintomas depressivos (em 2019, 8,7% da população, menos 2 p. p. do que na média da UE), associado ao maior consumo de antidepressivos (149 doses diárias vendidas por cada mil habitantes vs. 75 para a UE) têm também impacto na perda de número de anos de vida saudáveis. A maior procura de cuidados médicos primários, fruto da redução do número de anos saudáveis, resulta em pressões no SNS, cuja discussão à volta do tema está na ordem do dia. De facto, Portugal é o país da Europa onde as necessidades de saúde dos cidadãos são menos satisfeitas³ (por exemplo, em 2024 mais de 1,5 milhões de utentes não tinham médico de família atribuído). Assim, a falta de resposta do SNS tem suportado o recurso a seguros de saúde, com Portugal a destacar-se como o 3º país da UE com maior gasto em despesas privadas de saúde em 2022 (os portugueses gastaram em média 1.056 euros por ano neste tipo de despesas, sendo a média da UE de 688 euros anuais).

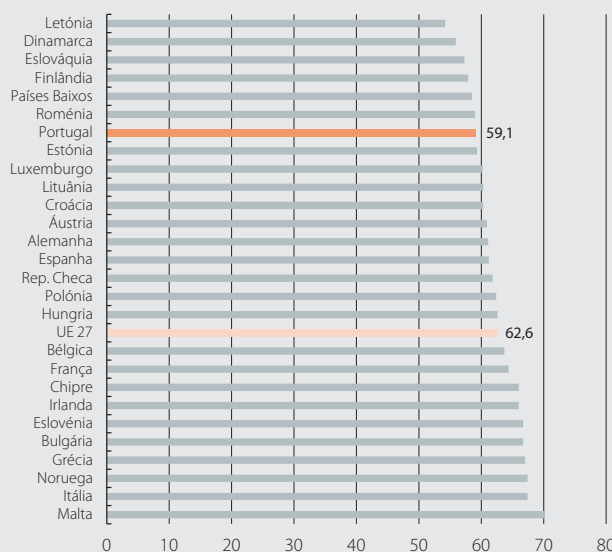
O que se espera nos próximos anos para o SNS?

A despesa alocada à área da Saúde por parte do Governo tem aumento em torno dos 7%/ano desde 2020. Mais de metade dos fundos são utilizados para a aquisição de bens e serviços e as despesas com pessoal absorvem mais de 40% do montante total desde 2023 (crescendo 2 p. p. por ano desde então). De facto, Portugal gasta mais com pessoal do que a Zona Euro (cujo orçamento para esta componente ronda os 20% do total alocado à área da saúde). De acordo com o OGE para 2026, projeta-se o menor aumento dos últimos anos em despesas com saúde (1,5%), ao passo que nos últimos dois anos o aumento foi de quase 7%. Este abrandamento justifica-se pela queda de 10% na rubrica de aquisição de bens e serviços. Por outro lado, a rubrica com maior crescimento projetado será o investimento (+65%, para os 1,2 mil milhões de euros).

Um fator fundamental para alavancar as potencialidades do SNS é a execução dos investimentos estipulados no PRR, que aloca 2,1 mil milhões de euros (9% da dotação) a esta componente (C01). Até ao momento, apenas 468 milhões de euros foram entregues aos beneficiários finais (menos de ¼ do previsto), o que parece comprometer a execução total

