

IM09

INFORMAÇÃO MENSAL
SETEMBRO 2025



AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

MERCADOS FINANCEIROS

O que está por detrás das taxas de juro do BCE

ECONOMIA INTERNACIONAL

*5% do PIB em defesa: Porquê? Para quê?
É viável?*

Orçamento da UE 2028-2034: missão impossível?

As tarifas funcionam como um instrumento de cobrança de impostos nos EUA?

ECONOMIA PORTUGUESA

Os limites à produtividade e competitividade das empresas portuguesas

Setor empresarial com situação financeira mais sólida

O que nos contam os dados do crédito ao consumo?

DOSSIER: DESAFIOS E POLÍTICAS NA ERA DA LONGEVIDADE

Demografia e destino: o mundo que nos espera em 2050 com menos nascimentos e mais longevidade

Efeitos do envelhecimento no crescimento e fatores de atenuação

O impacto do envelhecimento nas finanças públicas: o grande desafio de Portugal e da Europa

Alavancas para mitigar o impacto da demografia nas pensões públicas em Portugal

Uma sociedade envelhecida pagará taxas de juro mais baixas?

INFORMAÇÃO MENSAL**Setembro 2025**

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

BPI Research (DF-EEF)

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

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

deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista Chefe

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com

research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista Chefe

José Ramón Díez

Diretor de Economias e

Mercados Internacionais

Oriol Aspachs

Diretor de Economia Espanhola

Sandra Jódar

Diretora de Planeamento Estratégico

Adrià Morron Salmeron

e **Oriol Carreras**

Coordenadores da *Informação Mensal*

Javier García-Arenas

Coordenador do Dossier

Data de fecho desta edição:

5 de setembro de 2025

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

9 *O que está por detrás das taxas de juro do BCE*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

14 *5% do PIB em defesa: Porquê? Para quê? É viável?*

16 *Orçamento da UE 2028-2034: missão impossível?*

18 *As tarifas funcionam como um instrumento de cobrança de impostos nos EUA?*

22 ECONOMIA PORTUGUESA

24 *Os limites à produtividade e competitividade das empresas portuguesas*

26 *Setor empresarial com situação financeira mais sólida*

29 *O que nos contam os dados do crédito ao consumo?*

33 ECONOMIA ESPANHOLA

35 *A classe média espanhola em números: rendimentos mais elevados, menos sentido de progresso*

38 DOSSIER: DESAFIOS E POLÍTICAS NA ERA DA LONGEVIDADE

38 *Demografia e destino: o mundo que nos espera em 2050 com menos nascimentos e mais longevidade*

41 *Efeitos do envelhecimento no crescimento e fatores de atenuação*

44 *O impacto do envelhecimento nas finanças públicas: o grande desafio de Portugal e da Europa*

46 *Alavancas para mitigar o impacto da demografia nas pensões públicas em Portugal*

48 *Uma sociedade envelhecida pagará taxas de juro mais baixas?*

Novas realidades, velhos riscos

O verão passou com a sensação de que o impacto inicial causado pelas decisões de política económica da administração Trump foi menor do que o inicialmente esperado. Uma vez compensados os efeitos da «antecipação» dos aumentos das tarifas no início do ano, o panorama da atividade reflete um ciclo de crescimento global que se mantém em fase de aterragem ordenada e, portanto, longe de cenários recessivos. A notável resiliência dos EUA, da China e da Índia está a compensar a fraqueza da Zona Euro, permitindo que o crescimento mundial mantenha uma velocidade de cruzeiro próxima dos 3%, como reflete o PMI global de agosto, em máximos de 15 meses. É verdade que a tarifa média dos EUA será muito superior à existente no início do ano (17% contra 2,5%) e que os níveis aplicados a alguns países (Brasil, Suíça ou Índia) terão um impacto negativo no crescimento. Também falta fechar o acordo com a China, enquanto os tribunais americanos decidem sobre os recursos legais utilizados pelo executivo para justificar os aumentos das tarifas. Mas, por enquanto, os efeitos sobre o crescimento estão a ser moderados e, tendo sido definido o novo mapa tarifário, o impacto potencial da incerteza nas decisões dos agentes económicos foi reduzido, uma vez descartado o risco de uma guerra comercial.

No que diz respeito à inflação, na ausência de retaliação, o impacto é transmitido de forma gradual e, mesmo nos EUA, os dados do segundo trimestre refletem que as empresas estão a assumir uma parte importante do aumento das tarifas, sem um impacto significativo nos lucros. Esta combinação de crescimento e inflação permitirá que continue o movimento generalizado de relaxamento monetário global para uma zona neutra (-100 pontos base nos últimos doze meses), ao qual a FED poderá juntar-se em breve para compensar os primeiros sinais de enfraquecimento no mercado de trabalho. A situação na encruzilhada do banco central americano contrasta com a tranquilidade que transparece das últimas mensagens do BCE em relação ao nível atual das taxas de juro, uma vez estabilizada a inflação perto dos 2%.

Nesta conjuntura, os canais de transmissão da política monetária podem ser afetados pelas novas tensões nos mercados obrigacionistas que afetam os suspeitos habituais (França, Reino Unido e Japão) e também os Estados Unidos. Isto reflete uma preocupação com a sustentabilidade fiscal, a independência da Fed, além de certos desequilíbrios entre a oferta e a procura do mercado, especialmente nos prazos mais longos da curva. O título americano a 30 anos, uma referência fundamental, voltou a situar-se na zona dos 5% e, na Europa, consolidou-se o realinhamento dos prémios de risco, com o francês (80 p. b.) mais próximo do italiano (87 p. b.) do que o espanhol (60 p. b.) ou o português (42 p. b.) e com a yield do título britânico a 30 anos nos máximos deste século (5,6%). No fundo, pairam dúvidas sobre o espaço fiscal num bom número de países da OCDE para enfrentar os desafios do novo cenário geopolítico, as necessidades do processo de transição energética e os efeitos a médio prazo de uma demografia cujas tendências costumam ser dificilmente reversíveis no curto prazo (ver «Dossier sobre demografia» neste mesmo *Relatório Mensal*). Assim como as desconfianças sobre como o problema da sustentabilidade fiscal pode contagiar uma política monetária que se tem movido na corda bamba na última década, obrigada a testar ferramentas não convencionais, ao assumir responsabilidades que não lhe cabiam. Isso valoriza ainda mais a autonomia dos bancos centrais.

Desta forma, o foco de atenção dos mercados passará, até ao final do ano, da frente comercial para a orçamental, dependendo da consolidação da narrativa de que o impacto do investimento em IA (as últimas estimativas apontam para 4/7 biliões de dólares até 2030) sobre a produtividade e, portanto, no crescimento potencial, pode compensar as distorções na oferta global que o novo cenário geopolítico irá acarretar. De qualquer forma, estamos a falar dos primeiros sinais do processo de transformação em que a economia mundial está imersa e que irá pôr à prova, no futuro mais imediato, desde as relações comerciais entre os grandes blocos económicos até à solidez das instituições que geraram bem-estar nas últimas décadas, a começar pela independência dos bancos centrais ou dos organismos reguladores. Coisas que costumamos recordar com saudade quando já é difícil recuperá-las, algo que, como em outras facetas importantes da vida e, parafraseando Quevedo, geralmente se aprende tarde e com dor.

José Ramón Díez
Setembro 2025

Cronologia

AGOSTO 2025

- 5 Entra em vigor a maior parte das tarifas recíprocas impostas pelos EUA a outros países.

JUNHO 2025

- 5 O BCE baixa as taxas de juro em 25 p. b. e reduz a taxa *depo* para 2,0%.
- 12 Segundo o programa Copernicus da Comissão Europeia, maio de 2025 foi o segundo maio mais quente a nível mundial desde que há registos (o recorde pertence a maio de 2024).

ABRIL 2025

- 2 *Liberation Day*: Trump anuncia uma tarifa universal de 10% e tarifas «recíprocas» superiores para 57 países.
- 17 O BCE reduz as taxas de juro em 25 p. b. colocando a taxa *depo* em 2,25%.
- 28 Espanha e Portugal foram afetados por um apagão generalizado que causou graves perturbações em ambos os países.

JULHO 2025

- 27 O acordo entre a UE e os EUA estabelece uma tarifa geral 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.

MAIO 2025

- 3 A OPEP aumenta a produção de crude à medida que se agravam as tensões internas.
- 28 Dúvidas jurídicas sobre as tarifas da Administração Trump aumentam a incerteza quanto aos seus efeitos globais.

MARÇO 2025

- 4 A Comissão Europeia apresenta a sua proposta para reforçar as capacidades de defesa da UE (plano *ReArm Europe*).
- 6 O BCE reduziu as taxas de juro em 25 p. b. e colocou a taxa *depo* em 2,50%.

Agenda

SETEMBRO 2025

- 2 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (agosto).
Zona Euro: estimativa do IPC (agosto).
- 9 Portugal: comércio internacional (julho).
- 11 Conselho do Banco Central Europeu.
- 12 Espanha: *rating* S&P.
Portugal: *rating* da Fitch.
- 16 Espanha: inquérito trimestral do custo da mão de obra (2T).
- 16-17 Comité de Mercado Aberto da Fed.
- 22 Portugal: preços da habitação (2T).
- 23 Espanha: créditos, depósitos e incumprimentos (2T).
Espanha: balança de pagamentos e PIIN (2T).
Portugal: contas nacionais por setores institucionais (2T).
- 25 Portugal: rácios de NPLs (2T).
- 26 Espanha: detalhe do PIB (2T).
Espanha: *rating* da Fitch.
Espanha: *rating* Moody's.
- 29 Espanha: estimativa do IPC (setembro).
Zona Euro: índice de sentimento económico (setembro).
- 30 Espanha: taxa de poupança das famílias (2T).
Portugal: estimativa do IPC (setembro).
Portugal: atividade turística (agosto).

OUTUBRO 2025

- 1 Portugal: emprego e desemprego (agosto).
Portugal: dívida pública (agosto).
Zona Euro: estimativa do IPC (setembro).
- 2 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (setembro).
- 8 Espanha: contas financeiras (2T).
- 10 Portugal: comércio internacional (agosto).
- 17 China: PIB (3T).
- 22 Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (agosto).
- 23-24 Conselho Europeu.
- 24 Espanha: inquérito à população ativa (3T).
- 27 Portugal: créditos e depósitos (setembro).
- 28-29 Comité de Mercado Aberto da Fed.
- 29 Espanha: PIB *flash* (3T).
- 30 Espanha: estimativa do IPC (outubro).
Portugal: PIB *flash* (3T).
Zona Euro: PIB (3T).
Zona Euro: índice de sentimento económico (outubro).
EUA: PIB (3T).
Conselho de Governadores do Banco Central Europeu.
- 31 Portugal: execução orçamental (setembro).
Zona Euro: estimativa do IPC (outubro).

Bases sólidas para crescimento

Portugal é uma pequena economia aberta, e por isso muito do seu desempenho depende do contexto internacional. No presente, este afigura-se fragilizado. Nos EUA, as mudanças da política comercial ainda não estabilizaram, induzem incerteza e os seus efeitos plenos ainda não se fazem sentir. A Europa permanece com crescimento fraco e dificuldade de adotar medidas estruturais de mudança célere conjunta. Num contexto externo mais difícil, a procura interna tem funcionado como grande suporte ao crescimento económico português depois de vários anos em que a procura externa constituiu o principal suporte, situação que se deverá manter no horizonte 2025-26. Atendendo ao que nos ensinou a história económica não muito distante, para que este quadro seja sustentável no futuro, será necessário enfrentar os principais desafios (estruturais) que a economia defronta.

O desempenho da economia portuguesa tem-se destacado pela positiva no espaço europeu. No segundo trimestre, o PIB aumentou 0,6% em cadeia, a maior expansão registada entre os países da UEM a seguir a Espanha (0,7%); desde o início de 2024, o crescimento homólogo médio situou-se em 1,9%, superior aos 1,1% verificados na UEM. O bom comportamento também se observa pelo crescimento cumulativo desde 2019, o ano anterior à pandemia. Portugal regista um crescimento cumulativo de 8,9%, idêntico ao de Espanha, que compara com 6% para o conjunto da zona do euro, 5% de França e estagnação no caso da Alemanha.

Nos últimos anos, este crescimento tem sido obtido sobretudo com o contributo da procura interna, assente na redução das taxas de juro, no forte crescimento do emprego, da população e das remunerações. O rendimento das famílias aumentou mais de 5% em 2024, acima do consumo, permitindo ainda reforçar os níveis de poupança. Pelo lado das empresas e do Estado a situação também é positiva, pois os balanços estão mais equilibrados (concluimos isto mesmo numa análise nesta mesma publicação, sobre a situação financeira das empresas), permitindo gerar valor sem desequilíbrios. Prova disso é o comportamento do investimento, uma das rubricas que mais cresceu desde 2019, com variação cumulativa de cerca de 18%. Quanto às políticas públicas, o resultado da postura orçamental dos últimos anos transparece na progressão da dívida pública, que desde 2019 já reduziu 21 p. p. do PIB para 94,9% em 2024; este ano deverá progredir mais cerca de 2 p. p. De facto, é relevante que este desempenho da economia portuguesa tenha ocorrido com menores desequilíbrios estruturais em

simultâneo, sobretudo ao nível de endividamento interno e externo, de famílias, empresas e Estado.

Mas para Portugal continuar a ter boas performances de forma sustentada permitindo crescer de forma equilibrada e convergir para os níveis de rendimento e riqueza dos parceiros europeus, há desafios que deveriam ser «resolvidos» ou pelo menos planeada a sua resolução de forma amplamente concertada e consensual, sobretudo os mais urgentes.

Este é o caso do problema da escassez e encarecimento do acesso à habitação. Portugal é um dos países da OCDE com mais casas por habitante, mas também é um dos países com maior proporção de casas com fracas condições de habitabilidade, devolutas; acresce que muitas vezes esta oferta aparentemente disponível não coincide com a procura em termos de localização. Nos últimos anos, o reduzido investimento em construção de habitação (cerca de metade por comparação com 2009, por exemplo) e por outro lado, diversos fatores impulsionadores da procura (crescimento da população, procura por não residentes e sobretudo, por estrangeiros residentes com maior poder de compra, bem como medidas de alívio fiscal direcionadas para os mais jovens) têm justificado um aumento significativo dos preços (o BPI Research estima que o preço médio aumente cerca de 12% este ano depois de 9% em 2024) que em muito tem superado a expansão do rendimento dos residentes. Este é um dos desafios mais significativos que Portugal defronta atualmente.

Um outro desafio significativo está relacionado com a competitividade externa da economia portuguesa. De facto, embora estejamos longe dos défices da balança corrente de dois dígitos vistos na primeira década do século, o saldo externo tem agravado nos últimos meses fruto do aumento expressivo do défice comercial, isto é, o que decorre das trocas externas de mercadorias. O BPI Research estima que este alcance cerca de -8% do PIB no final do ano, o que, a confirmar-se, seria o mais elevado desde 2008, sem que se registe uma situação de encarecimento dos combustíveis (como em 2022, por exemplo). Sabemos que em parte esta degradação estará relacionada com o impacto da volatilidade e incerteza causada pelas políticas da Administração Trump e também pelo impacto do esforço de investimento, com uma grande componente importada. Mas não deixa de refletir a fragilidade da competitividade externa, fazendo recordar a importância de apoiar o setor exportador de forma que este cresça de forma sustentada, diversificando a sua base de clientes.

Paula Carvalho

Final de período, exceto quando é especificado o contrário

Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2019	Média 2020-2022	2023	2024	2025	2026
TAXAS DE JURO							
Dólar							
Fed funds (limite inferior)	3,18	0,54	0,67	5,25	4,25	4,00	3,25
SOFR 3 meses	3,62	1,01	1,07	5,37	4,37	4,07	3,35
SOFR 12 meses	3,86	1,48	1,48	4,95	4,19	3,75	3,41
Dívida pública 2 anos	3,70	1,04	1,21	4,46	4,24	4,10	3,90
Dívida pública 10 anos	4,69	2,57	1,76	4,01	4,40	4,60	4,50
Euro							
Depo BCE	2,05	0,20	-0,30	4,00	3,09	1,75	2,00
Refi BCE	3,05	0,75	0,20	4,50	3,24	1,90	2,15
€STR	-	-0,54	-0,38	3,90	3,06	1,70	2,06
Euribor 1 mês	3,18	0,50	-0,32	3,86	2,89	1,74	2,10
Euribor 3 meses	3,24	0,65	-0,21	3,94	2,83	1,76	2,11
Euribor 6 meses	3,29	0,78	-0,07	3,93	2,63	1,91	2,14
Euribor 12 meses	3,40	0,96	0,10	3,68	2,44	2,09	2,18
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,35	-0,21	2,55	2,02	1,89	1,97
Dívida pública 10 anos	4,30	1,54	0,14	2,11	2,22	2,30	2,40
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	1,69	0,18	2,77	2,26	2,48	2,63
Dívida pública 5 anos	3,91	2,19	0,38	2,75	2,48	2,67	2,84
Dívida pública 10 anos	4,42	3,17	0,99	3,09	2,90	3,00	3,20
Prémio de risco	11	164	85	98	68	70	80
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	3,33	0,07	2,33	2,03	2,01	2,14
Dívida pública 5 anos	3,96	3,94	0,35	2,42	2,15	2,31	2,49
Dívida pública 10 anos	4,49	4,67	0,96	2,74	2,68	2,85	3,10
Prémio de risco	19	314	82	63	46	55	70
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,13	1,09	1,05	1,21	1,22
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,87	0,86	0,83	0,81	0,80
EUR/JPY (yenes por euro)	129,56	126,41	129,91	156,99	161,18	158,00	154,00
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	80,1	71,0	77,3	73,1	65,1	65,3
Brent (euros/barril)	36,4	62,5	63,9	70,9	69,8	53,8	53,5

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	2,9	2,9
Países desenvolvidos	2,7	1,5	1,7	1,7	1,8	1,3	1,3
Estados Unidos	2,7	1,8	2,1	2,9	2,8	1,3	1,3
Zona Euro	2,3	0,8	1,2	0,7	0,9	1,2	1,1
Alemanha	1,6	1,3	0,4	-0,7	-0,5	0,4	1,3
França	2,3	1,0	0,7	1,6	1,1	0,4	0,8
Itália	1,5	-0,3	1,6	0,8	0,5	0,6	0,8
Portugal	1,5	0,4	1,5	2,6	1,9	1,6	2,0
Espanha	3,6	0,7	0,6	2,7	3,2	2,4	2,0
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	1,1	1,2
Países emergentes e em desenvolvimento	6,3	4,9	3,1	4,7	4,3	3,9	3,9
China	10,6	8,0	4,7	5,4	5,0	4,2	3,9
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	1,0	1,4
Rússia	-	1,4	0,6	4,1	4,3	1,7	1,3
Turquia	5,5	4,5	6,3	5,1	3,2	2,1	2,9
Polónia	4,2	3,7	3,6	0,1	2,8	3,6	3,3
INFLAÇÃO							
Mundial	4,1	3,7	5,5	6,6	5,7	4,3	3,9
Países desenvolvidos	2,1	1,6	3,7	4,6	2,6	2,3	2,3
Estados Unidos	2,8	1,8	4,6	4,1	3,0	2,9	2,6
Zona Euro	2,2	1,4	3,7	5,4	2,4	2,0	1,9
Alemanha	1,7	1,4	4,1	6,0	2,5	2,1	2,0
França	1,9	1,3	2,8	5,7	2,3	1,1	1,6
Itália	2,4	1,4	3,5	5,9	1,1	1,6	1,8
Portugal	3,1	1,1	3,0	4,3	2,4	2,1	2,0
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	3,1	2,3
Países emergentes e em desenvolvimento	6,9	5,5	6,8	8,0	7,7	5,6	4,9
China	1,7	2,6	1,8	0,2	0,2	0,5	1,0
Índia	4,6	7,3	6,1	5,7	5,0	4,6	4,4
Brasil	7,3	5,7	6,9	4,6	4,4	4,9	4,2
México	5,2	4,2	5,7	5,5	4,7	4,4	3,7
Rússia	14,2	7,9	8,0	5,9	8,5	8,4	6,0
Turquia	22,6	9,6	34,7	53,9	58,5	36,1	26,1
Polónia	3,5	1,9	7,4	10,8	3,7	4,6	3,4