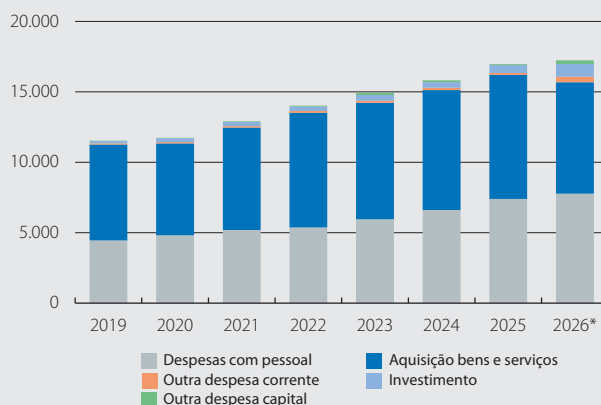
3. De acordo com o Eurostat, 40% dos portugueses com necessidades de saúde mencionam a existência de pelo menos um episódio em que não conseguiram aceder aos cuidados de saúde necessários (com destaque para a saúde oral e mental), sobretudo devido aos tempos de espera e motivos financeiros. A média da UE situa-se nos 26%.

Anos de vida saudável à nascença (2022)



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

Desagregação das despesas com Saúde (Milhões de euros)



Nota: * Os valores para 2026 são os previstos no OGE.

Fonte: BPI Research, com base em dados da Conta Geral do Estado.

dos investimentos e reformas propostos. Estes projetos⁴ são fundamentais para se enfrentar os desafios decorrentes do envelhecimento da população, aumento da incidência de doenças crónicas e as desigualdades no acesso aos cuidados de saúde. O objetivo final é a criação de um SNS mais resiliente, eficiente e acessível, que possa oferecer serviços de maior qualidade e dar uma melhor resposta às necessidades dos cidadãos.⁵

Pedro Avelar

4. Exemplos: construção de 124 novas unidades de saúde, renovação de 347 instalações, criação de 50 equipas domiciliárias de cuidados continuados integrados e 10 equipas de apoio de saúde mental, construção de 4 unidades de internamento em hospitais gerais, atribuição de 3600 novos equipamentos informáticos para o Serviço Regional de Saúde da Madeira, aquisição de 19 equipamentos médicos pesados para os hospitais do SNS e construção de parte do Hospital de Lisboa Oriental.

5. Por exemplo, através da modernização de infraestruturas, reforço dos cuidados primários e hospitalares e aceleração da transformação digital.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	09/25	10/25	11/25
Índice coincidente para a atividade	3,9	2,0	1,9	1,8	1,8	2,0	2,1	2,2	...
Indústria									
Índice de produção industrial	-3,1	0,8	-0,4	-2,3	1,2	2,6	2,0	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-7,4	-6,2	-4,2	-5,1	-4,8	-3,4	-3,0	-3,7	-2,6
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	7,5	6,5	23,6	39,8	19,4	7,0	1,6	...	...
Compra e venda de habitações	-18,7	14,5	32,5	25,0	15,5	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária)	9,1	8,5	13,2	15,8	17,4	18,2	17,7	17,7	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	19,0	6,3	6,3	4,6	4,0	2,6	2,6	2,6	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	7,7	5,6	10,9	12,5	6,6	12,9	12,4	10,7	7,8
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	1,1	3,3	5,0	4,5	4,8	5,3	5,3	4,5	...
Indicador coincidente do consumo privado	3,1	2,8	3,5	3,8	3,5	3,1	3,1	3,0	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-28,7	-18,0	-14,3	-15,5	-17,9	-16,2	-16,6	-15,9	-15,2
Mercado de trabalho									
População empregada	2,3	1,2	1,3	2,4	2,9	3,7	3,7	3,4	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,5	6,4	6,7	6,6	5,9	5,8	6,0	5,9	...
PIB	3,1	2,1	2,6	1,7	1,8	2,4	-	-	-

Preços

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	09/25	10/25	11/25
Inflação global	4,4	2,4	2,6	2,3	2,2	2,6	2,4	2,3	2,2
Inflação subjacente	5,1	2,5	2,7	2,3	2,3	2,3	2,0	2,1	1,9

Setor externo

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	09/25	10/25	11/25
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-1,4	2,0	2,0	5,3	4,3	2,2	2,2	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-4,0	2,0	2,0	5,4	7,0	6,5	6,5	...	...
Saldo corrente	1,5	6,0	6,0	4,2	3,7	3,8	3,8	...	...
Bens e serviços	4,1	6,5	6,5	5,2	4,5	4,4	4,4	...	...
Rendimentos primários e secundários	-2,6	-0,6	-0,6	-0,9	-0,9	-0,6	-0,6	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	5,5	9,1	9,1	7,5	7,1	7,6	7,6	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	09/25	10/25	11/25
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	-2,3	7,5	7,5	6,5	5,4	6,3	6,3	6,1	...
À ordem	-18,5	-0,3	-0,3	5,0	5,1	8,6	8,6	8,1	...
A prazo e com pré-aviso	22,2	15,3	15,3	7,8	5,8	4,3	4,3	4,4	...
Depósitos das Adm. Públicas	-12,4	26,7	26,7	29,3	39,6	-0,5	-0,5	15,6	...
TOTAL	-2,6	7,9	7,9	7,1	6,4	6,1	6,1	6,4	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	-1,5	1,9	1,9	3,3	4,9	5,8	5,8	6,1	...
Empresas não financeiras	-2,1	-1,0	-1,0	0,1	2,2	2,3	2,3	2,4	...
Famílias - habitação	-1,5	3,0	3,0	4,9	6,4	8,0	8,0	8,5	...
Famílias - outros fins	0,2	5,4	5,4	5,7	6,6	6,9	6,9	7,1	...
Administrações Públicas	-5,5	0,6	0,6	-8,0	3,8	4,8	4,8	5,7	...
TOTAL	-1,7	1,9	1,9	2,9	4,9	5,8	5,8	6,1	...
Taxa de incumprimento (%)²	2,7	2,4	2,4	2,3	2,3	...	-	-	-

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

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

A economia espanhola enfrenta com dinamismo a reta final de 2025

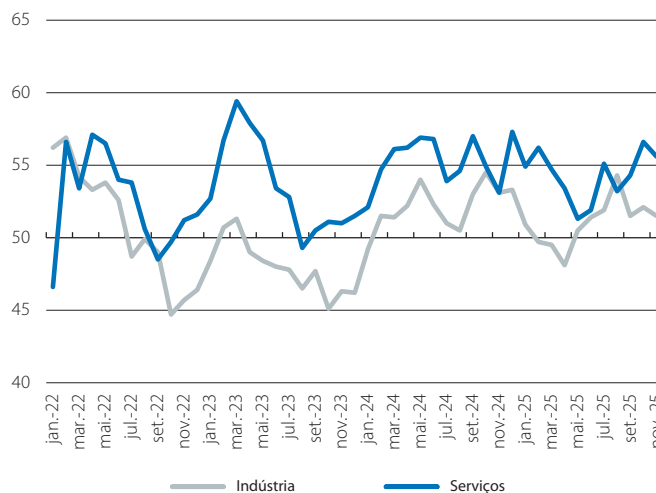
Em novembro, os indicadores de atividade apontam para um 4T muito positivo. O consumo privado mantém-se dinâmico, apoiado pela recuperação gradual do rendimento disponível real das famílias e por taxas de juro mais baixas. Simultaneamente, os indicadores da atividade empresarial são robustos e o mercado de trabalho continua a criar emprego. Neste contexto, prevê-se um final de ano melhor do que o previsto. Especificamente, o indicador de consumo do Caixabank Research mostra que os gastos com cartões espanhóis nas três primeiras semanas de novembro aumentaram 6,9% em termos homólogos, muito acima dos 3,2% registados no 3T. Da mesma forma, o índice do comércio a retalho, deflacionado e corrigido de sazonalidade, manteve em outubro um notável aumento de 3,8% em termos homólogos. Em termos de oferta, o PMI para o setor da indústria transformadora situou-se em 51,5 em novembro, ligeiramente abaixo dos 52,1 do mês anterior e do 3T (52,6), mas ainda confortavelmente acima do limiar de crescimento do setor (50). De igual modo, o PMI dos serviços foi de 55,6, um valor elevado, ligeiramente inferior ao de outubro, mas superior ao do 3T (54,2).