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

Previsões

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

Economia portuguesa

	Média 2000-2007	Média 2008-2019	Média 2020-2022	2023	2024	2025	2026
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	1,8	0,5	1,2	1,9	3,2	2,0	2,1
Consumo das Adm. Públicas	2,2	-0,3	2,0	0,6	1,1	1,1	1,1
Formação bruta de capital fixo	-0,4	-0,7	2,9	3,6	3,0	1,9	4,7
Bens de equipamento	3,4	2,7	5,5	5,6	6,5	-	-
Construção	-1,4	-2,4	2,6	1,2	1,4	-	-
Procura interna (contr. Δ PIB)	1,3	0,0	1,9	1,7	2,7	1,8	2,2
Exportação de bens e serviços	5,3	4,0	3,6	3,8	3,4	1,7	3,0
Importação de bens e serviços	3,6	2,7	4,0	1,8	5,0	2,2	3,3
Produto interno bruto	1,5	0,4	1,5	2,6	1,9	1,6	2,0
Outras variáveis							
Emprego	0,4	-0,4	1,1	2,3	1,2	2,1	1,0
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	2,1	2,0
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-9,2	-2,8	-1,1	0,6	2,2	1,7	1,4
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-7,7	-1,5	0,1	2,0	3,3	1,9	1,6
Saldo público (% PIB)	-4,5	-5,1	-3,0	1,2	0,7	-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	2,8	3,0	2,3
Consumo das Adm. Públicas	4,5	0,9	2,6	5,2	4,1	1,5	1,0
Formação bruta de capital fixo	5,7	-1,2	-1,0	2,1	3,0	4,3	3,1
Bens de equipamento	4,9	0,2	-2,5	1,1	2,8	7,3	2,8
Construção	5,7	-2,6	-1,9	3,0	3,5	3,2	3,3
Procura interna (contr. Δ PIB)	4,4	-0,2	0,7	1,6	2,7	2,6	2,1
Exportação de bens e serviços	4,7	2,9	2,5	2,8	3,1	2,8	2,0
Importação de bens e serviços	7,0	0,2	2,5	0,3	2,4	3,9	2,5
Produto interno bruto	3,6	0,7	0,6	2,7	3,2	2,4	2,0
Outras variáveis							
Emprego	3,2	-0,5	1,4	3,2	2,4	2,4	1,8
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	10,5	19,5	14,5	12,2	11,3	10,6	10,2
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	3,4	2,7
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-5,8	-0,2	0,6	2,7	3,1	2,4	2,6
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	-3,5	-3,2	-2,8	-2,6

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

Previsões

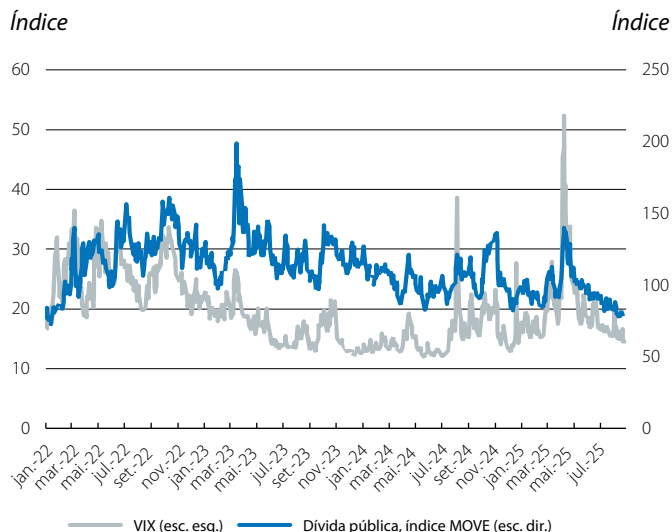
Mercados calmos, riscos latentes

Verão de baixa volatilidade. A época de verão tende a provocar um menor volume de transações e liquidez nos mercados financeiros, pelo que as pequenas bolsas de volatilidade tendem a aumentar rapidamente e os picos de volatilidade são frequentes. Recorde-se que a desvalorização do iene, em agosto de 2024, desencadeou uma venda maciça de ações a nível mundial, que fez cair os principais índices em mais de 8% em apenas alguns dias. O verão de 2025 foi, no entanto, um período de relativa calma nos mercados financeiros, com as principais medidas de volatilidade contidas, apesar das instabilidades subjacentes no ambiente macroeconómico: incertezas nos acordos tarifários, o risco de erosão da independência das instituições nos EUA, dúvidas quanto à orientação da política monetária, preocupações quanto às perspectivas orçamentais no mundo desenvolvido e riscos geopolíticos, com um novo foco de instabilidade em França.

O verão traz uma mudança de velocidade entre a Fed e o BCE. Enquanto o BCE entrou no verão a baixar as taxas para território neutro (taxa *depo* em 2,00% desde junho passado) e a Fed manteve uma política monetária restritiva (taxa dos *fed funds* estável no intervalo 4,25%-4,50% desde dezembro de 2024), as últimas semanas trouxeram uma certa mudança de perspectivas para setembro. De acordo com as expectativas dos mercados financeiros, nas próximas semanas será provavelmente a Fed a baixar as taxas e o BCE a mantê-las. Especificamente, para setembro, os mercados monetários estão a prever um corte de 25 pontos base nos EUA com uma probabilidade de cerca de 90% (à data em que escrevemos), enquanto atribuem uma probabilidade de quase 100% de que não haverá alterações nas taxas do BCE e que a taxa *depo* permanecerá estável em 2% até ao final do ano. Esta correção das expectativas do mercado está em linha com as mensagens enviadas pela Fed e pelo BCE nas últimas semanas. Por um lado, quando a Fed manteve as taxas em julho, a maioria estava mais preocupada com os riscos de inflação do que com os riscos de emprego e apenas dois membros defenderam uma redução das taxas. No entanto, a divulgação de dados sobre o mercado de trabalho mais fracos do que o esperado (ver Economia Internacional) levou o Presidente Powell a reconhecer, na conferência anual de Jackson Hole, que «a alteração do equilíbrio dos riscos pode justificar um ajustamento da nossa orientação da política monetária». Assim, Powell abriu a porta a uma descida das taxas em setembro, sem compromissos e ainda à espera dos dados da inflação e do emprego de agosto. A Presidente Lagarde, por sua vez, reconheceu, no seio do BCE, que os últimos acordos comerciais aliviaram a incerteza mundial (embora não a tenham eliminado) e salientou positivamente a resiliência da economia da Zona Euro. Em termos mais categóricos, Isabel Schnabel explicou que não vê necessidade de alterar a orientação da política monetária em setembro. Adicionalmente, os dados mais recentes refletem uma visão encorajadora da inflação (quase dentro do objetivo desde junho), o que, tal como se depreende das mensagens do BCE, reforça uma postura de «esperar para ver» relativamente aos dados e à incerteza.

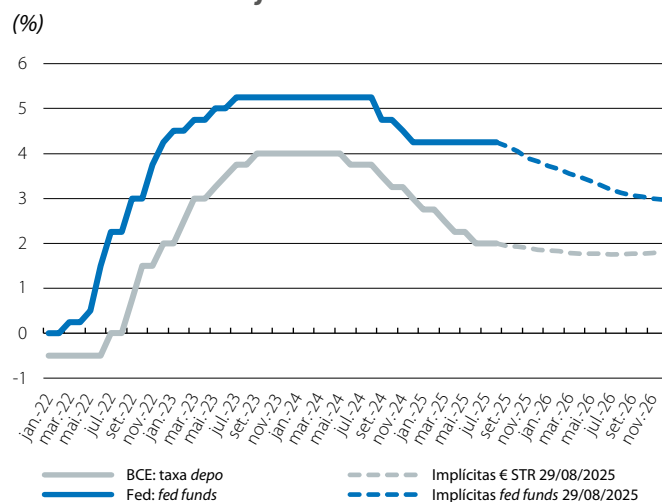
Nos EUA, as taxas soberanas estão em sintonia com as expectativas da política monetária, mas não parecem reear o risco institucional. O aumento da expectativa de que a Fed retome a descida das taxas a partir de setembro e mantenha a trajetória de flexibilização monetária até ao final de 2026 fez com que as *yields* dos

Medidas de volatilidade



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

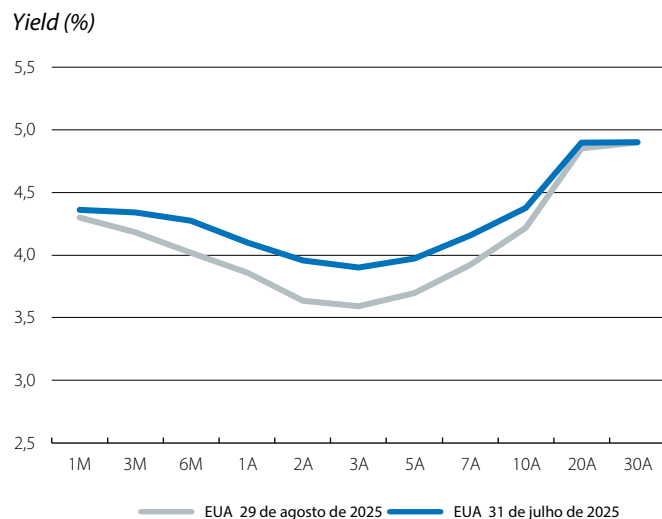
BCE e Fed: taxas de juro



Note: Os dados históricos dos fed funds correspondem ao limite inferior.

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

EUA: curva de rendimento soberano



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

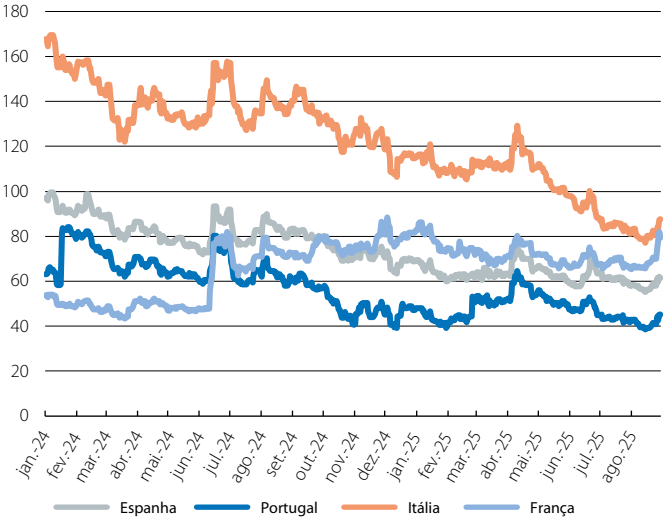
treasuries na parte curta da curva soberana (entre 6 meses e 5 anos) caíssem, com destaque para o benchmark a 2 anos, particularmente sensível à política monetária, que caiu mais de 30 p. b. em agosto. Em contrapartida, os trechos mais longos apresentaram um comportamento mais estável: o benchmark a 10 anos caiu cerca de 15 p. b., enquanto o prazo de 30 anos terminou o mês praticamente estável. Este comportamento diferencial entre as rentabilidades curtas e longas reflete, em parte, a expectativa de que, mesmo que a Fed baixe as taxas, as pressões fiscais subjacentes manterão as *yields* de longo prazo elevadas. É também digno de nota a pouca reação dos prazos longos à crescente pressão da Casa Branca sobre a independência da Reserva Federal, intensificada pelo despedimento por Trump de Lisa Cook, governadora da Reserva Federal, acusada de fraude hipotecária; uma decisão que Cook já levou a tribunal, onde o seu futuro no cargo será definido.

França surge como um novo foco de instabilidade. Sem surpresas por parte do BCE e sem grandes alterações nas expectativas de política monetária na Zona Euro, as taxas soberanas na região atravessaram o verão sem grandes alterações e o euro-dólar continuou a ser transacionado no intervalo de 1,16-1,17 dólares por euro. França destacou-se negativamente neste cenário de relativa estabilidade: na sequência do anúncio do voto de confiança, o seu prémio de risco aumentou mais de 11 pontos em apenas três dias, aproximando-se dos níveis do prémio italiano, e com a *yield* soberana a 10 anos a rondar os 3,50% (o valor mais elevado desde março deste ano). O efeito de contágio no resto da periferia permaneceu contido e outros prémios de risco não foram afetados. Importa, no entanto, salientar a recente subida das rentabilidades soberanas de longo prazo, num mês de setembro que começou com uma venda de obrigações soberanas a nível mundial, devido às crescentes preocupações com as perspetivas orçamentais nas economias desenvolvidas.

Mais um mês de ganhos na bolsa. O índice bolsista mundial ganhou 2,3% em agosto e acumulou ganhos de 13% até agora este ano, apesar do contexto económico difícil. Ao longo do mês, o IBEX 35 teve um desempenho particularmente bom, impulsionado pelo bom desempenho do setor bancário, e o S&P 500 nos EUA, onde a boa época de ganhos e as expectativas de IA voltaram a impulsionar o desempenho do mercado bolsista do país. O CAC 40, em França, esteve em território negativo, onde a instabilidade política pesou sobre as ações e o índice perdeu 2% apenas nos últimos três dias do mês, após o anúncio da moção de confiança.

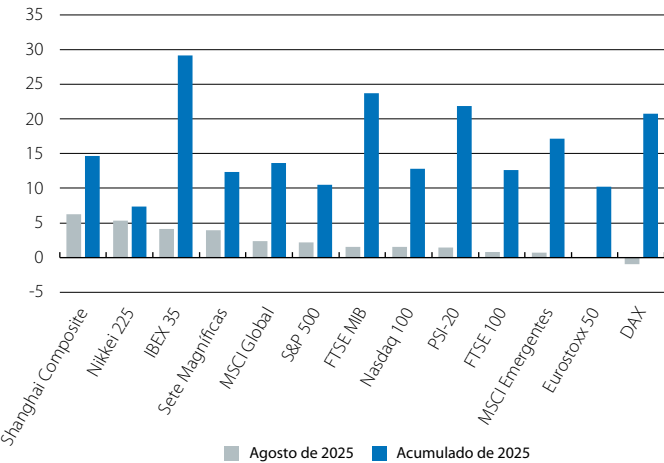
Um crude estável e um ouro que continua a «brilhar». A cessação dos ataques aéreos entre o Irão e Israel e as várias negociações tarifárias entre Trump e os restantes países favoreceram a redução do prémio de risco imposto pelos investidores ao preço do petróleo durante a maior parte do mês de agosto. Esta situação foi agravada pela expansão contínua da produção de crude pelos países da OPEP. Mesmo assim, o preço do petróleo Brent estabilizou e foi negociado entre 66 e 68 dólares. Esta tendência manteve-se durante as primeiras sessões de setembro, enquanto se aguardava a decisão dos países produtores sobre possíveis novos aumentos de produção e no meio das perspetivas da IEA de excesso de oferta de petróleo nos próximos trimestres. Simultaneamente, o preço do ouro atingiu um novo máximo de 3.500 dólares por onça, com o aumento da incerteza dos investidores relativamente à inflação, à dívida e à disciplina orçamental.

Zona Euro: prémios de risco
(p. b.)



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

Índices bolsistas
Variação (%)



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

Matérias-primas: preços
Variação (%)

	Medida	Preço	Variação (%)			
			Último mês	No ano	2023	2024
Commodities	Índice	103,5	2,8	4,8	-12,6	0,1
Energia	Índice	27,7	-2,6	-6,0	-25,6	-3,9
Brent	\$/barril	67,8	-2,7	-9,1	-10,3	-3,1
Gás natural (Europa)	€/MWh	31,6	-7,0	-35,4	-57,6	51,1
Metais preciosos	Índice	352,0	7,4	32,2	4,1	19,0
Ouro	\$/onça	3.542,5	5,0	35,0	13,1	27,2
Metais industriais	Índice	143,2	2,7	2,1	-13,7	-1,6
Alumínio	\$/Tm	2.619,0	2,1	2,6	0,3	7,0
Cobre	\$/Tm	9.980,5	3,6	13,8	2,2	2,4
Agrícola	Índice	55,1	3,7	-3,3	-9,3	-8,7
Trigo	\$/bushel	513,0	-0,7	-7,0	-20,7	-12,2

Nota: Dados de 3 de setembro.

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

O que está por detrás das taxas de juro do BCE

A partir de 2022, o BCE completou um ciclo monetário, deixando para trás as taxas negativas e as medidas não convencionais da última década e reforçando fortemente a política monetária. Com a inflação gradualmente sob controlo, o BCE tem vindo a reduzir as suas taxas de juro desde 2024, até que a inflação esteja praticamente dentro do objetivo (2%) e a política monetária se encontre em território neutro (taxa *depo* em 2,00%).

Durante este ciclo, o BCE também ajustou a estrutura com que orienta e implementa a política monetária ao longo do ciclo, e fê-lo em duas dimensões: a estratégia e o quadro operacional.

Estratégia monetária: um guia para uma economia volátil

A estratégia é o quadro que orienta as decisões do BCE, sendo construída com base numa visão da conjuntura económica, dos objetivos da política monetária e de uma função de reação que descreve a forma de atingir o objetivo, tendo em conta as restrições ambientais. A última vez que o BCE reviu a sua estratégia foi em 2021: fê-lo influenciado por uma década de baixa inflação e fraca procura e concentrou energias em medidas para combater a deflação e a ameaça da *zero lower bound*.¹

Hoje o ambiente é claramente diferente, e esta mudança é evidente na atualização estratégica do BCE para 2025.

A nova estratégia baseia-se na ideia de que as transformações estruturais, como o realinhamento geopolítico ou as alterações climáticas, resultam num ambiente económico mais incerto e volátil. Tal significa que, para o BCE, a inflação pode desviar-se do objetivo de uma forma mais recorrente, persistente e significativa, quer no sentido descendente, como em 2010-2019, quer no sentido ascendente, como em 2021-2024. Por conseguinte, não basta reafirmar os elementos-chave do quadro estratégico existente, mas é necessário corrigir algumas deficiências identificadas nos últimos anos.