Dados robustos sobre o mercado de trabalho no 4T. Durante o mês de novembro, tradicionalmente um mês de queda das inscrições devido ao declínio dos funcionários do setor da hotelaria e restauração, o mercado de trabalho mostrou um bom desempenho: as inscrições na Segurança Social diminuíram 14.358 pessoas em relação a outubro (-0,07%), menos do que em anos anteriores, e em termos corrigidos de sazonalidade aumentaram 44.734 pessoas. Dessa forma, entre outubro e novembro, as inscrições na Segurança Social aumentaram 0,6% em cadeia (corrigido de sazonalidade), mais uma décima de ponto percentual do que no trimestre anterior, o que aponta para uma melhoria no ritmo de criação de emprego. Esta tendência positiva prevê a criação de mais empregos em 2025 do que em 2024, o que é certamente significativo: as inscrições aumentaram em 474.846 trabalhadores nos primeiros 11 meses do ano vs. 462.276 de novembro de 2024. Como aspeto positivo, o desemprego registado diminuiu em 18.805 pessoas em relação a outubro, para 2,42 milhões.

A inflação estabiliza-se em níveis ainda um pouco elevados. A estimativa rápida do IPC global para novembro situou-se em 3,0%, 1 décima abaixo da de outubro, um sinal de estabilização após a tendência ascendente observada desde maio, quando a inflação foi de 2,0%. A ligeira descida foi mais modesta do que o previsto; os preços da eletricidade caíram menos do que o previsto em relação a outubro, enquanto os preços da alimentação e do lazer e cultura subiram. Por conseguinte, existem riscos ascendentes para as perspetivas de inflação devido a uma inércia maior do que a prevista na inflação ligada aos serviços, juntamente com a relutância dos preços da eletricidade em corrigir substancialmente.

Espanha: PMI

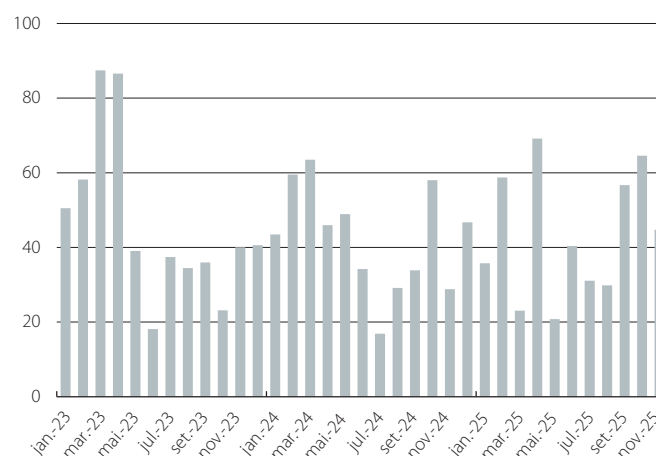
Nível



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

Espanha: inscritos na Segurança Social*

Variação mensal (milhares de pessoas)

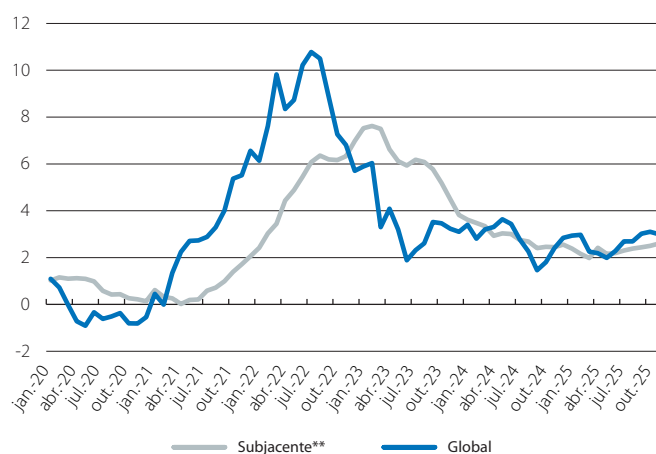


Nota: * Séries corrigidas de sazonalidade.