A continuidade dos pilares fundamentais dá-lhe segurança quanto ao comportamento do BCE. Não há alteração do objetivo de inflação (2%, simétrico, de médio prazo e ligado ao IHPC),² nem do conjunto de instrumentos oficiais (taxas de juro e medidas não convencionais, como a aquisição de ativos, as TLTRO direcionadas ou as *forward guidance*). O compromisso com as considerações climáticas é também reiterado, uma vez que estas são relevantes para a estabilidade dos preços. Contudo, a nova estratégia apresenta uma função de reação mais

Revisão estratégica e quadro operacional do BCE: pontos principais

Revisão estratégica		Quadro operacional	
Contexto	Aumento da incerteza e da volatilidade devido a mudanças estruturais (geopolítica, IA, demografia, alterações climáticas, etc.).	Princípios de implementação	Eficácia, robustez, flexibilidade, eficiência e bom funcionamento dos mercados financeiros. Promover, sem prejuízo do objetivo principal (inflação) e dos princípios acima referidos, os objetivos secundários (apoio às políticas económicas gerais da UE e, em particular, à transição climática).
Objetivo de inflação	2%, simétrico e de médio prazo. Métricas: IHPC.	Taxas de juro	Referência principal: taxa <i>depo</i> . Diferencial <i>refi</i> – <i>depo</i> de 15 p. b. (ant.: 50 p. b.), MLF – <i>refi</i> permanece em 25 p. b.
Ferramentas	Instrumento principal: taxas de juro. As medidas não convencionais (taxas negativas, QE, <i>forward guidance</i> , etc.) são também incluídas, sujeitas a uma avaliação da proporcionalidade.	Liquidez	Injetada com múltiplos instrumentos, mas com um papel fundamental para as MRO. As MRO e as LTRO a 3 meses continuam <i>fixed-rate tender</i> e <i>full allotment</i> . Serão introduzidas operações estruturais de crédito a longo prazo e uma carteira estrutural de ativos para cobrir as necessidades de liquidez decorrentes de fatores autónomos e de reservas mínimas. Sem interferir com a orientação da política monetária. Quadro alargado de garantias.
Função de reação	Reagir a desvios significativos e sustentados do objetivo, tanto para cima como para baixo. Choques desinflationistas: risco de <i>zero lower bound</i> . Choques inflationistas: risco de não linearidades em termos de preços e salários.	Reservas	Rácio de reserva (para determinar os requisitos mínimos) de 1% e 0% de remuneração para reservas mínimas.
Outros a ter em conta	As implicações das alterações climáticas para a política monetária. Estabilidade financeira como condição necessária para a estabilidade de preços.	Revisão	Última: 2024. Próxima: 2026 (revisão dos parâmetros).
Revisão	Última: 2025. Próxima: 2030.		

Nota: IHPC, índice harmonizado de preços no consumidor; LTRO, operações de refinanciamento de longo prazo; MLF, facilidade permanente de cedência de liquidez; MRO, operações principais de refinanciamento; QE, compra de ativos para fins de política monetária.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do BCE.

1. O *zero lower bound* («limite zero») das taxas de juro refere-se à impossibilidade de baixar as taxas significativamente abaixo de 0%. Ver Focus «O custo das taxas de juro negativas: o caso do Riksbank» no IM03/2020.
2. O BCE reiterou também que gostaria que o IHPC incorporasse medidas mais representativas dos custos da habitação. O cálculo do IHPC, que depende do Eurostat, apenas inclui as rendas pagas, com um peso inferior a 6% do índice total.

equilibrada, sublinhando que o BCE deve reagir a desvios persistentes e significativos da inflação (em tempos de volatilidade, isto exige alguma tolerância em relação a desvios moderados e não um ajustamento fino da política monetária ao som dos dados mais recentes), quer sejam descendentes (como sublinhado na estratégia anterior) ou ascendentes. Neste mesmo enquadramento, o BCE introduz a agilidade como uma característica essencial das medidas não convencionais, o que, no futuro, se poderá traduzir na inclusão de «vias de evacuação» na conceção destes instrumentos, de modo a que, se o cenário se alterar abruptamente (como aconteceu em 2022), o BCE possa reconfigurar a sua política monetária sem sofrer uma retirada indesejavelmente lenta do estímulo.³

Quadro operacional: a transição para a liquidez

A revisão do quadro operacional é muito mais substancial, pelo menos formalmente, uma vez que, na prática, formaliza operações que tinham sido impostas por necessidade após a crise financeira de 2008 (como a fixação da *depo* como taxa de juro de referência ou a *fixed-rate, full allotment* (FRFA) nas operações de refinanciamento).⁴ O desafio para o quadro operacional é, no entanto, prospetivo: assegurar que a drenagem de liquidez do BCE⁵ não comprometa a execução da política monetária. O BCE pretende passar do atual ambiente de ampla liquidez, injetada pelo próprio banco central através de medidas não convencionais, para um mundo em que é o próprio sistema financeiro que determina a liquidez que deseja possuir: ou seja, passar de um sistema regido pela oferta de liquidez do banco central para um sistema orientado pela procura de liquidez por parte das instituições financeiras.

A opinião é que um sistema orientado para a procura é mais eficiente (a procura é autossatisfatória e é assegurada uma distribuição adequada da liquidez) e robusto, para além de reduzir a presença do banco central nos mercados financeiros.⁶ Para o fazer, o BCE fará das suas operações regulares de refinanciamento a principal fonte de liquidez direta do banco central (especialmente as chamadas MRO a sete dias, mas também as LTRO a três meses). Além disso, nos próximos anos, o BCE lançará dois novos instrumentos de constituição de reservas: operações de empréstimos estruturais a longo prazo e uma carteira de ativos estruturais. Pretende-se que estes dois instrumentos não interfiram com a orientação (estímulo ou restrição) da política monetária, mas que, sendo de longo prazo, proporcionem estabilidade às necessidades de liquidez das instituições financeiras (e não as obriguem a um refinanciamento contínuo de grandes volumes).

O BCE prevê igualmente que os mercados se tornem uma fonte de financiamento mais relevante. Este facto influenciou a decisão de estreitar o corredor entre as suas taxas *refi* (o custo de contrair empréstimos junto do BCE com OPR) e *depo* (a

3. O simples facto de enviar esta mensagem é um exemplo de uma via de escape, uma vez que comunica que o BCE quer poder abandonar rapidamente as medidas não convencionais se o cenário o exigir.

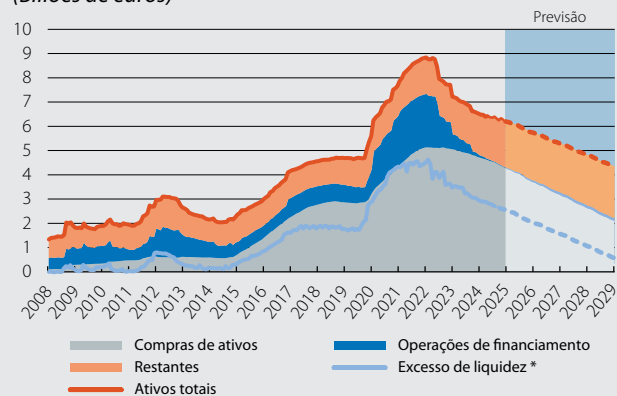
4. *Fixed-rate, full allotment*: taxa de juro fixa, procura satisfeita; Ou seja, à taxa de juro fixa anunciada pelo BCE, cada banco obtém toda a liquidez que quiser.

5. O BCE está a retirar liquidez do sistema financeiro com a retirada dos programas de compra de ativos e o reembolso já concluído das TLTRO direcionadas (empréstimos de longo prazo).

6. Ver Focus «BCE em análise» em IM12/2023.

Balanço do BCE: ativos totais

(Bilhões de euros)

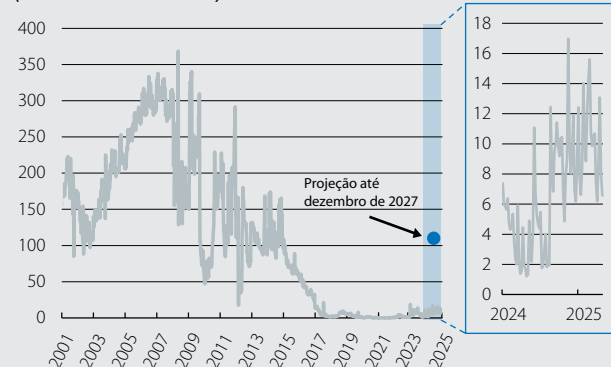


Nota: * Depósitos na facilidade permanente de depósito mais reservas excedentárias menos utilização da facilidade permanente de cedência de liquidez.

Fonte: BPI Research, com base em dados do BCE e projeções próprias.

Utilização pelos bancos europeus das operações MRO do BCE

(Mil milhões de euros)



Nota: A projeção para dezembro de 2027 corresponde à expectativa mediana do Inquérito aos Analistas Monetários (MRO + LTRO a 3 meses).

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

remuneração do depósito de liquidez junto do BCE). O BCE reduziu este diferencial de 50 p. b. para 15 p. b., com o duplo objetivo de tornar os empréstimos das MRO mais atrativos (de facto, a *refi* é reduzida em 35 p. b.) e de reduzir a volatilidade das taxas de juro interbancárias. Ao mesmo tempo, procurou manter um corredor entre a *refi* e a *depo* suficientemente amplo para preservar os incentivos à concessão e contração de empréstimos nos mercados.⁷ A transição será, no entanto, gradual, uma vez que a drenagem de liquidez do BCE está a progredir lentamente⁸ (ver segundo gráfico) e a retoma da procura de nova liquidez é ainda incipiente (ver terceiro gráfico).

No seu conjunto, estas alterações na estratégia e nas operações demonstram que o BCE viveu um ciclo exigente e tomou nota, tornando-se mais eficiente e flexível para lidar com um ambiente que ameaça com choques de natureza muito diferente (desde choques de oferta e cenários de estagflação a quedas da procura e o risco de um *zero lower bound*).

7. Os mutuantes podem obter uma remuneração superior à *depo* e os mutuários pagam um custo inferior ao da *refi*.

8. Fazer de forma passiva, não reinvestindo o capital dos ativos adquiridos há anos no âmbito dos programas de aquisição APP e PEPP, que se vão vencendo progressivamente.

Taxas de juro (%)

	31-agosto	31-julho	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	-210,0
Euribor 3 meses	2,06	2,01	5	-65,3	-142,9
Euribor 12 meses	2,12	2,13	-1	-34,1	-96,9
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	1,90	1,88	2	-34,2	-92,4
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	1,94	1,96	-2	-14,2	-45,1
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,72	2,70	3	35,7	42,5
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,33	3,28	6	26,9	19,7
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,18	3,12	6	33,2	26,9
EUA					
Fed funds (limite inferior)	4,25	4,25	0	0,0	-100,0
SOFR 3 meses	4,17	4,30	-13	-13,4	-84,6
Dívida pública a 1 ano	3,83	4,09	-26	-30,9	-56,9
Dívida pública a 2 anos	3,62	3,96	-34	-62,5	-30,0
Dívida pública a 10 anos	4,23	4,37	-15	-34,1	32,5

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-agosto	31-julho	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2025 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	55	54	2	-2,3	2,9
Itraxx Financeiro Sénior	59	56	3	-4,3	-0,9
Itraxx Financeiro Subordinado	101	96	5	-11,3	-6,5

Taxas de câmbio

	31-agosto	31-julho	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2025 (%)	Variação homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,17	1,14	2,4	12,9	5,8
EUR/JPY (ienes por euro)	171,9	172,1	-0,1	5,6	6,4
EUR/GBP (libras por euro)	0,87	0,86	0,1	4,6	2,9
USD/JPY (ienes por dólar)	147,1	150,8	-2,5	-6,5	0,6

Matérias-primas

	31-agosto	31-julho	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2025 (%)	Variação homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	554,89	562,11	-1,3	3,4	3,5
Brent (\$/barril)	68,12	72,53	-6,1	-8,7	-13,6
Ouro (\$/onça)	3.447,95	3.289,93	4,8	31,4	37,7

Mercado acionista

	31-agosto	31-julho	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2025 (%)	Variação homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	6.460	6.339	1,9	9,8	14,4
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	5.352	5.320	0,6	9,3	7,9
Ibex 35 (Espanha)	14.936	14.397	3,7	28,8	31,0
PSI 20 (Portugal)	7.760	7.712	0,6	21,7	14,8
Nikkei 225 (Japão)	42.718	41.070	4,0	7,1	10,5
MSCI emergentes	1.258	1.243	1,2	17,0	14,4

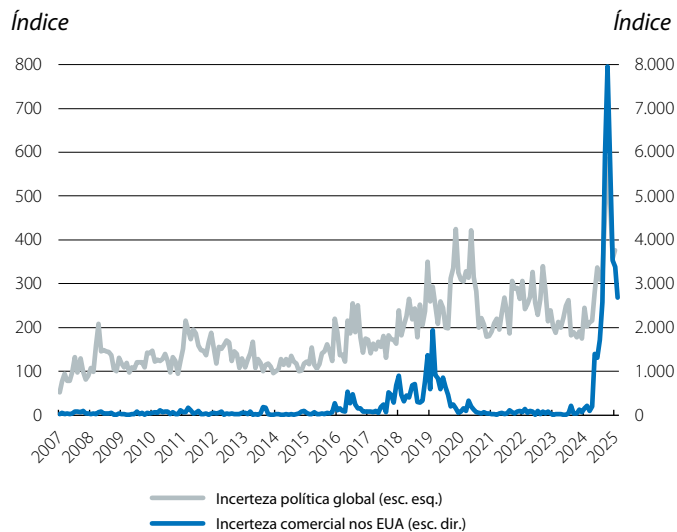
A economia internacional resiste ao verão

Uma economia global resiliente, com menos incerteza mas mais tarifas. O verão trouxe de volta à economia indicadores de atividade resilientes (PMI global compósito de 52,9 em agosto, um máximo de 15 meses) e uma menor incerteza em torno das relações comerciais a curto prazo. Os EUA e a UE chegaram a um acordo que estabelece tarifas gerais de 15% sobre as exportações de bens da UE para os EUA, incluindo automóveis, semicondutores e produtos farmacêuticos, bem como um tratamento preferencial para uma série de bens estratégicos e um compromisso de aquisições e investimentos europeus em setores-chave dos EUA. O Japão também acordou com os EUA tarifas de 15%, enquanto os EUA e a China prolongaram as tréguas e continuam a negociar, com um novo prazo em novembro próximo. Nas restantes economias, os EUA impuseram tarifas mais severas, especialmente ao Brasil e à Índia (50%) e à Suíça (39%). Para além disso, os EUA eliminaram a isenção *de minimis* (produtos de valor inferior a 800 dólares) para todos os países e estabeleceram tarifas de 50% sobre o cobre. O resultado é uma tarifa média efetiva aplicada pelos EUA de cerca de 17% (a mais elevada desde 1934 e comparada com a taxa de 3% ou inferior que prevaleceu nos últimos 50 anos).

As fontes de incerteza não desaparecem. Não só estão ainda pendentes importantes negociações comerciais, como também subsistem incertezas quanto à durabilidade dos acordos já alcançados, bem como incertezas jurídicas (o Tribunal de Recurso dos EUA declarou ilegais as tarifas bilaterais globais, estabelecidas ao abrigo da IEEPA, embora estas se mantenham em vigor até, pelo menos, 14 de outubro e o caso vá provavelmente para o Supremo Tribunal). Há também incerteza quanto ao impacto macroeconómico das tarifas, desde a sua transmissão ao longo das cadeias de produção e de formação de preços mundiais e nacionais até às possíveis reconfigurações globais dos fluxos comerciais. Em contrapartida, a política mantém outras fontes de incerteza na Europa. Nas últimas semanas, a França viu o seu prémio de risco apertar face a uma possível queda do governo de François Bayrou e a uma correção mais lenta das suas contas públicas: em 2024, o défice público era de 5,8%, o mais elevado da Zona Euro; a dívida pública, com 113%, é a terceira mais elevada da Zona Euro (atrás da Grécia e Itália), situando-se quase ao mesmo nível de 2020 e 15 p. p. acima de 2019.

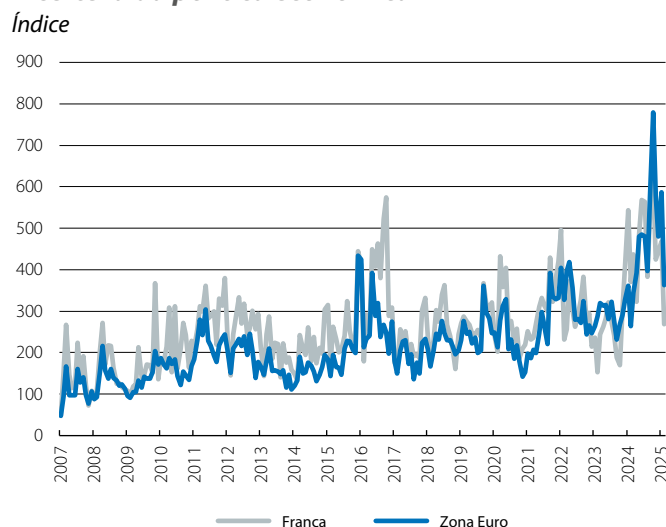
Efeitos de recuperação no PIB. Os dados do 2T mostram a inversão dos «efeitos de antecipação» devido à entrada em vigor das tarifas dos EUA. Na sequência de um 1T em que o aumento antecipado das importações provocou a queda do PIB dos EUA e impulsionou as exportações das outras grandes economias, o PIB dos EUA recuperou 0,8% em cadeia no 2T, com um forte contributo positivo do setor externo, mas com uma composição mista: as importações caíram acentuadamente, as exportações diminuíram ligeiramente e o consumo privado e o investimento avançaram menos do que o habitual. Estas oscilações no comércio internacional com os EUA pesaram sobre as exportações chinesas no 2T, embora a economia tenha compensado com exportações mais elevadas para os países da ASEAN e outras economias e o PIB da China tenha mantido um avanço sólido no 2T (+1,1% em cadeia, +5,2% em termos homólogos). Na Zona Euro, o PIB des-

Incerteza económica



Fonte: BPI Research, com base em dados de www.policyuncertainty.com

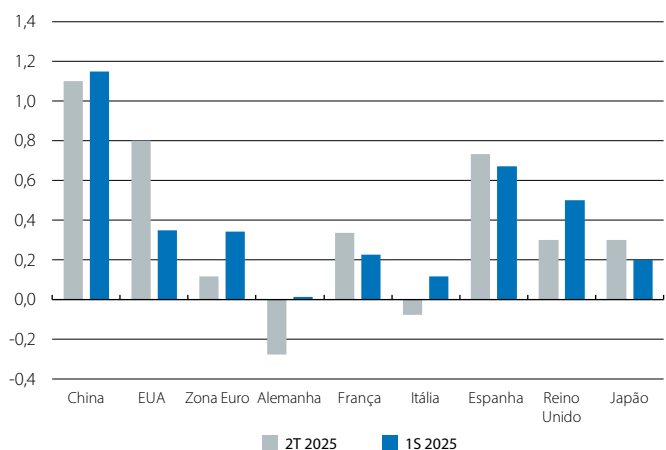
Incerteza da política económica



Fonte: BPI Research, com base em dados de www.policyuncertainty.com

Principais economias: PIB

Variação em cadeia (%)



Nota: O 1S 2025 é a variação média em cadeia do 1T 2025 e do 2T 2025.

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

acelerou para 0,1% em cadeia (+0,6% no 1T, ou seja, +0,3% excluindo a Irlanda), influenciado pelo setor externo, embora a resiliência da procura interna proporcione uma dinâmica subjacente positiva (num contexto em que a taxa de desemprego desceu para um mínimo de 6,2% em julho). Por países, Alemanha e Itália registaram quedas (-0,3% e -0,1%, respetivamente, no 2T) vs. +0,3% no 1T) e França acelerou devido à acumulação de existências (+0,3% no 2T vs. +0,1% no 1T).

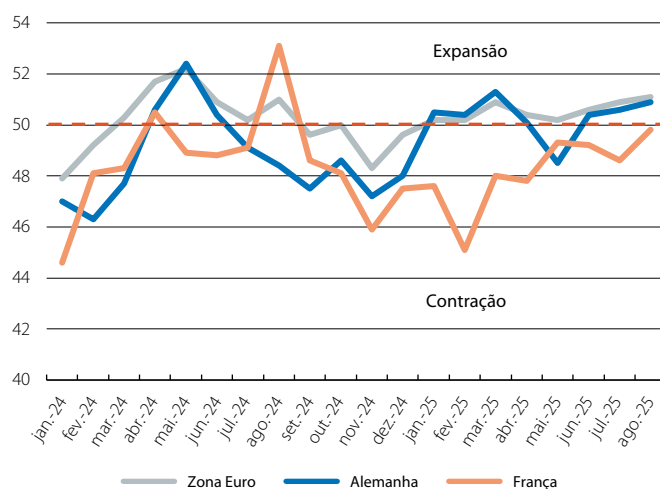
Sinais de melhoria da atividade europeia no 3T. A Zona Euro enfrenta o desafio de se adaptar nos próximos meses a condições comerciais com os EUA que são nitidamente menos favoráveis do que as existentes antes de 2025, embora o estímulo fiscal a ser implementado nos próximos anos (plano ReArmEU e plano de infraestruturas na Alemanha) possa mitigar algum do impacto do novo panorama comercial. Neste sentido, os últimos indicadores de confiança das empresas revelam alguma melhoria, num cenário de expansão modesta da atividade. O PMI composto da região, em particular, subiu cerca de 0,5 pontos entre julho e agosto, para 51,0, um nível que ainda aponta para um crescimento modesto, mas que é o mais elevado desde meados de 2024. Além disso, a melhoria foi generalizada entre as principais economias e tanto nos serviços como, especialmente, na indústria transformadora (em agosto, o PMI da indústria transformadora [50,7] regressou a território expansionista pela primeira vez desde junho de 2022). Nos meses de julho e agosto, o índice de sentimento económico também melhorou, embora, tal como a confiança dos consumidores, tenha permanecido em níveis relativamente modestos.

Sintomas de um mercado de trabalho não tão robusto nos EUA. A maior parte dos indicadores de atividade nos EUA apontam para um PIB dinâmico no 3T (os indicadores da Fed de Nova Iorque e Atlanta apontam para 0,6%-0,7% em cadeia), mas o destaque do verão foi a criação de emprego. Especificamente, o mercado de trabalho criou 51.000 novos empregos por mês na média de julho e agosto (vs. 127.000 na média dos 12 meses anteriores) e, além disso, a revisão estatística da série mostrou uma criação de apenas 6.000 em maio e junho como um todo (vs. 291.000 inicialmente estimados). A diferença entre a perda de dinamismo na criação de emprego e uma taxa de desemprego relativamente estável nos 4% indica que o mercado de trabalho pode estar a arrefecer, tanto do lado da procura como da oferta, uma reflexão que o Presidente da Reserva Federal, Jerome Powell, fez no simpósio anual de Jackson Hole e após a qual abriu a porta a uma redução das taxas em setembro (ver Mercados Financeiros).

A inflação diverge entre os dois lados do Atlântico. A inflação global na Zona Euro foi de 2,1% em termos homólogos em agosto, praticamente dentro do objetivo de 2% do BCE. Embora a inflação subjacente, que exclui a energia e os alimentos, tenha permanecido em 2,3% em termos homólogos, por detrás desta estabilidade está a baixa inflação dos bens industriais não energéticos (0,8%) e os serviços que estão a desacelerar lenta mas firmemente (3,1% em agosto, marcaram um mínimo desde abril de 2022). Pelo contrário, nos EUA, as pressões inflacionistas mantêm-se próximas de 3%, com o IPC global a aumentar 2,7% em julho e a inflação subjacente a acelerar para 3,0% (o valor mais elevado desde fevereiro). Porém, estes números sugerem que o impacto das tarifas nos preços finais ao consumidor tem sido até agora moderado, com pressões contidas nos itens que deveriam ser mais afetados (equipamento eletrónico, têxteis, etc.).

Zona Euro: PMI composto

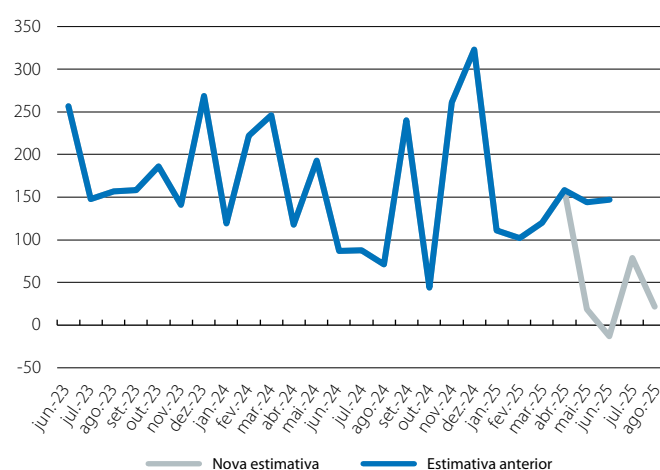
Índice



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

EUA: emprego

Variação mensal (milhares)

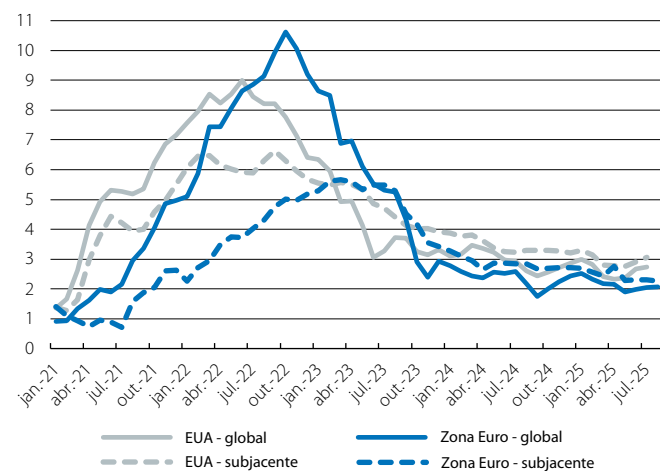


Nota: Exclui o setor agrícola.

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

Economias avançadas: IPC

Variação homóloga (%)



Nota: A inflação subjacente exclui a energia e todos os produtos alimentares.

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

5% do PIB em defesa: Porquê? Para quê? É viável?

A Cimeira da NATO, realizada em Haia em 24 e 25 de junho, encerrou com o compromisso dos membros da NATO de aumentar as despesas com a defesa para 5% do PIB até 2035. O mercado da defesa é um monopsonio natural em que a procura é dominada pelos governos, pelo que este tipo de compromisso tem um impacto imediato nas contas públicas, especialmente no atual contexto global de restrição orçamental.¹ Na Europa, coincide também com o desejo de dar um impulso competitivo à sua economia com base no relatório Draghi,² pelo que existe uma forte concorrência por recursos para outros domínios estratégicos, como a dupla transição verde e digital. Pretendemos aqui compreender os motivos subjacentes ao compromisso da NATO, explicar que objetivos estão a ser prosseguidos e até que ponto é razoável esperar que a UE aumente as suas despesas com a defesa nos próximos anos.

Porquê?

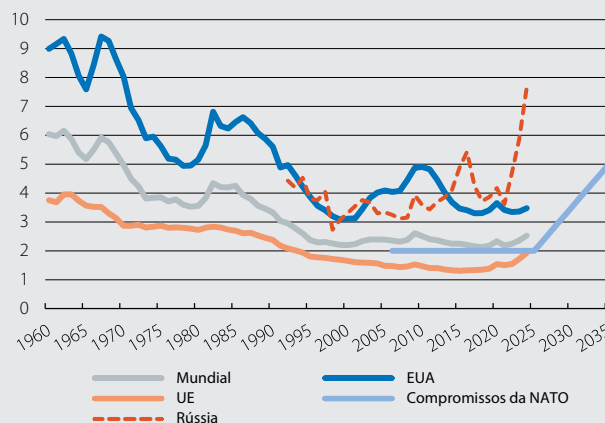
A definição de compromissos em matéria de despesas com a defesa não é nova no seio da NATO e, desde a cimeira de Riga, em 2006, o valor de referência tem sido 2% do PIB, um objetivo que foi reforçado na cimeira do País de Gales, em 2014, após a invasão da Crimeia pela Rússia. O criticismo dos EUA em relação ao fracasso sistemático dos parceiros europeus em cumprir estes objetivos não foi exclusivo das administrações Trump, mas também ressoou com Obama e Biden na Casa Branca; os dados dão-lhe razão (ver o primeiro gráfico). Um outro elemento estrutural é a referência à ameaça que a Rússia representa para a segurança euro-atlântica, materializada na invasão da Ucrânia a partir de 2022, que levou a um salto sem precedentes nas suas despesas militares e à sua transformação numa «economia de guerra». Contudo, nas condições atuais – sem envolvimento direto dos membros da NATO em guerras – nenhum destes fatores, por si só, obriga a um compromisso de 5% do PIB, um valor mantido pela última vez pelos EUA nos últimos anos da Guerra Fria e globalmente na década de 1960. A justificação mais razoável deve, pois, ser procurada no desejo de dispor de um maior poder de dissuasão num cenário geopolítico mais polarizado, em que os membros da NATO têm vindo a perder progressivamente peso na economia mundial e, portanto, nas despesas absolutas com a defesa a nível global (de 75% há 30 anos para 55% atualmente). Pelo contrário, a soma da China, da Índia e da Rússia tem vindo a crescer de forma constante e ultrapassa atualmente 20% do total (ver segundo gráfico).

Para quê?

Para 2035, o novo compromisso da NATO está dividido entre 3,5% do PIB para cobrir as necessidades e capacidades essenciais de defesa – principalmente equipamento e pessoal – incluindo para mobilização, e 1,5% para proteger

Despesas globais com a defesa e compromissos da NATO

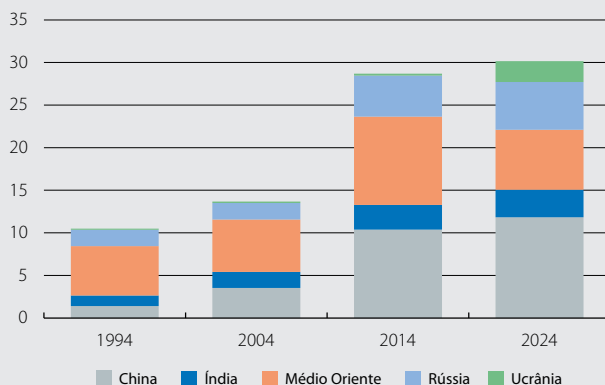
(% do PIB)



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

Gastos com defesa fora da NATO: países selecionados

(% do total mundial)



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

infraestruturas críticas, aumentar a resiliência civil e digital, promover a inovação e reforçar a base industrial. Por conseguinte, a primeira componente procura assegurar uma resposta mais rápida e a curto prazo às ameaças e agressões convencionais, e a segunda componente proporcionaria aos Estados-Membros um nível de segurança autónomo mais robusto e abrangente. O cumprimento destes objetivos é, sem dúvida, impulsionado por um maior volume de recursos empregados, mas as considerações qualitativas são igualmente, se não mais, relevantes.³ Neste sentido, a NATO sublinhou a importância de uma abordagem sistémica cooperativa e coordenada, com normas e aquisições conjuntas para facilitar a interoperabilidade e a permutabilidade de equipamentos e armamentos, e uma cadeia de abastecimento mais segura para o fornecimento de materiais críticos à indústria da defesa.⁴ O mesmo diagnóstico foi feito pelas instituições

1. Ver Focus «Os limites da dívida» no IM01/2025.

2. Ver Focus «Draghi propõe uma política industrial europeia como força motriz para enfrentar os desafios das próximas décadas» no IM10/2024 e «Uma reviravolta nas prioridades políticas da UE» no IM04/2025.

3. Carnegie Endowment (2025). «Taking the pulse: does meeting the 5 percent of GDP target enable Europe to confront the Russian threat?».

4. NATO (2024). «NATO industrial capacity expansion pledge», e NATO (2024) «Defence-critical supply chain security roadmap».

europeias nos últimos anos,⁵ com o relatório Draghi a destacar três fraquezas particularmente marcantes no setor da defesa em comparação com os EUA: fragmentação do seu mercado interno – que afeta tanto a indústria como a governação –, elevada dependência externa e baixo investimento em investigação, desenvolvimento e inovação.

É viável?

Na União Europeia, as várias iniciativas apresentadas pela Comissão Europeia para financiar o aumento das despesas com a defesa deixam a maior parte do esforço fiscal nas mãos dos Estados-Membros. Por um lado, as primeiras medidas apresentadas em março e já aprovadas pelo Conselho, que incluem um novo instrumento de empréstimo de 150 mil milhões de euros (SAFE) para favorecer as aquisições conjuntas e a possibilidade de se desviar da regra das despesas para os próximos quatro anos até 1,5% do PIB, suscitaram pouco entusiasmo entre os Estados-Membros com uma margem orçamental limitada. As medidas não atenuam o impacto significativo que os novos compromissos em matéria de defesa terão quer na dívida pública (ver alguns cenários no terceiro gráfico),⁶ com riscos de pressão em alta sobre o custo do financiamento soberano, quer em ajustamentos adicionais aos já exigidos pelos planos orçamentais de médio prazo (ver quarto gráfico),⁷ com potenciais implicações no crescimento e na distribuição do rendimento, dependendo do valor dos diferentes multiplicadores orçamentais e em que impostos e/ou rubricas de despesa se concentram as medidas compensatórias.⁸ Efetivamente, neste contexto, Espanha, França e Itália não solicitaram a ativação da cláusula de salvaguarda, reduzindo significativamente o âmbito desta medida para cerca de 200-300 mil milhões de euros, em comparação com os 600 mil milhões inicialmente previstos. Em contrapartida, o apetite dos chamados «países frugais» para promover um novo programa de despesas com emissão conjunta de dívida ao estilo dos fundos NGEU parece ter-se diluído ao longo dos meses, dando prioridade à promoção das suas propostas nacionais – como no caso da Alemanha – enquanto o aumento proposto pela Comissão Europeia para o próximo ciclo orçamental⁹ é insignificante em comparação com a magnitude dos compromissos alcançados na NATO.

5. EEAS (2022). «A strategic compass for security and defence», Comissão Europeia (2022), «Defence Investment Gaps Analysis and Way Forward» e Comissão Europeia (2025), «White Paper for European defence - Readiness 2030».

6. O terceiro gráfico mostra o aumento da dívida pública resultante apenas de um aumento de diferentes dimensões das despesas com a defesa (1 ponto, 2 pontos ou 3 pontos do PIB entre 2025 e 2035, repartidos proporcionalmente por cada um dos 10 anos seguintes) e, em cada caso, a sensibilidade a um diferencial negativo, neutro ou positivo entre o crescimento nominal do PIB e o custo nominal da dívida pública. Partimos do princípio de que o aumento das despesas com a defesa não é compensado pelo aumento dos impostos ou pela redução das despesas noutras rubricas.

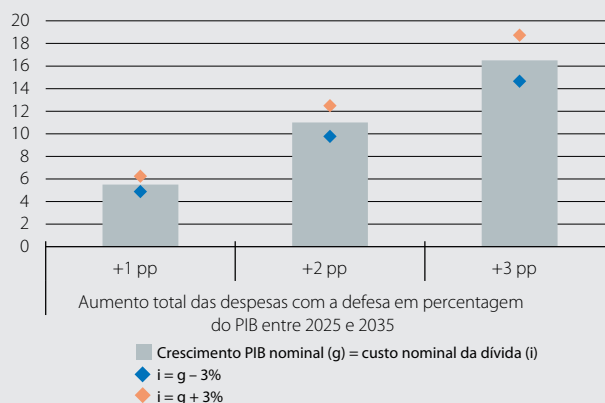
7. Ver Focus «O novo quadro de governação económica da UE» no IM01/2025.

8. Sobre os multiplicadores orçamentais, ver Sheremirov, V. e Spirovska, S. (2022) «Fiscal multipliers in advanced and developing countries: Evidence from military spending», *Journal of Public Economics*.

9. Ver Focus «Orçamento da UE 2028-2034: missão impossível?» neste mesmo Relatório Mensal.

Aumento das despesas com a defesa: impacto no rácio dívida pública/PIB

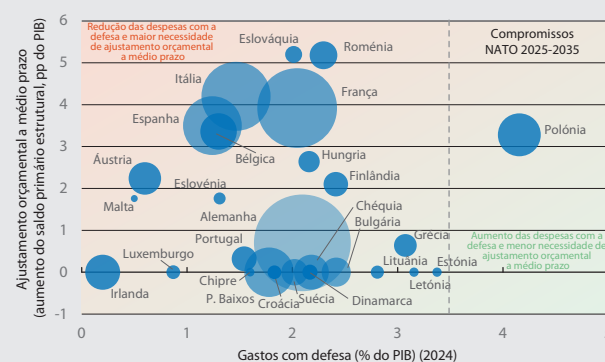
(p. p.)



Nota: Partimos do princípio de um aumento anual progressivo das despesas com a defesa entre 2025 e 2035.

Fonte: BPI Research.

Despesas atuais com a defesa e ajustamento orçamental previsto a médio prazo nos países da UE



Notas: Ajustamento orçamental total durante o período dos planos orçamentais estruturais de médio prazo (4 anos ou 7 anos com prorrogação). A área dos círculos é proporcional ao PIB nominal em euros em 2024. Dados do Eurostat 2023 para países não pertencentes à NATO (Áustria, Chipre, Irlanda e Malta).

Fonte: BPI Research, com base em dados da NATO, Eurostat e Comissão Europeia.

Neste momento, no atual cenário geopolítico, é possível compreender as motivações para querer aumentar as despesas com a defesa acima dos níveis atuais. Também há aspetos que precisam de ser reforçados nos contratos públicos europeus no setor da defesa e na indústria da defesa para poderem enfrentar com garantias os desafios emergentes. Contudo, a aspiração de 5% do PIB é certamente muito ambiciosa. A uma taxa de 3% a 3,5%, este valor permitiria compensar em 10 anos o défice de despesas com a defesa acumulado pelos governos europeus nas últimas décadas, o que representa um esforço considerável. O encargo orçamental poderia ser reduzido através de uma identificação precisa das prioridades críticas, de uma melhor coordenação para reduzir os custos e evitar duplicações, e da promoção de sinergias com o setor privado em matéria de inovação, o que permitiria também avançar noutras áreas estratégicas para aumentar o crescimento potencial da economia europeia.

Orçamento da UE 2028-2034: missão impossível?