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

Espanha: inflação*

Variação (%)



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

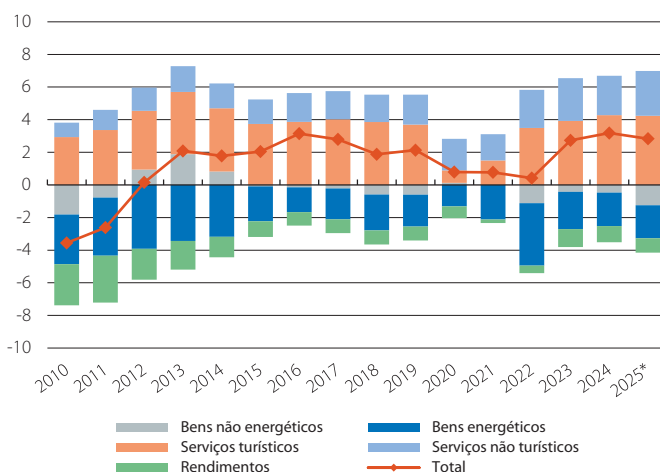
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.

Reduz-se o excedente da balança corrente devido ao forte dinamismo das importações. Em termos acumulados a 12 meses, o saldo da balança corrente até setembro registou um excedente de 2,8% do PIB, menos 0,3 p. p. do que no conjunto de 2024. O declínio deveu-se principalmente ao forte dinamismo das importações de bens não energéticos para abastecer a dinâmica da procura interna, que ultrapassou largamente as exportações. Tal efeito resultou num défice na balança de bens não energéticos de 1,2% do PIB, 7 décimas mais elevado do que no final de 2024. Em contrapartida, o défice energético registou uma ligeira melhoria para 2,0% do PIB, em comparação com 2,1% em 2024, com os preços a continuarem a cair (-15% em termos homólogos em 2025). No que respeita aos serviços, o setor dos serviços não turísticos é particularmente forte, com um excedente de 2,7% do PIB em comparação com 2,4% em 2024, com um aumento anual de 10% nas exportações. O turismo manteve o seu bom desempenho com um excedente de 4,2% do PIB, após o recorde de 4,3% registado no ano passado. Considerando por áreas geográficas, entre janeiro e setembro, registou-se uma quebra homóloga de 7,4% nas exportações de bens para os EUA, o que resultou num défice comercial de 10.785,6 milhões de euros face aos EUA.

Redução do défice público até ao 3T em comparação com o ano passado. Até setembro, o défice público consolidado (excluindo as administrações locais) caiu para 1,1% do PIB, em comparação com 1,5% no mesmo período de 2024, graças a fortes receitas públicas (+7,2% em termos homólogos) e a despesas mais contidas (+5,7%). Em termos nominais, o défice foi 23% inferior ao do ano anterior. As receitas fiscais cresceram 7,8%, impulsionadas pelos impostos diretos (+9,9%) e pelos impostos indiretos (+7,3%), enquanto as contribuições para a segurança social aumentaram 6,5%. Em termos de despesas, destaca-se o aumento das prestações sociais (+6,3%), enquanto as despesas com pessoal se mantiveram moderadas (+3,1%), na expectativa da aplicação retroativa, em dezembro, da revalorização acordada de 2,5%. Com estes desenvolvimentos, as perspetivas apontam para um défice próximo de 2,5% do PIB em 2025 (vs. 3,2% em 2024), melhor do que a nossa atual previsão de 2,7% baseada nos dados do primeiro semestre.