Em 16 de julho, a Comissão Europeia apresentou a sua proposta de orçamento da UE para 2028-2034, abrindo negociações com o Conselho e o Parlamento Europeu que poderão durar até ao final de 2027. Para conferir à União Europeia uma verdadeira autonomia estratégica, o próximo orçamento deve visar dois objetivos principais: revitalizar a competitividade europeia –em consonância com o relatório Draghi– e enfrentar os desafios da geopolítica mundial, incluindo o aumento do protecionismo comercial e os compromissos da NATO. Para atingir estes objetivos, serão necessários vastos recursos, cuja capacidade de mobilização, do lado privado, está ainda por conhecer e, do lado público, parece que recairá sobre os orçamentos nacionais, que, à partida, têm poucos graus de liberdade. Um ato de equilíbrio.

Um ciclo com novas prioridades

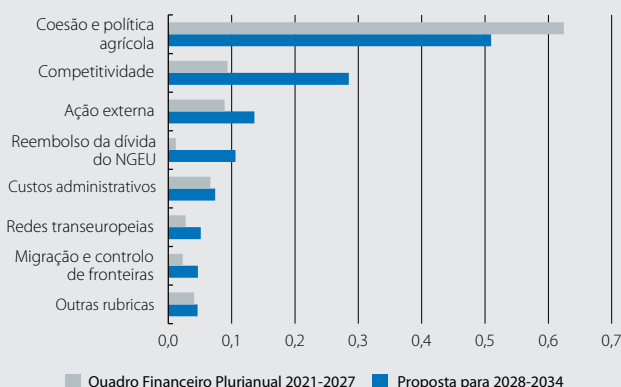
A proposta da Comissão para o próximo orçamento (Quadro Financeiro Plurianual, na terminologia de Bruxelas) coloca o volume total de recursos em cerca de 2 bilhões de euros em termos nominais, o que representa uma média anual de 1,3% do PIB previsto da UE entre 2028 e 2034.¹ O montante do empréstimo é de 1,2 bilhões de euros (1% do PIB nominal médio 2021-2027), embora depois reforçado pelos 800 mil milhões de euros de fundos do Next Generation EU, dos quais o reembolso da dívida conjunta emitida para o seu financiamento absorveria agora 168 mil milhões. Adicionalmente, por uma questão de simplicidade e flexibilidade, a proposta implica uma redução do número de áreas temáticas e de programas comunitários, bem como alterações na sua instrumentação, facilitando a reafetação de fundos de acordo com as necessidades e incluindo uma transformação dos fundos estruturais (coesão social e territorial, e política agrícola) na direção definida pelos fundos do Next Generation EU.

A afetação de fundos é também substancialmente modificada em resposta à revisão das prioridades estratégicas (ver primeiro gráfico). Uma das principais novidades é a criação de um Fundo para a Competitividade com uma dotação de 409 mil milhões de euros, que se torna o principal veículo do orçamento da UE para promover a agenda de investimento do relatório Draghi.² Os principais destinatários são o impulso à inovação através do programa Horizon (175 mil milhões de euros) e a indústria da defesa e do espaço (131 mil milhões de euros), ambos com um aumento notável em comparação com o ciclo 2021-2027, enquanto o restante será destinado à transição limpa, à liderança digital e a diferentes domínios da bioeconomia. Estes fundos são complementados por um aumento do orçamento do instrumento *Connecting Europe* para as redes transeuropeias de transportes (incluindo a mobilidade militar) e as redes de energia (81 mil milhões no total).

1. Comissão Europeia (2025). «The 2028-2034 EU budget for a stronger Europe».

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

Principais rubricas do orçamento da UE (% do PIB anual)



Notas: Em termos nominais sobre o PIB médio de cada período. Compromissos iniciais aprovados pelo Conselho para o período 2021-2027 (excluindo o Next Generation EU) e proposta da Comissão Europeia para 2028-2034.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Comissão Europeia.

Noutros domínios estratégicos, registou-se um aumento notável dos recursos destinados à cooperação internacional e ao apoio aos países candidatos à UE. Por conseguinte, o instrumento *Global Europe* é reforçado para 200 mil milhões de euros, enquanto são propostas duas rubricas extraorçamentais para cobrir as necessidades relacionadas com a guerra na Ucrânia e a futura reconstrução do país (num total de 131 mil milhões de euros). Simultaneamente, os fundos para a gestão da migração, o asilo e o controlo das fronteiras são aumentados (para 74 mil milhões de euros). Finalmente, com a gestão de emergências como a COVID-19 na linha da frente, a proposta da Comissão inclui um novo mecanismo transitório de empréstimos de 395 mil milhões de euros –também fora do orçamento– para potenciais crises futuras, que seria complementar a outros fundos da UE destinados a aumentar a resiliência na saúde e na proteção civil.

O eterno dilema do financiamento

O novo Fundo para a Competitividade constitui um passo em frente no sentido de impulsionar a mudança estrutural na economia europeia, mas o seu impacto será provavelmente limitado sem uma União da Poupança e do Investimento completa que mobilize o capital privado necessário. Tal será particularmente relevante para o financiamento de projetos inovadores que impulsionem a transformação digital e conduzam a ganhos de produtividade, bem como para apoiar a transição ecológica com a criação de uma indústria europeia de tecnologias limpas. No entanto, o esforço proposto pela UE em algumas áreas, nomeadamente a defesa, parece ficar muito aquém dos atuais défices e compromissos, o que sugere que a contribuição pública terá de provider, em grande medida, de orçamentos nacionais já sobrecarregados na maioria dos países membros (ver «5% do PIB para a defesa: Porquê? Para quê? É viável?» neste mesmo *Relatório Mensal*).

À semelhança dos ciclos orçamentais anteriores, o debate sobre o financiamento será intenso até à sua aprovação. Ao

contrário das posições que defendem a extensão do modelo utilizado para os fundos do NGEU, com dívida comum e transferências a fundo perdido, outro grupo de países mostra as suas habituais reticências, agora reforçadas pelo facto de a fatura destas questões absorver 8% do orçamento total da UE (24 mil milhões de euros por ano). Resumidamente, embora o espaço orçamental comum seja maior do que o espaço orçamental individual, com os consequentes ganhos em termos de custos de financiamento, as finanças públicas europeias partem de um nível de dívida relativamente elevado (87% do PIB em 2024).³ Neste contexto, a proposta da Comissão prevê a possibilidade de emissões conjuntas (até 690 mil milhões, um pouco menos do que o Next Generation EU), mas apenas para certas contingências (como o novo mecanismo de crise acima referido) ou para empréstimos (aos Estados-Membros ou aos países candidatos, como no caso da Ucrânia).

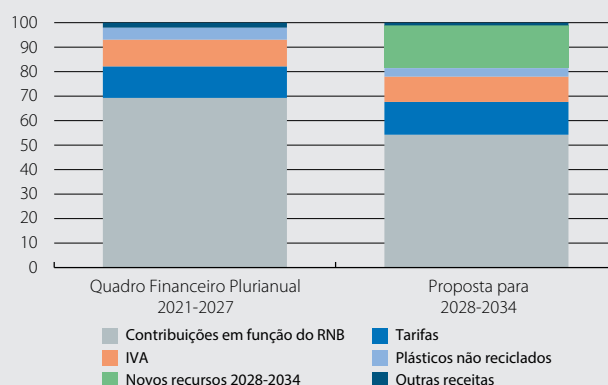
Outro elemento digno de nota é a proposta de aumentar os recursos próprios em cerca de 350 mil milhões de euros para todo o período 2028-2034, o que representaria cerca de 20% das receitas totais previstas (ver segundo gráfico). Estes recursos seriam provenientes de diferentes fontes, incluindo o regime de comércio de licenças de emissão (ETS) e o mecanismo de ajustamento das emissões de carbono nas fronteiras (CBAM), bem como novos impostos sobre os resíduos de equipamentos elétricos e eletrónicos não reciclados, o tabaco e uma contribuição fixa das empresas baseada no volume de negócios. Alguns destes novos recursos já tinham sido propostos em 2020 para o atual ciclo orçamental e não foram adotados.

A coesão e a transição ecológica, chave da negociação política

No que diz respeito aos fundos de coesão e à política agrícola (incluindo, de um modo geral, o ambiente e a transição climática), há quem assinala que é nestas rubricas que mais se refletem os estrangulamentos orçamentais e as novas prioridades estratégicas da UE. Consequentemente, os recursos nominais para estas políticas manter-se-iam estáveis em relação ao que foi autorizado para 2021-2027 (cerca de 800 mil milhões), mas diminuiriam em percentagem do orçamento total (de 64% para 40%) e em relação ao PIB (de 0,6% para 0,5% por ano, como mostra o primeiro gráfico). Este declínio contrasta com a estagnação dos últimos 15 anos na convergência entre as regiões europeias, que mantêm um diferencial notável entre as regiões mais desenvolvidas do noroeste e as de menor rendimento per capita do leste, ainda com grandes áreas rurais e um importante sector agrícola.⁴ Além disso, um eventual alargamento da UE liderado pela Ucrânia reforçaria este diagnóstico.

Esta alteração quantitativa dos Fundos estruturais é acompanhada de uma proposta de ajustamento significativo da

Fontes de financiamento do orçamento da UE (% das receitas totais)



Notas: O rendimento nacional bruto (RNB) é a soma do PIB e do saldo externo dos rendimentos do trabalho e do capital. Os recursos próprios provenientes das tarifas incluem também os impostos agrícolas.

Fonte: BPI Research, com base em dados da Comissão Europeia e do Conselho.

sua governação. Na sequência da conceção dos fundos do Next Generation EU, a Comissão prevê a elaboração de planos de cooperação nacionais e regionais (PCNR), que reuniram os programas de reforma e de investimento de cada Estado-Membro e cujo cumprimento daria acesso aos recursos atribuídos no orçamento comunitário. Críticas sobre o papel dos governos locais e regionais neste novo regime preveem que este será também um elemento central do próximo debate político. A disponibilidade de empréstimos para implementar as medidas contidas nos PNRCs seria outro elemento herdado do NGEU. A Comissão propõe um total de 150 mil milhões de euros, o que poderia eventualmente aumentar os recursos totais da política de coesão e da política agrícola para níveis equivalentes aos atuais, com a diferença, no entanto, de que estes empréstimos aumentariam o nível da dívida pública nacional, enquanto o orçamento comunitário prevê essencialmente transferências a fundo perdido entre Estados-Membros.

Não menos importante, a procura de apoio no Parlamento Europeu e de consenso no Conselho terá também como ingrediente principal a aparente mudança da agenda ambiental e climática por parte da nova Comissão. As críticas apontam para o facto de que, embora a proposta mantenha um objetivo de 35% para as despesas da UE nestes domínios, o seguimento dos compromissos estabelecidos no Pacto Ecológico Europeu se perde e o conteúdo das medidas parece cada vez mais subordinado ao impulso competitivo, com mais ênfase no apoio à descarbonização industrial e menos na agricultura sustentável e na biodiversidade.

É indubitável que a negociação do próximo orçamento irá, mais uma vez, testar o estado de saúde do projeto europeu, do qual dependerá a nossa autonomia estratégica para enfrentar os desafios geopolíticos que continuarão a vir do exterior.

3. Inclui 82% do PIB da dívida nacional dos Estados-Membros e 5% do PIB da dívida agregada.

4. Comissão Europeia (2024). «Ninth report on economic, social and territorial cohesion».

As tarifas funcionam como um instrumento de cobrança de impostos nos EUA?

A utilização de tarifas está a tornar-se uma peça central da política económica da administração Trump. A Casa Branca afirma que, com esta estratégia, persegue três objetivos principais: proteger as indústrias nacionais e repatriar a produção para solo americano (incluindo o reforço da independência económica em setores estratégicos), corrigir o défice comercial e aumentar as receitas para financiar parte do crescente défice orçamental. Contudo, estes objetivos são dificilmente conciliáveis entre si. Para defender a produção local, é difícil limitar as importações e, ao mesmo tempo, contar com elas como fonte de receitas fiscais. Na verdade, quanto mais bem sucedida for a política comercial na restrição das importações, menor será a base de receitas que se pode esperar. É precisamente sobre esta tensão de base que se levanta a dúvida sobre o poder de aumento de receitas das tarifas, e é precisamente sobre este ponto que centramos a análise neste artigo.

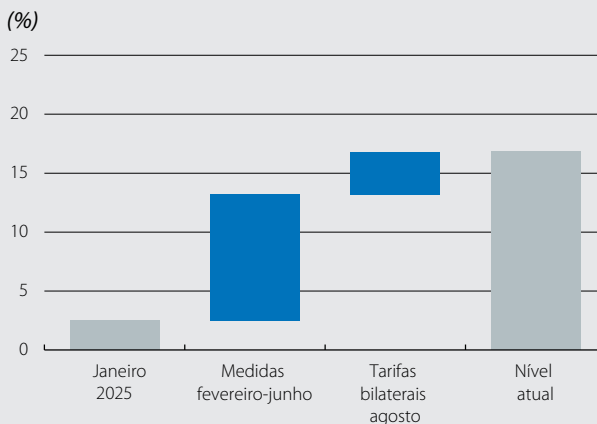
Tarifa efetiva: de 2% a 15%... em que nível?

Em agosto de 2025, estimamos que a tarifa média efetiva aplicada pelos EUA seja de cerca de 17%. Trata-se de um aumento de 2 pp em relação à nossa estimativa de junho¹ e de 15 pontos desde o início do ano. Este nível reflete a acumulação de medidas tomadas entre fevereiro e junho: as tarifas universais de 10%, 50% sobre o aço e o alumínio, 25% sobre os automóveis e 35% para o Canadá, 25% para o México² e 45% para a China. Incorpora também os ajustamentos resultantes dos acordos bilaterais alcançados no verão com parceiros como o Reino Unido (10%), a UE (15%) e o Japão (15%), onde os automóveis são tributados de acordo com as tarifas específicas de cada país. Inclui também as novas tarifas mais elevadas que penalizam países como a Suíça (39%), a Índia (25%) e o Brasil (50%). Note-se que algumas negociações ainda estão em aberto: China (prazo até 10 de novembro), México (prazo até ao final de outubro), UE (na pendência, nomeadamente, da lista de produtos estratégicos sujeitos a 0%) e eventuais tarifas setoriais sobre a eletrónica e os produtos farmacêuticos, cujo nível final ainda não é conhecido.

Cobrança de tarifas: 0,3% do PIB... a 1%?

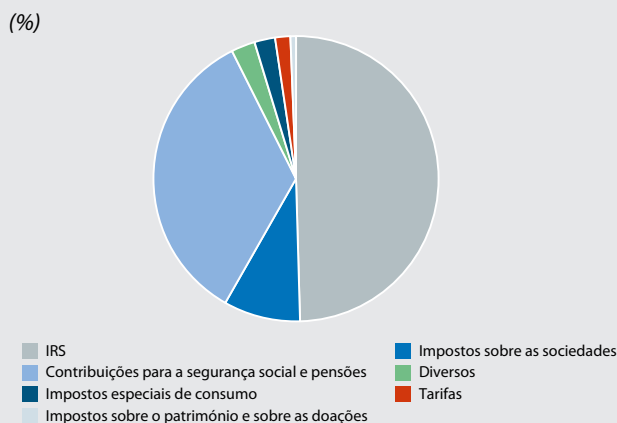
A cobrança de tarifas pelo Tesouro dos EUA tem sido historicamente marginal, uma vez que o seu principal objetivo não era, até então, constituir um instrumento importante de política orçamental ou um mecanismo de obtenção de receitas. As principais fontes de receitas foram os impostos sobre as sociedades e o imposto sobre o rendimento das pessoas singulares, que, em conjunto, representaram cerca de 60% das receitas totais, o equivalente a cerca de 10% do

EUA: tarifa efetiva



Nota: Taxas atualizadas com base em acordos comerciais e comunicações escritas.
Fonte: BPI Research, com base em dados do UN COMTRADE.

EUA: fontes de receitas fiscais



Nota: Proporções médias para o período 2015-2024.
Fonte: BPI Research, com base em dados do Tesouro dos EUA.

PIB. Em comparação, as tarifas contribuíram apenas com 2% das receitas totais e 0,3% do PIB.³

Este ano, porém, o padrão começou a mudar, especialmente desde abril, na sequência da entrada em vigor da tarifa universal de 10%, juntamente com outras tarifas setoriais. Somente entre janeiro e julho, o Tesouro cobrou 114,86 mil milhões de dólares em tarifas, o que equivale a quase 0,4% do PIB. Ou seja, já se arrecadou mais este ano (em proporção do PIB) do que no ano total de 2023 e 2024 (ver segundo gráfico). Depois do primeiro semestre do ano, o resultado final dependerá tanto do nível final das tarifas como do desempenho das importações.

Neste sentido, os dados do primeiro semestre revelam que, após uma recuperação de quase 20% em cadeia no 1T, em

1. Ver Focus: Onde estamos e para onde vamos com as tarifas dos EUA? no IM06/2025.
 2. As tarifas para o México e o Canadá só se aplicam a mercadorias que não cumpram as condições do USMCA.

3. Com exceção das receitas das contribuições para a segurança social, as receitas do imposto sobre as sociedades e do imposto sobre o rendimento das pessoas singulares representam 89% do total e as tarifas 3%.

antecipação das tarifas, as importações de bens caíram 20% em cadeia em abril e estabilizaram entre maio e junho em cerca de 270 mil milhões de dólares, ligeiramente abaixo da média do ano anterior (274 mil milhões de dólares). Num cenário em que assumimos que as importações mensais estabilizam em torno destes níveis e aplicamos tarifas efetivas de 17% (em vigor atualmente), a receita total para o ano através deste canal ascenderia a 1,1% do PIB.

Será 1% um cenário realista e sustentável a longo prazo?

No entender da Casa Branca, é crucial manter as tarifas elevadas para cobrir parte do aumento do défice público previsto para os próximos 10 anos, em resultado da nova lei orçamental. Aumentar o equivalente a 1% do PIB que projetámos acima já evitaria uma deterioração significativa das contas públicas. Será que o consegue realmente alcançar?

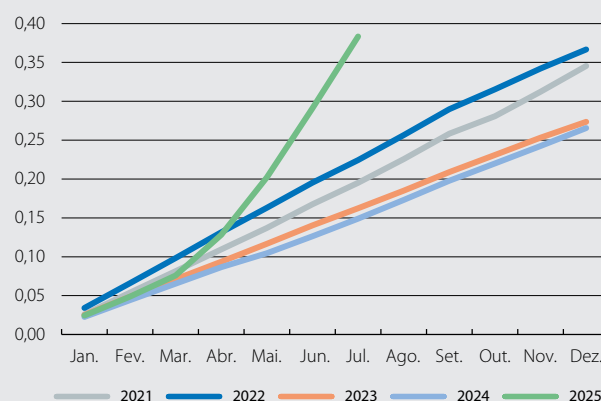
O sucesso da estratégia depende não só do nível das tarifas, mas também da estabilidade das importações. Para isso, são necessárias pelo menos duas condições: que a elasticidade dos preços das importações seja baixa e/ou a procura agregada permaneça dinâmica.

Começemos pelo primeiro. O comportamento das importações dependerá, primeiramente, da forma como as tarifas são repercutidas nos preços, ou seja, como o custo é partilhado entre exportadores, importadores e consumidores finais. Alguns estudos sobre as tarifas aplicadas à China em 2018 concluíram que estas resultaram num aumento de quase um para um nos preços dos bens importados, o que sugere que o custo foi absorvido pelos importadores e consumidores dos EUA.⁴

Os inquéritos realizados por várias agências regionais da Fed mostram que muitas empresas tencionam transferir a totalidade ou parte das tarifas para o consumidor. A título de exemplo, um inquérito da Fed de Atlanta⁵ revela que pelo menos 55% das empresas planeiam fazê-lo e, desse grupo, metade planeia transferir «todos» ou «a maior parte» dos custos. Apesar de ser demasiado cedo para avaliar o efeito final sobre os preços no consumidor, os dados do IPC de junho e julho mostram que os preços de certos bens importados já começaram a subir.⁶ Caso uma parte das tarifas seja transferida para o consumidor final, então a evolução das importações dependerá da sensibilidade da procura aos preços. A elasticidade dos preços das importações foi estimada por vários estudos como variando entre -1 e -5.⁷ Tomando o valor mais conservador (-1),⁸ pode assumir-se

4. Ver Amiti, M., Redding, S. J. e Weinstein, D. E. (2019). «The impact of the 2018 tariffs on prices and welfare». *Journal of Economic Perspectives*, 33(4), 187-210. E Cavallo, A., Gopinath, G., Neiman, B. e Tang, J. (2021). «Tariff Pass Through at the Border and at the Store: Evidence from US Trade Policy». *American Economic Review: Insights*, 3(1), 19-34.
5. Banco da Reserva Federal de Dallas (2025). «Texas Business Outlook Survey: Special Questions». Abril.
6. Ver Nota informativa da Inflação dos EUA em junho no BPI Research.
7. Ver Feenstra, R. C., Luck, P., Obstfeld, M. e Russ, K. N. (2018). «In Search of the Armington Elasticity. *The Review of Economics and Statistics*», 100(1), 135-150.
8. Jeanne, O. e Son, J. (2020). «To What Extent Are Tariffs Offset by Exchange Rates?» Working Paper n.º 27654, National Bureau of Economic Research.

EUA: cobrança cumulativa de tarifas (% do PIB)



Fonte: BPI Research, com base em dados do Tesouro dos EUA e a Bureau of Economic Analysis.

que um aumento de 1% no preço de um bem importado reduz a sua procura em 1%.

Um canal que poderia amortecer parcialmente este efeito é a taxa de câmbio. A valorização do dólar contribuiria para compensar o aumento do custo dos bens importados. Entretanto, até agora, este ano, o dólar desvalorizou 10% em relação aos seus principais pares, possivelmente enfraquecido pelas crescentes expectativas de um abrandamento económico nos EUA.

Esta última questão leva-nos à segunda condição para que a política pautal funcione como um mecanismo sustentado de aumento de receitas: a procura agregada não deve enfraquecer. As nossas previsões apontam para uma moderação do crescimento do PIB de 2,8% em 2024 para 1,3% em 2025 e 2026 (o consenso dos analistas é de cerca de 1,5%). Tal arrefecimento explicar-se-ia tanto pelos efeitos diretos das tarifas –através dos mecanismos acima descritos –como pelo aumento da incerteza, que afetará negativamente as decisões de consumo e de investimento. Para além disso, o esperado arrefecimento da economia mundial irá pesar sobre a procura externa de exportações dos EUA. E num ambiente menos dinâmico, as importações serão inevitavelmente afetadas.

Não se verificou até agora uma queda drástica das importações, mas isso deve-se ao facto de persistir um efeito de antecipação. Recorde-se ainda que alguns bens, como os produtos farmacêuticos e os semicondutores, têm estado isentos de tarifas até agora, o que mantém o incentivo à constituição de reservas. Assim, por exemplo, de acordo com os dados do U.S. Census Bureau, as importações de produtos farmacêuticos aumentaram 15% este ano, enquanto as importações de mobiliário e vestuário diminuíram 15% e 10%, respetivamente.

No conjunto, o aumento das receitas das tarifas foi significativo e atingir 1% do PIB é um valor importante, mas parece difícil fazê-lo de forma sustentada ao longo do tempo.

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

ESTADOS UNIDOS

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
Atividade									
PIB real	2,9	2,8	2,7	2,5	2,0	2,1	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	5,2	3,4	3,6	4,1	4,8	4,8	4,6	4,4	...
Confiança do consumidor (valor)	105,4	104,5	102,2	110,6	99,8	93,1	95,2	98,7	97,4
Produção industrial	0,2	–0,3	–0,4	–0,3	1,2	1,0	0,8	1,4	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	47,1	48,2	47,3	48,2	50,1	48,7	49,0	48,0	48,7
Habitações iniciadas (milhares)	1.421	1.371	1.338	1.387	1.401	1.346	1.358	1.428	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	312	330	332	336	340	338	337	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,6	4,0	4,2	4,1	4,1	4,2	4,1	4,2	...
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,3	60,1	60,0	59,9	60,0	59,8	59,7	59,6	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,0	–2,8	–2,9	–3,0	–3,5	–3,6	–3,6	...	...
Preços									
Taxa de inflação global	4,1	3,0	2,6	2,7	2,7	2,4	2,7	2,7	...
Taxa de inflação subjacente	4,8	3,4	3,2	3,3	3,1	2,8	2,9	3,1	...

JAPÃO

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
Atividade									
PIB real	1,2	0,1	0,8	1,2	1,8	1,2	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	35,1	37,2	36,9	36,1	34,7	32,8	34,5	33,7	34,9
Produção industrial	–1,4	–3,0	–1,8	–2,5	2,5	0,8	2,6	–0,9	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	7,0	12,8	13,0	14,0	12,0	13,0	–	–	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,3	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,0	–1,1	–1,1	–1,0	–0,9	–0,7	–0,6	–0,6	...
Preços									
Taxa de inflação global	3,3	2,7	2,8	2,9	3,8	3,4	3,2	3,0	...
Taxa de inflação subjacente	3,9	2,4	2,0	2,3	2,7	3,2	3,5	3,4	...

CHINA

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
Atividade									
PIB real	5,4	5,0	4,6	5,4	5,4	5,2	–	–	–
Vendas a retalho	7,8	3,3	2,7	3,8	3,6	4,4	4,8	3,7	...
Produção industrial	4,6	5,6	5,0	5,6	6,8	6,2	6,8	5,7	...
PMI indústrias (oficial)	49,9	49,8	49,4	50,2	49,9	49,4	49,7	49,3	49,4
Setor externo									
Balança comercial ^{1,2}	865	997	898	997	1.086	1.146	1.146	1.159	...
Exportações	–5,1	4,6	5,4	10,0	5,7	6,0	5,6	7,1	...
Importações	–5,5	1,0	2,1	–1,8	–6,9	–0,9	1,1	4,1	...
Preços									
Taxa de inflação global	0,2	0,2	0,5	0,2	–0,1	0,0	0,1	0,0	...
Taxa de juro de referência ³	3,5	3,1	3,4	3,1	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0
Renminbi por dólar	7,1	7,2	7,2	7,2	7,3	7,2	7,2	7,2	7,2

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

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

ZONA EURO

Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
Vendas a retalho (<i>variação homóloga</i>)	-1,9	1,2	2,1	2,2	2,0	2,7	3,5	2,2	...
Produção industrial (<i>variação homóloga</i>)	-1,6	-3,0	-1,7	-1,5	1,4	1,2	0,2	...	...
Confiança do consumidor	-17,4	-14,0	-13,0	-13,4	-14,1	-15,7	-15,3	-14,7	-15,5
Sentimento económico	96,2	95,7	96,0	95,1	95,5	94,3	94,1	95,7	95,2
PMI indústrias	45,0	45,9	45,5	45,4	47,6	49,3	49,5	49,8	50,7
PMI serviços	51,2	51,5	52,1	50,9	51,0	50,1	50,5	51,0	50,5
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (<i>variação homóloga</i>)	1,4	1,2	1,0	0,7	0,7	0,7	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,6	6,4	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,2	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,1	3,4	3,4	3,4	3,6	3,7	3,7	3,7	...
França (% pop. ativa)	7,3	7,4	7,4	7,3	7,5	7,6	7,6	7,6	...
Itália (% pop. ativa)	7,7	6,6	6,3	6,2	6,3	6,3	6,2	6,0	...
PIB real (<i>variação homóloga</i>)	0,7	0,9	1,0	1,3	1,5	1,4	-	-	-
Alemanha (<i>variação homóloga</i>)	-0,7	-0,5	-0,6	-0,2	0,2	0,2	-	-	-
França (<i>variação homóloga</i>)	1,6	1,1	1,1	0,6	0,6	0,8	-	-	-
Itália (<i>variação homóloga</i>)	0,8	0,5	0,5	0,6	0,7	0,4	-	-	-

Preços

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

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
Inflação global	5,5	2,4	2,2	2,2	2,3	2,0	2,0	2,0	2,1
Inflação subjacente	5,0	2,8	2,8	2,7	2,6	2,4	2,3	2,3	2,3

Setor externo

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

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
Balança corrente	2,0	3,3	3,4	3,3	3,0	3,6	3,6	...	...
Alemanha	5,5	5,6	6,3	5,6	5,4	6,7	6,7	...	...
França	-1,0	0,1	0,3	0,1	0,0	-0,8	-0,8	...	...
Itália	0,1	1,1	0,9	1,1	1,1	1,6	1,6	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	94,7	95,0	95,5	94,2	93,5	96,8	97,3	98,4	98,4

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	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	2,7	0,8	1,0	1,4	2,2	2,6	2,7	2,8	...
Crédito às famílias ^{2,3}	1,7	0,5	0,5	0,9	1,5	2,1	2,2	2,4	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	4,6	4,9	4,9	4,4	3,9	3,4	3,3	3,3	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	4,4	4,6	4,7	4,3	4,0	3,7	3,6	3,6	...
Depósitos									
Depósitos à ordem	-8,5	-3,9	-2,5	1,2	3,6	5,3	5,1	5,6	...
Outros depósitos a curto prazo	21,1	12,3	10,5	6,0	2,3	-0,1	-1,0	-0,8	...
Instrumentos negociáveis	20,3	20,3	22,1	18,6	15,7	11,0	10,4	6,4	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	2,7	3,0	3,0	2,6	2,2	1,9	1,8	1,7	...

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

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

Emprego suporta economia resiliente

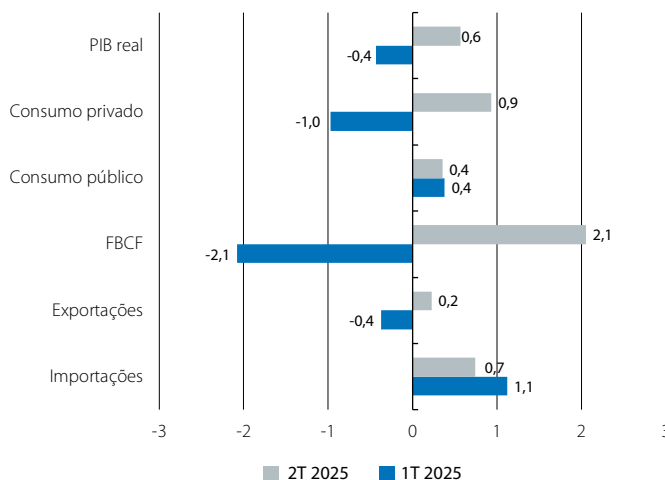
No 2T 2025, o PIB cresceu 0,6% em cadeia, em linha com o crescimento trimestral médio observado desde 2019. Esta recuperação mais do que compensou a queda de 0,4% no 1T e reflete o retorno aos ritmos trimestrais médios registados nos últimos anos. A procura interna contribuiu com 0,8 pontos percentuais (p. p.) para o crescimento trimestral, destacando-se o avanço de 2,1% qoq da FBCF. Por seu turno, a procura externa retirou 0,2 p. p. ao crescimento trimestral, tendo as importações crescido 0,7% enquanto as exportações continuam a registar crescimentos mais moderados face ao comportamento histórico mais recente. Até ao final do ano, o crescimento trimestral deverá revelar-se oscilante, com um 3T forte, por via do consumo, pois as famílias beneficiaram de incremento do rendimento por redução das taxas de IRS e receção de retroativos desde o início do ano, e pagamento extraordinário aos pensionistas. Contudo, no 4T poder-se-á verificar um movimento de correção (não se excluindo uma ligeira contração), na medida em que o rendimento das famílias normalizará (semelhante ao efeito do 4T 2024-1T 2025). De notar que, ao todo, estas medidas representam um aumento extraordinário do rendimento das famílias de 900 milhões de euros, equivalente a 0,3% do PIB nominal. Ainda no 2S espera-se que o investimento fortaleça, via aceleração do PRR e redução dos custos de financiamento. Neste cenário mantemos a perspetiva de que a economia avance 1,6% em 2025.

Inflação volta a subir em agosto. A estimativa rápida do INE aponta para uma taxa superior em 0,2 p. p. ao mês anterior, subindo para 2,8%. O IPC subjacente manteve-se estável nos 2,5%. Novamente, os produtos alimentares não transformados dão lastro a nova subida do índice, com uma taxa de inflação homóloga de 7,0% (6,1% em julho). O preço elevado e crescente de algumas *commodities* alimentares nos mercados internacionais (por exemplo o café e a carne bovina, onde o grau de auto-provisionamento nacional é baixo) ajuda a explicar este comportamento, bem como os aumentos salariais expressivos no setor da Agricultura e Pescas, acima do global da economia. Por sua vez, a rigidez da inflação dos serviços, há vários meses acima dos 4%, contribui para a viscosidade do IPC subjacente.

O emprego não para de surpreender em 2025. De facto, os dados do 2T revelaram não só um novo máximo histórico (desde 2011), como também um ritmo de crescimento não visto desde o período de recuperação pós-pandemia. O aumento de 148.400 indivíduos face ao trimestre homólogo (ou seja, 2,9%) é o mais elevado registado num 2T desde 2017, excluindo o período da pandemia (ver gráfico). Este comportamento é transversal ao sector secundário e terciário, mas são as indústrias transformadoras, as atividades de consultoria, científicas & técnicas e o alojamento & restauração que se destacaram, sendo responsáveis por mais de 65% do aumento homólogo do emprego no 2T. Os sinais positivos são ainda refletidos noutros indicadores: a criação de emprego foi transversal a todos os grupos etários, nos níveis de qualificação mais elevados (secundário e superior) e em contratos de trabalho mais estáveis (em detrimento dos contratos mais precários). Neste contexto, a taxa de desemprego diminuiu 0,2 p. p. face ao trimestre homólogo, atingindo os 5,9%, a taxa mais baixa desta série

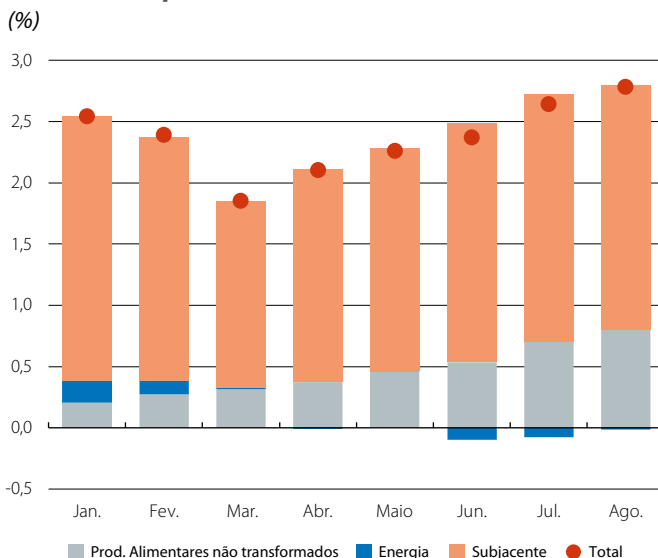
Componentes da procura

Variação em cadeia (%)



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

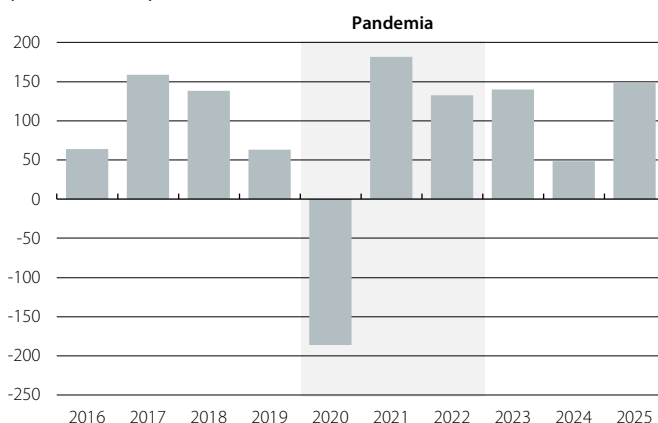
Contributos para o IPC



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

Variação homóloga do emprego no 2T de cada ano

(Mil indivíduos)



Nota: Dados não ajustados de sazonalidade.

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

estatística (excluindo o período da pandemia). Perante esta robustez, as remunerações continuam a aumentar: a remuneração bruta real mensal média por trabalhador aumentou 3,7% homólogo no 2T, para 1.388 euros. Os sinais do mercado de trabalho são positivos (em julho, o emprego aumentou 4,0% homólogo) e apontam para uma surpreendente criação de emprego em 2025.

Habitação segue a valorizar. Na antecâmara da saída do dado relativo ao Índice de Preços da Habitação do 2T 2025 (será divulgado pelo INE no dia 22), as informações intercalares apontam no sentido ascendente. O Índice de Preços Residenciais da Confidencial Imobiliário fechou a primeira metade do ano com uma valorização média em termos homólogos de 14,9%, pese embora as variações mensais no segundo trimestre não sejam tão exuberantes quanto as registadas no início do ano. As transações também ter-se-ão mantido em patamares elevados (em torno das 40 mil casas/trimestre). Por sua vez, a avaliação bancária da habitação foi em julho de 1.945 eur/m² (mediana nacional), evoluindo assim 18,7% em termos homólogos, com o número de avaliações a ser superior em 3,7% face ao mesmo mês de 2024. As expetativas para preços e vendas num futuro próximo apontam para uma estabilização destas últimas, e evolução mais contida dos preços.

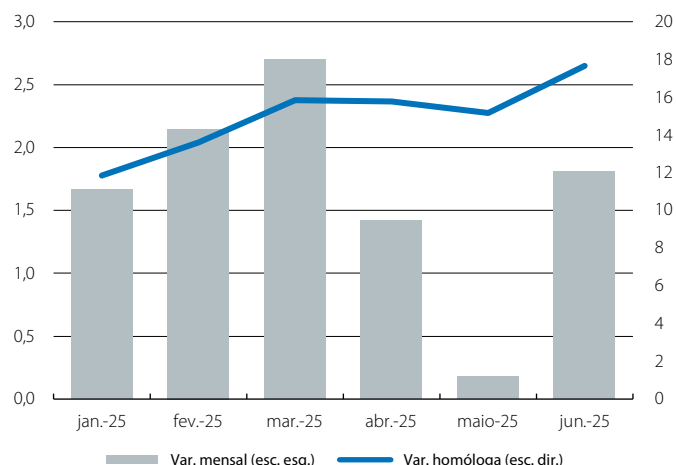
Em junho e em termos acumulados, a balança corrente portuguesa registou um excedente de 577 milhões de euros. Este valor reflete uma deterioração do saldo nos primeiros seis meses de 2024 de 80% (-2.283 milhões de euros), justificada sobretudo pelo agravamento do défice da balança de bens, que piorou em 2.748 milhões de euros face ao homólogo (derivado do agravamento do défice dos produtos alimentares e químicos e redução do excedente nos produtos petrolíferos refinados), motivado pelo aumento das importações (+2.490 milhões de euros) e diminuição das exportações (-258 milhões de euros). Por outro lado, o excedente da balança de serviços aumentou 754 milhões de euros (+5,3%) face a junho de 2024, justificado essencialmente pelo aumento das exportações de serviços de viagens e turismo (+489 milhões de euros). Os principais produtos exportados por Portugal foram veículos automóveis, reboques e semi-reboques (12% do total das exportações até junho de 2025), seguindo-se os produtos alimentares e os produtos informáticos, eletrónicos e óticos (com uma preponderância de 8% e 7%, respetivamente).¹

A carteira de crédito ao sector privado não financeiro acelera e cresce ao ritmo mais elevado desde o início de 2009. De facto, o stock aumentou 5,3% homólogo em julho, um comportamento maioritariamente explicado pela carteira de crédito à habitação (+7,3% homólogo), seguindo-se o crédito ao consumo e outros fins (6,5%) e empresas não financeiras (2,2%). Mais detalhadamente, o aumento da carteira de crédito à habitação explica cerca de 67% do aumento do crédito ao sector privado, enquanto 18% é explicado pelo consumo e outros fins e os restantes 15% pelas SNF. Parte do dinamismo do crédito à habitação poderá ser explicado pela redução dos custos de financiamento (a taxa de juro implícita nos contratos de crédito à habitação diminuiu 0,09 p. p., para 3,385% em julho, o nível mais baixo desde abril de 2023), e também pela concessão de crédito aos mais jovens (representaram mais de 50% das novas operações concedidas na primeira metade do ano).