Os preços das casas continuam a subir. O valor de avaliação das habitações sem restrições aumentou 3,0% em cadeia e 12,1% em termos homólogos no 3T, uma aceleração face aos 10,4% registados no 2T e o maior aumento desde 2005. Esta recuperação reflete o desequilíbrio entre a oferta e a procura, embora, em termos reais, o preço esteja ainda 27% abaixo dos máximos de 2007. Neste contexto, as transações imobiliárias apresentam alguma volatilidade: depois de vários trimestres com aumentos superiores a 10%, o mês de agosto registou uma queda nas transações de 3,4% e o mês de setembro, uma ligeira subida de 3,8%, embora o volume se mantenha elevado com 707.800 transações no acumulado de 12 meses, o mais elevado desde 2007.

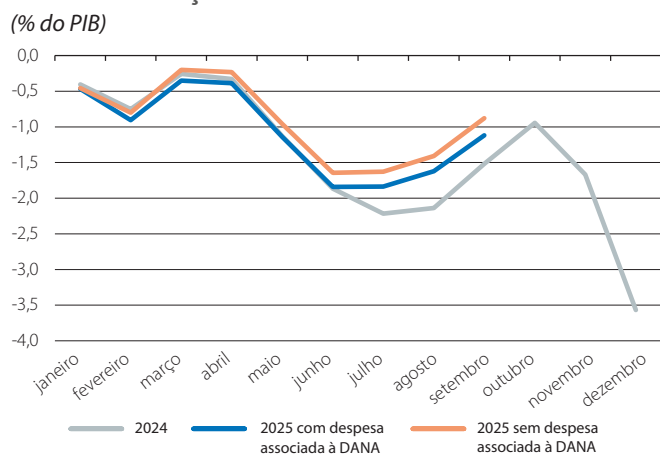
Espanha: balança corrente (% do PIB)



Notas: *Dados acumulados para os 12 meses até setembro. Dados sobre bens de acordo com a classificação SITC.

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

Espanha: capacidade/necessidade de financiamento da Administração Pública (% do PIB)

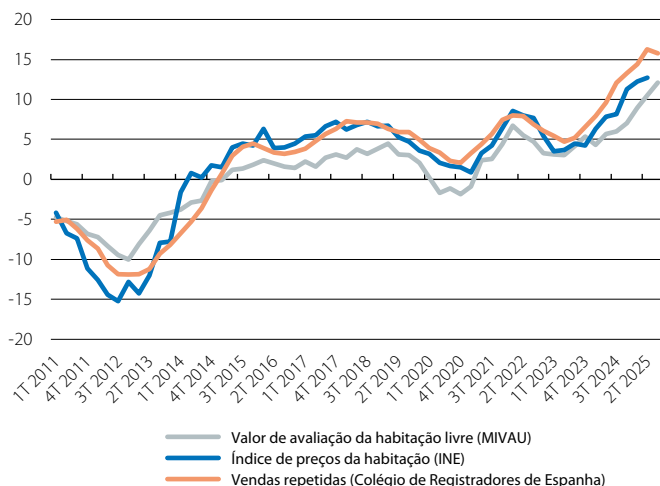


Nota: Dados consolidados e excluindo as Empresas Locais, uma vez que os dados relativos a estas ainda não foram publicados.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Intervenção Geral da Administração do Estado espanhol (IGAE).

Espanha: preço da habitação

Varição homóloga (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados do INE, MIVAU e Colegio de Registradores (Espanha).