1. Para maior detalhe sobre a balança comercial consultar a publicação do BPI Research «Dinâmicas do Comércio Externo Português: análise da balança de bens e exposição aos principais parceiros comerciais».

Índice de Preços dos Imóveis Residenciais

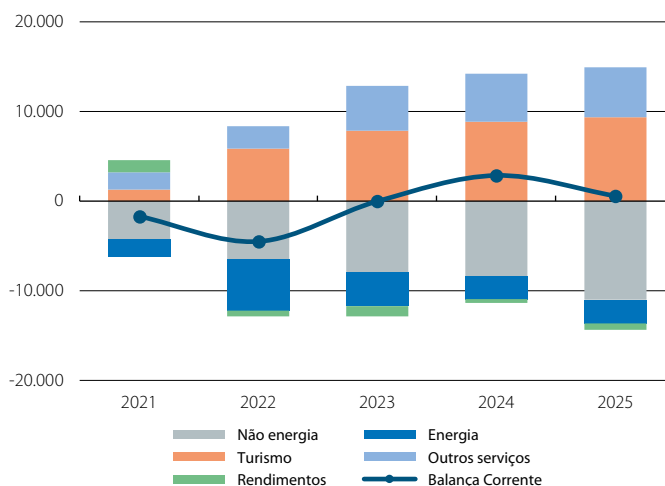
Var. mensal e homóloga (%)



Fonte: BPI Research, com base nos dados da Confidencial Imobiliário.

Balança corrente por componente

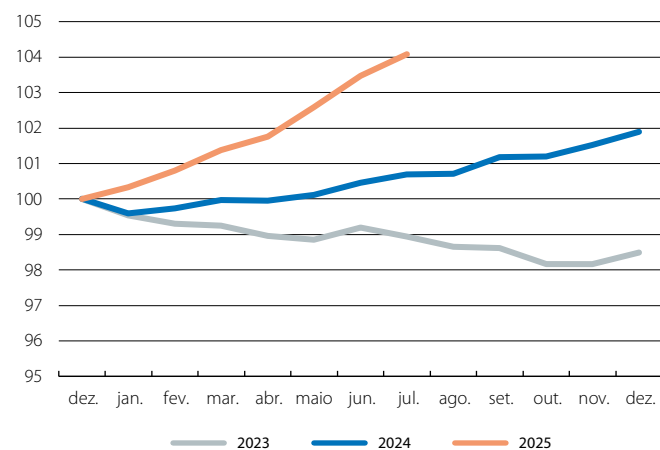
(Valores acumulados até junho, milhões de euros)



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

Evolução da carteira de crédito ao sector privado não financeiro

(Base 100 = dezembro ano anterior)



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

Os limites à produtividade e competitividade das empresas portuguesas

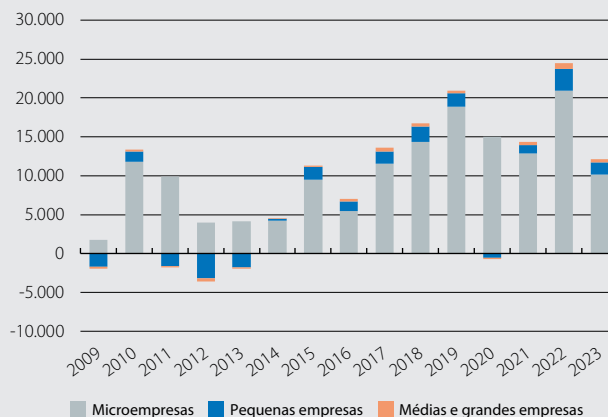
O tecido corporativo português é substancialmente assimétrico em termos de escala. De acordo com dados do Banco de Portugal (BdP), em 2023, 99,7% das empresas existentes eram micro, pequenas e médias empresas (PMEs, sendo a maioria micro e pequenas, representando cerca de 89,3% e 8,9%, respetivamente). Apesar de se registar desde 2017 uma maior variação do nº de empresas (ver gráfico 1), o foco mantém-se nas de menor dimensão, o que reflete as dificuldades que o setor privado tem tido para se tornar mais competitivo, aumentar a eficiência na alocação de recursos e se internacionalizar, deixando as empresas nacionais em desvantagem face aos seus pares europeus e, particularmente, norte-americanos. Uma maior dimensão facilita os ganhos de produtividade e o investimento em processos mais eficientes, o que é observado pelo facto de, apesar das grandes empresas representarem menos de 0,5% do nº total (BdP, 2023), são as que geram mais riqueza, responsáveis por 36,4% do valor acrescentado bruto.

Segundo dados do Eurostat e da Fed, o PIB nominal per capita em 2024 foi cerca de 26,7 mil euros em Portugal, aproximadamente 16,3 mil euros abaixo da média da Zona Euro (ZE) e 59,1 mil euros abaixo do verificado nos EUA. Esta diferença no rendimento justifica-se estruturalmente por um *gap* na produtividade dos fatores trabalho e capital (ver gráfico 2), que alargou ao longo do século xx e tem resistido até à atualidade. Enquanto a generalidade das empresas europeias e, principalmente norte-americanas, conseguem dinamizar as suas operações e crescer em termos de ativos e valor de mercado, as portuguesas enfrentam limitações em obter retornos crescentes à escala. Diversos são os motivos que justificam este entrave, com a consequente fraca dinamização do setor privado português, que se traduz na prevalência das mesmas empresas dominantes e na redução do número de títulos transacionados no mercado acionista (152 empresas cotadas nas bolsas portuguesas em 1990 vs. 47 em 2025).¹

Apesar das principais empresas estarem, em média, a seguir uma tendência positiva de valorização desde 2020 (tendo em conta a valorização do PSI, pese embora a sua pequena representatividade no universo empresarial), assim como terem registado melhorias em termos de rentabilidade e autonomia financeira comparativamente ao período entre 2008 e 2015, muitas enfrentam deficiências no acesso às fontes de capital. Devido à dimensão reduzida, os custos de financiamento são geralmente mais altos devido ao risco de crédito, há menos soluções disponíveis e as empresas têm menos capacidade de emitir capital

Empresas por dimensão

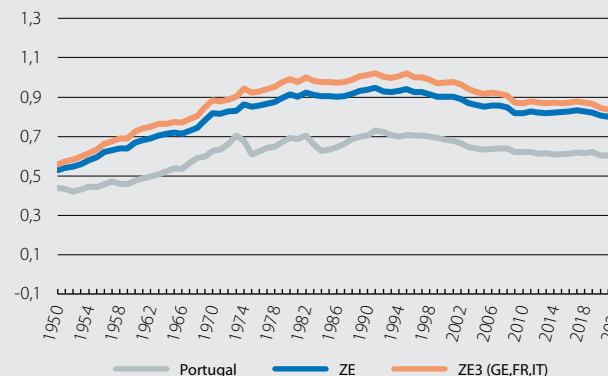
(Variação anual do nº total)



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

Produtividade total de fatores

(Resíduo de Solow*, rácio face aos EUA)



Notas: ZE3 corresponde às três maiores economias da ZE por PIB, ou seja a Alemanha, a França e a Itália. * Resíduo de uma função de produção do tipo Cobb-Douglas assumindo retornos constantes à escala ($Y = AL^{\alpha}K^{1-\alpha}$), com o stock de capital (K) e horas trabalhadas (L) como entradas, permitindo estimar a produtividade total de fatores (A).

Fonte: BPI Research, com base nos dados da Long-term Productivity Database.

próprio, baseando o seu balanço no endividamento. Por sua vez, a liquidez é mais baixa e o investimento em ativos fixos restringe-se para as empresas conseguirem pagar os seus passivos, sendo o rácio corrente (ativo corrente sobre o passivo corrente) mais baixo no PSI do que nos índices EUROSTOXX50 e S&P500, e a formação bruta de capital fixo (FBCF) em percentagem do PIB mais baixa em Portugal que na ZE e nos EUA desde 2011, restringindo o crescimento. A falta de investimento produtivo privado é ainda agravada pela falta de investimento público. O stock líquido de capital aumentou apenas 2,3% em Portugal desde 2008 (muito abaixo dos 18,2% e 31,2% verificados na média da UE e nos EUA, respetivamente, de acordo com dados de 2023 da AMECO), sendo insuficiente para compensar a progressiva obsolescência dos ativos existentes.

1. Segundo dados de um relatório da Macedo Vitorino.

Relacionada com o investimento, a menor aposta na inovação justifica também o atraso das empresas portuguesas. O progresso técnico e a busca por métodos mais inovadores e eficientes são essenciais à competitividade de qualquer economia no longo prazo, e o atraso na capacidade tecnológica de Portugal (e da Europa) face aos EUA está a ser agora agravado pela difusão da inteligência artificial, comprometendo a internacionalização e posicionamento estratégico (ver gráfico 3). Entre 2013 e 2023, as empresas privadas (governos) realizaram despesas anuais em investigação e desenvolvimento, em média, de 0,8% (0,1%) do PIB em Portugal, enquanto na ZE e nos EUA essas proporções foram de 1,4% (0,3%), e 2,3% (0,3%), respetivamente. Pela positiva, Portugal lidera o investimento em inovação no ramo da educação superior.

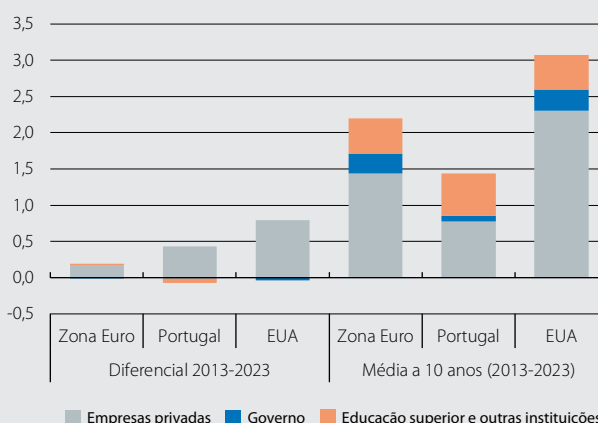
A escassez de investimento produtivo e inovador acentua outro problema: o fenómeno conhecido como «fuga de cérebros». Portugal apresenta uma proporção razoável de licenciados em *STEM* (ciências, tecnologias, engenharias e matemática), comparável à média da UE, no entanto enfrenta desafios em reter a sua base de mão-de-obra qualificada, nomeadamente jovens, que se qualificam em áreas de elevado valor acrescentado, como a tecnologia e a indústria transformadora, e não encontram oportunidades de emprego suficientes (tanto em termos salariais, de progressão e de aplicação do conhecimento), muitos optando por emigrar para países onde as perspetivas de carreira nessas mesmas áreas são mais valorizadas. De facto, Portugal é o 5º Estado-Membro da UE onde a compensação nominal dos trabalhadores² menos subiu nas últimas duas décadas (+13% entre 2004 e 2024, comparado aos +18,4% na UE). Em resultado, o setor empresarial acaba por se especializar em segmentos de baixo valor acrescentado.

Por fim, os impostos são outro aspeto crucial, ao afetarem tanto as empresas como os particulares. De acordo com dados do Eurostat, a carga fiscal sobre o trabalho subiu 0,8% em Portugal entre 2015 e 2024, contrariando a tendência de alívio fiscal sentida nas principais economias europeias e nos EUA, mesmo que continue abaixo da média da UE (ver gráfico 4). Uma carga fiscal mais elevada reduz o rendimento disponível das famílias, que por si só já é pouco competitivo comparativamente à generalidade das economias europeias (onde as remunerações aumentaram consideravelmente mais desde o início do século, como referido anteriormente). Além disso, embora tenham sido criadas medidas para desacelerar a «fuga de cérebros», nomeadamente o IRS jovem, os benefícios tendem a ser limitados ou temporários.

2. Remuneração média ganha anualmente por cada trabalhador, incluindo salários e contribuições para a Segurança Social, segundo a AMECO.

Despesas em I&D

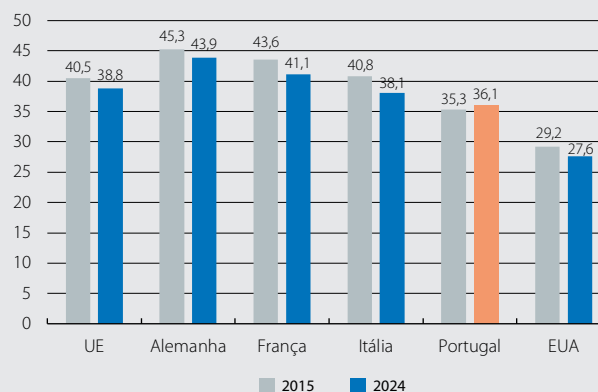
(% do PIB)



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

Carga fiscal sobre o trabalho

Imposto sobre os rendimentos salariais brutos mais contribuições sociais em % dos custos do trabalho



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

Em suma, Portugal sofre de um desafio crónico de competitividade intrinsecamente ligado ao tecido empresarial assente numa dimensão reduzida, falta de investimento e inovação, e especialização em setores de baixo valor, apesar de possuir bons níveis de capital humano. Para reverter o problema, é necessário reduzir o *gap* de produtividade promovendo um aumento do investimento produtivo e em investigação, criando condições para valorizar a mão-de-obra especializada em setores disruptivos e reformando o sistema fiscal.

Tiago Miguel Pereira

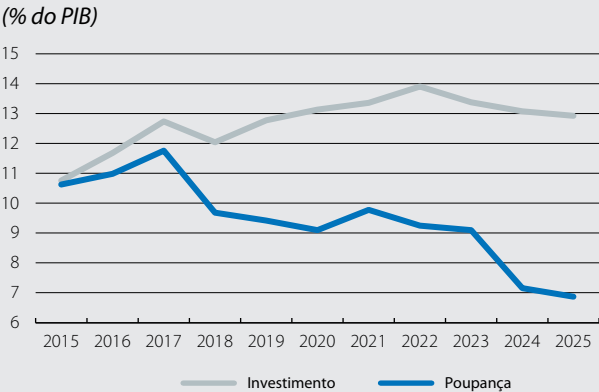
Setor empresarial com situação financeira mais sólida

As necessidades de financiamento das empresas não financeiras têm vindo a alargar ao longo da última década. Em 2024, eram 14,7 mil milhões de euros, que contrasta com uma capacidade de financiamento de 0,7 mil milhões em 2015. Esta evolução reflete um incremento muito inferior das receitas geradas pelo setor face às respetivas despesas, que desde 2015, aumentaram 65% e 81%, respetivamente. Em 2024, os recursos gerados no setor atingiram os 164 mil milhões, mais 4,7% homólogo, beneficiando do incremento do valor acrescentado bruto gerado no ano. Mas os custos suportados aumentaram a um ritmo mais elevado – 7,2% homólogo – refletindo crescimentos significativos das remunerações pagas (9,5% homólogo) e dos juros e impostos pagos, +13% e +14,7%, respetivamente, face a 2023. Estas evoluções refletiram-se num crescimento débil do excedente de exploração para 48 mil milhões de euros em 2024, mais 2,3% do que em 2023; num incremento pouco expressivo do investimento – 37 mil milhões em 2024, +3,1% homólogo; e na redução da poupança do setor para 20 mil milhões de euros, menos 17% do que no período homólogo. No início de 2025, a tendência mantém-se inalterada, com as despesas a crescerem 1,1% face ao final de 2024 e as receitas apenas 0,5%.

Mas apesar deste alargamento das necessidades de financiamento, as empresas não financeiras registaram melhorias significativas na sua situação patrimonial¹ na última década. Neste período, os ativos aumentaram 96 milhões de euros, os passivos² cerca de 20 mil milhões e o capital próprio 146 mil milhões. Em 2024, a situação patrimonial líquida das empresas portuguesas melhorou, com o ativo líquido a situar-se em 13.728 milhões de euros, um aumento significativo face a 2023 e a inversão face a um histórico estruturalmente negativo. Do lado do ativo – 92% do PIB – o contributo foi de 13,5 mil milhões de euros, com incrementos nos depósitos e relacionamento com outras empresas, tanto através de participações no capital como por empréstimos concedidos. Os depósitos situavam-se em 74 mil milhões de euros, mais 5,6 mil milhões do que em 2023 e quase o dobro dos níveis anteriores à pandemia (média entre 2015-19 era de 39,5 mil milhões). O aumento do passivo líquido de ações e participações – 87% do PIB – foi muito mais moderado, apenas 3,2 mil milhões de euros, por via do aumento de débitos relacionados com prazos de pagamento a fornecedores ou de serviços contratados e aumento da dívida titulada de longo prazo, que no final de 2024 era de 33,6 mil milhões de euros, mais 4,2 mil milhões do que em 2023. Por seu lado o recurso a empréstimos de longo prazo diminuiu 6,4 milhões de euros em 2024, para 120 mil milhões de euros. O incremento do capital próprio, repre-

1. Situação patrimonial avaliada com base nas contas nacionais financeiras, refletindo as alterações nos ativos e passivos financeiros de um determinado setor com os restantes setores institucionais ou com o exterior.
2. Neste artigo, os passivos de empresas não financeiras em ações e outras participações são considerados como o equivalente aos capitais próprios das empresas. Assim, a referência aos passivos é líquida desta rubrica que nas contas nacionais financeiras é classificada como passivo.