Indicadores de atividade e emprego

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	09/25	10/25	11/25
Indústria									
Índice de produção industrial	-1,6	0,4	1,3	-0,7	1,5	2,5	1,7	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-6,5	-4,9	-6,0	-5,4	-5,2	-4,9	-4,6	-4,6	-3,4
PMI das indústrias (valor)	48,0	52,2	53,6	50,0	50,0	52,6	51,5	52,1	51,5
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	0,5	16,7	16,7	20,1	14,8	7,9	7,9	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	-10,2	9,7	9,7	17,0	22,9	18,7	18,7	...	...
Preço da habitação	4,0	8,4	11,3	12,2	12,7	...	...	...	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	18,9	10,1	10,1	8,1	6,3	4,3	4,3	3,7	...
PMI dos serviços (valor)	53,6	55,3	55,1	55,3	52,2	54,2	54,3	56,6	55,6
Consumo									
Vendas a retalho ¹	2,5	1,8	2,9	3,4	5,1	4,5	4,1	3,8	...
Matrículas de automóveis	16,7	7,2	14,4	14,0	13,7	16,9	16,4	15,9	12,9
Indicador do sentimento económico (valor)	100,5	103,0	101,4	103,3	103,2	103,7	104,9	103,9	105,9
Mercado de trabalho									
População empregada ²	3,1	2,2	2,2	2,4	2,7	2,6	...	...	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	12,2	11,3	10,6	11,4	10,3	10,5	...	...	...
Inscritos na Segurança Social ³	2,7	2,4	2,4	2,3	2,2	2,3	2,4	2,4	2,5
PIB	2,5	3,5	3,7	3,1	3,0	2,8	...	...	...

Preços

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	09/25	10/25	11/25
Inflação global	3,5	2,8	2,4	2,7	2,2	2,8	3,0	3,1	3,0
Inflação subjacente	6,0	2,9	2,5	2,2	2,3	2,4	2,4	2,5	2,6

Setor externo

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	09/25	10/25	11/25
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-1,4	0,2	0,2	3,3	2,0	0,8	0,8	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-7,2	0,1	0,1	4,2	4,1	4,6	4,6	...	...
Saldo corrente	40,9	50,7	50,7	47,8	49,1	47,0	47,0	...	...
Bens e serviços	57,5	66,3	66,3	63,5	64,3	61,7	61,7	...	...
Rendimentos primários e secundários	-16,5	-15,7	-15,7	-15,7	-15,2	-14,7	-14,7	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	57,8	68,7	68,7	66,6	68,1	66,1	66,1	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros⁴

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	09/25	10/25	11/25
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	0,3	5,1	5,1	4,6	3,9	4,9	4,9	4,9	...
À ordem e poupança	-7,4	2,0	2,0	3,1	5,0	7,2	7,2	7,3	...
A prazo e com pré-aviso	100,5	23,5	23,5	12,6	-1,5	-6,6	-6,6	-6,1	...
Depósitos das Adm. Públicas ⁵	0,5	23,1	23,1	24,4	25,5	7,2	7,2	4,6	...
TOTAL	0,3	6,3	6,3	5,9	5,4	5,1	5,1	4,9	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	-3,4	0,7	0,7	1,7	2,6	2,8	2,8	3,2	...
Empresas não financeiras	-4,7	0,4	0,4	1,6	2,5	2,3	2,3	3,0	...
Famílias - habitação	-3,2	0,3	0,3	1,4	2,3	2,9	2,9	3,0	...
Famílias - outros fins	-0,5	2,3	2,3	3,1	-261,4	3,7	3,7	4,3	...
Administrações Públicas	-3,5	-2,6	-2,6	-0,3	5,3	12,9	12,9	11,4	...
TOTAL	-3,4	0,5	0,5	1,6	2,7	3,4	3,4	3,7	...
Taxa de incumprimento (%)⁶	3,5	3,3	3,3	3,2	3,0	2,9	2,9	...	...

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

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

ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

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

INFORMAÇÃO MENSAL

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

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

DAILY REPORT

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

PULSO ECONÓMICO

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

NOTAS BREVES

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

FLASH NOTES

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

FICHAS SÍNTESE PAÍS

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



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

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

© Banco BPI, S.A., 2025

© CaixaBank, S.A., 2025

Design e produção: www.cegegglobal.com