Portugal: poupança e investimento das empresas não financeiras



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

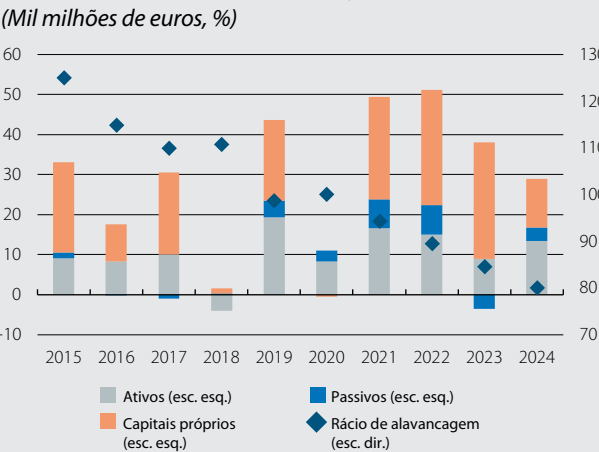
Empresas não Financeiras - Contas nacionais financeiras

(Milhões de euros)

	2005	2023	2024	1T 25
1. Ativo Total	140.452	248.724	262.240	265.729
Empréstimos	15.920	28.877	31.894	31.884
Títulos	1.578	3.335	3.009	3.195
Depósitos	32.646	68.493	74.127	74.843
Numerário	1.494	2.053	1.969	1.657
Créditos comerciais	14.696	21.990	22.776	23.624
Outros créditos	28.085	49.912	49.400	51.880
Ações e outras participações	43.432	70.682	75.666	75.228
Outros	2.601	3.381	3.400	3.419
Ativo líquido (1-2-3)	-50.732	3.437	13.728	16.654
2. Passivo total	335.164	587.010	602.462	607.620
Empréstimos	139.942	181.144	176.447	176.448
Títulos	20.274	39.287	43.784	46.073
Créditos comerciais	10.358	19.388	19.942	19.650
Outros	8.340	8.340	8.340	8.340
3. Ações e outras participações (capital social)	143.981	341.724	353.950	358.544

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

Portugal: variações no ativo, passivo e capital próprio e rácio de alavancagem



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

sentado nas contas financeiras como passivos em ações e outras participações, também contribuiu para a melhoria da situação patrimonial do setor empresarial português. Em 2024, o valor situava-se em 248 mil milhões de euros, ou seja 124% do PIB. Todas estas variações traduziram-se na redução do rácio de alavancagem, medido como o rácio entre dívida e ativo, para 80,2%, uma diminuição de cerca de 45 pontos percentuais entre 2015 e 2024.

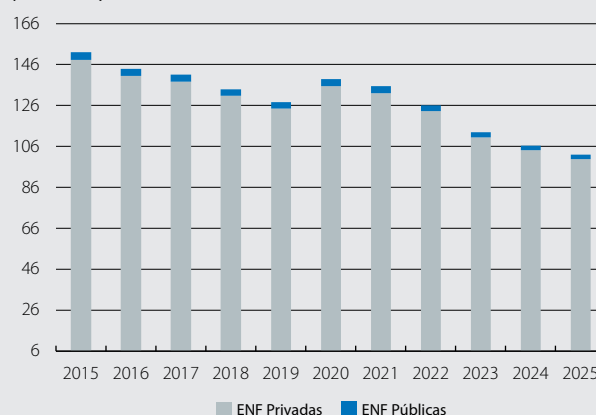
O aumento da dívida nominal do setor empresarial não financeiro foi relativamente contido na última década – apenas 30 mil milhões de euros – resultado de uma quase estabilização da dívida das empresas públicas, que no período diminuiu 0,7 mil milhões de euros, compensando o aumento de cerca de 31 mil milhões na do setor privado. Isto, associado ao forte crescimento do PIB nominal, refletiu-se na redução de 61 pontos percentuais no grau de endividamento,³ para 106% do PIB.

Em 2024, o valor nominal da dívida era de 303 mil milhões de euros, concentrando-se maioritariamente no setor privado (98% da dívida total).

No setor privado, a dívida continua a ser maioritariamente constituída por empréstimos – 57,5% em 2024 – mas tem-se assistido ao aumento das emissões de dívida titulada, sobretudo tomada por não residentes. Em 2024, esta representava 13,4% do endividamento das ENF, com a dívida tomada por não residentes a ascender a 19 mil milhões (6,5% do total vs. 3,3% em 2015). E reflete, essencialmente, o incremento das emissões de longo prazo, que na década aumentou 16,5 mil milhões de euros, sobretudo tomada por não residentes. Em 2015, a dívida de longo prazo na posse de não residentes era de 7,3 mil milhões e em 2024 era de 18,4 mil milhões, superando os montantes detidos pelo setor financeiro residente.

Este aspeto – maior interesse de não residentes – associado ao aumento da maturidade residual das emissões, sugere

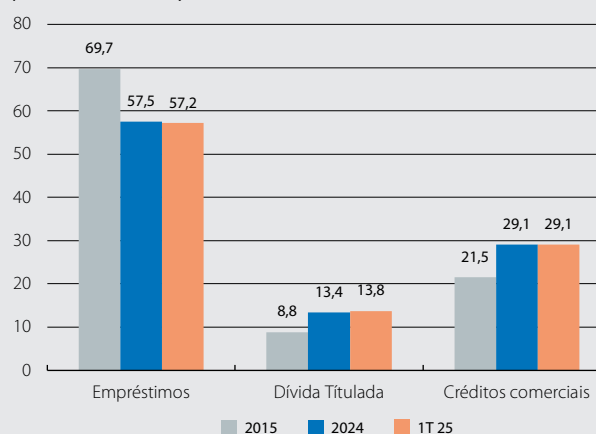
Portugal: dívida das empresas não financeiras (% do PIB)



Nota: 2025 é apenas o 1º trimestre.

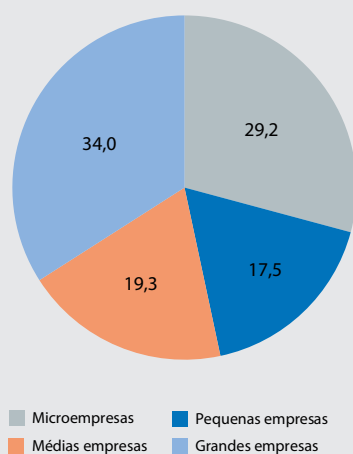
Fonte: BPI Research, com base nos dados do Banco de Portugal.

Portugal: distribuição da dívida por instrumento (% da dívida total)



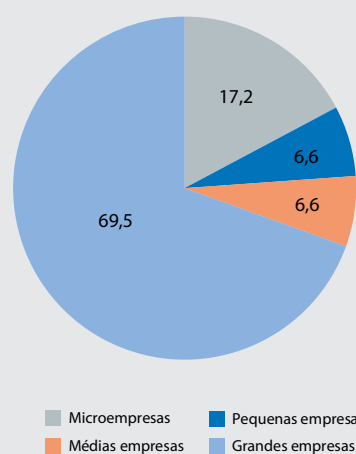
Fonte: BPI Research, com base nos dados do Banco de Portugal.

Endividamento por dimensão das ENF



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

Emissão de dívida por dimensão das ENF



3. Neste artigo são utilizadas as séries do Banco de Portugal que, ao contrário do Eurostat, incluem créditos comerciais, refletindo-se, assim num nível mais elevado do que o obtido através das estatísticas do Eurostat. No final de 2024, os créditos comerciais representavam 29,5% do PIB (30,8% em 2015).

maior credibilidade e melhoria do perfil de risco do tecido empresarial nacional junto de investidores estrangeiros. De acordo com o Banco de Portugal⁴ entre 2020 e 2024, a maturidade residual das emissões passou de 9,7 anos para 13,8 anos. E não é estranho ao facto serem as empresas de maior dimensão, com maior exposição ao exterior a serem as principais emissoras de dívida titulada, isto, apesar da distribuição do endividamento ser relativamente equilibrada quando analisado por dimensão da empresa.

Finalmente, uma referência aos principais setores emitentes de dívida de longo prazo: o das *utilities* e atividades de consultoria, científicas e técnicas, que segundo o Banco de Portugal são responsáveis por 70% da dívida titulada de longo prazo, referindo também que, no caso do setor da eletricidade, o maior aumento da dívida de longo prazo está associada a emissões ESG (67% do valor emitido pelo setor).

Em resumo, num ambiente de maior incerteza em que os riscos são maioritariamente negativos, o setor empresarial encontra-se numa situação financeira mais sólida, que tem vindo a ser reconhecida pelos investidores que mostram maior apetência pela tomada de dívida destas mesmas empresas. Esta solidez, associada ao comportamento mais benigno da inflação, menores custos de financiamento e abundantes fundos europeus (NGEU), abre a porta à revigoração do investimento, que no caso português é urgente para repor e incrementar o stock de capital ainda numa trajetória desfavorável.

Teresa Gil Pinheiro

4. https://bpstat.bportugal.pt/conteudos/noticias/2379/?utm_source=bportugal.pt

O que nos contam os dados do crédito ao consumo?

O endividamento das famílias sofreu uma expressiva correção após a crise das dívidas soberanas: depois do pico de 94,4% do PIB atingido no final de 2009, o endividamento dos particulares diminuiu em termos relativos, principalmente no período de 2013 até finais de 2018, com o papel preponderante que o endividamento das famílias para compra de casa teve nesta correção. Em sentido contrário, o endividamento respeitante a empréstimos para consumo e outros fins começou a recuperar mais cedo, com os primeiros sinais positivos em meados de 2017. Entretanto, os dados mais recentes apontam para uma estabilização ou mesmo reversão desta tendência (terá de ser confirmada), com o aumento do endividamento dos particulares no 2T de 2025 (de 56,2% no 1T para 56,8% do PIB), explicado pelo endividamento para compra de habitação. Por seu lado, o endividamento para consumo e outros fins parece estabilizado em torno dos 19,4% do PIB. Será sobre este último que nos vamos focar neste artigo, destrinchando sobre o que tem suportado esta rubrica.

O crédito ao consumo e outros fins engloba diferentes tipologias de crédito, desde crédito para compra de carro, cartões de crédito ou crédito pessoal (para financiar educação ou a compra de mobiliário, por exemplo). De acordo com o Banco de Portugal, estas 3 tipologias representam a maioria do crédito ao consumo e outros fins, e o restante diz respeito a crédito concedido a Instituições sem fins lucrativos ao serviço das famílias (ISFL) e a Empresários em Nome Individual (ENIs). Ao mesmo tempo, o crédito aos consumidores pode ser concedido por bancos ou por instituições com atividade especializada. De forma a analisar o dinamismo deste segmento de crédito, vamos dividir o artigo em duas partes: na primeira, abordaremos o crédito ao consumo e outros fins concedido pelo sector bancário, enquanto na segunda parte olharemos para o crédito aos consumidores numa base mais alargada de instituições, incidindo sobre as novas operações de crédito, que é a informação disponível neste âmbito.

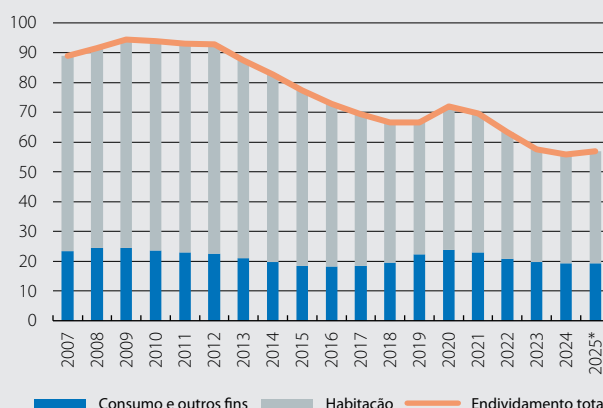
A evolução do crédito ao consumo no sector bancário

Analisando de forma concreta o universo do crédito ao consumo e outros fins concedido pelo sector bancário, Portugal tinha, no final do 2T, o 5º maior rácio em proporção do PIB entre os restantes países da área do euro (11,3% face a 9,4% para o conjunto da Zona Euro).¹

Em comparação com o crédito à habitação, o crédito ao consumo e outros fins é tipicamente mais caro: a taxa de juro subjacente à carteira era de 7,37% em junho, longe dos 9,31% de máxima registada em finais de 2008, mas,

1. Se considerarmos o crédito ao consumo excluindo os outros fins, Portugal ocupa a 2ª posição no ranking (7,2% do PIB), apenas atrás do Luxemburgo (8,2%) e acima do registado no conjunto da Zona Euro (5,0%).

Endividamento dos particulares, por tipologia (% PIB)



Nota: * Dados para o 2T.

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

ainda assim, elevada comparada com a taxa de 3,39% da carteira de crédito à habitação. Face aos restantes membros da Zona Euro, Portugal tinha, no final do 2T, a 5ª taxa mais elevada.

Perante os encargos mais elevados, não surpreende que os níveis de incumprimento sejam mais expressivos em comparação, por exemplo, com o crédito à habitação: o rácio de empréstimos vencidos fixou-se em 2,5% em junho (0,2% no caso do crédito à habitação), muito perto dos níveis mínimos (de 2,4% no início de 2025). Ao mesmo tempo, 8,4% dos devedores no segmento de crédito ao consumo e outros fins tinha empréstimos vencidos (o que compara com 1,6% no caso do crédito à habitação), uma percentagem que, depois do mínimo de 7,6% atingido em julho de 2023, começou a aumentar, em linha com o agravamento das taxas de juro de mercado, mas, ainda assim, de forma contida. Por fim, a larga maioria dos créditos em carteira foram concedidos com uma maturidade alargada, com cerca de 77% da carteira com uma maturidade superior a 5 anos.²

Por tipologia, destaca-se o crédito pessoal, com um peso de cerca de 40% no crédito ao consumo e outros fins em junho, seguindo-se o crédito para compra de automóvel e os cartões de crédito. Se compararmos com o peso no final de 2019, houve um aumento no caso do crédito pessoal (de 5 p. p.) e do crédito automóvel (em 3 p. p.). De facto, o crescimento do crédito ao consumo e outros fins tem sido sustentado por estas duas rubricas (explicam cerca de 74% do aumento do crédito ao consumo e outros fins em junho).

2. A concessão de crédito ao consumo está incluída na Recomendação Macroprudencial, implementada em 2018, limitando a maturidade e o rácio *debt service-to-income*. No caso da maturidade, limita a 7 anos no caso do crédito pessoal e 10 anos no caso do crédito automóvel e crédito pessoal para educação, saúde e transição energética.

Ainda que sem uma evolução preocupante, o aumento do montante de empréstimos vencidos no segmento de crédito ao consumo e outros fins (com variações homólogas entre 1 e 6% nos últimos meses), é explicado, principalmente, pelos segmentos de crédito automóvel e crédito pessoal. Os dados de junho apontam para um aumento mais acentuado do que nos meses anteriores, mas, apesar de tudo, contido. Se analisarmos em termos de rácios, o rácio de empréstimos vencidos no segmento de crédito automóvel está praticamente em linha com o mínimo histórico³ (2,2% em junho face ao mínimo de 2,1%), enquanto o rácio para o segmento de cartões de crédito e crédito pessoal estão ligeiramente acima, mas próximos, dos respetivos mínimos (4,4% face ao mínimo de 3,9%, e 2,6% face ao mínimo de 2,4%, respetivamente).

Os vários segmentos têm um peso no total dos empréstimos vencidos muito distinto do que acontecia no final de 2019: nessa altura, os ENIs e ISFL explicavam mais de metade dos empréstimos vencidos de consumo e outros fins, seguindo-se o crédito pessoal, automóvel e cartões de crédito. Ao longo dos anos, a correção verificada nos ENIs e ISFL foi expressiva, passando para um peso mais residual em 2025 (cerca de 17%). Com exceção do crédito pessoal (com um peso de 41% em junho), o peso dos restantes ronda os 20%.

O bolo total do crédito aos consumidores

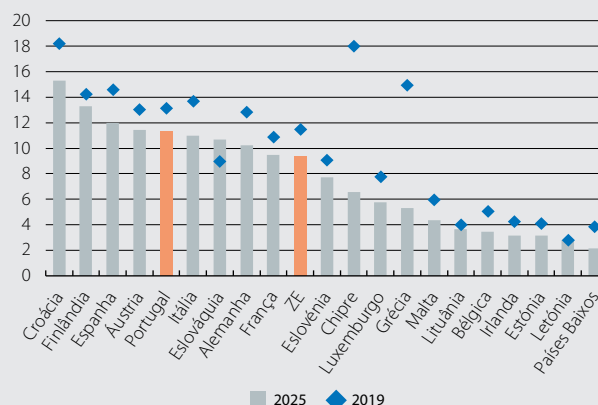
O total do crédito aos consumidores engloba não só bancos como também outras entidades com atividade especializada e a informação estatística desagrega-se por várias tipologias, destacando-se, pelo seu peso, os outros créditos pessoais (com um peso de 43% no total concedido na primeira metade de 2025, onde se incluem, por exemplo, crédito para obras), o crédito para compra de automóveis & outros veículos usados (com 29%) e o crédito *revolving*⁴ (16%). Esta distribuição alterou-se ligeiramente face ao pré-pandemia, com o reforço do peso do crédito para automóveis usados e revolving, em detrimento da redução do peso dos outros créditos pessoais.

O crédito aos consumidores concedido em 2024 aumentou a ritmos semelhantes ao verificado em 2021 e 2022 (10%), acelerando face aos 0,8% registados em 2023. Este aumento é justificado pelo crédito concedido para compra de automóveis & outros veículos usados e novos, e para outros créditos pessoais. A média mensal registada em 2024 (de 702 milhões de euros) é a mais elevada desde o início da série histórica (2012), um crescimento robusto que é suportado por um contexto económico e financeiro favorável (nomeadamente a robustez do mercado de trabalho e a descida das taxas de juro). Também o número de novos contratos aumentou 5% em 2024, atingindo o valor mais elevado da série histórica (de 1.674.700 contratos). O Relatório de Acompanhamento dos Mercado de Crédito

3. A série histórica do BPStat começa apenas em dezembro de 2018.

4. Inclui Cartões de Crédito, Linhas de crédito, Contas Correntes Bancárias e Facilidades de Descoberto.

Carteira de crédito ao Consumo e outros fins (% PIB)



Nota: Os dados de 2025 são relativos ao final do 2T; os de 2019 são de final de ano.

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

do Banco de Portugal dá-nos ainda conta que 55% do crédito aos consumidores concedido em 2024 foi feito por entidades com atividade especializada, ligeiramente abaixo do registado no ano anterior (-0,6 p. p.).

A primeira metade de 2025 continua a apontar para um dinamismo expressivo, com um aumento de quase 9% homólogo do montante concedido, mantendo-se o contributo dos outros créditos pessoais e compra de automóveis usados (explicam cerca de 75% do crescimento do crédito concedido a consumidores neste período). Por sua vez, o número de contratos aumentou 1,6% homólogo, o que indicia que os consumidores estão a pedir mais dinheiro emprestado por contrato celebrado do que no mesmo período de 2024. Neste sentido, a média mensal supera os 744 milhões de euros.

Assim sendo, os dois principais segmentos de crédito aos consumidores são o crédito pessoal (44% do total) e o crédito automóvel (39%), com crescimentos muito dinâmicos em 2024 (de 6,6% e 15%, respetivamente). No caso do crédito pessoal, verificou-se um aumento do montante de 6,6%, acompanhado por um aumento inferior do número de novos contratos (2%), ou seja, o montante médio por contrato aumentou em 2024, com quase 50% dos contratos a ter um montante médio superior a 5.000 euros (cerca de 47% em 2023). Ainda assim, o crédito pessoal representava 1,3% do PIB, inferior ao registado no pré-pandemia (1,6% em 2019, máximo da série iniciada em 2013). O prazo médio de contratação foi de 4,8 anos, um ligeiro aumento face aos 4,7 anos de 2023, com os contratos celebrados com entre 5 e 7 anos a representarem mais de 40% do total. A quase totalidade dos créditos pessoais são feitos a taxa fixa (cerca de 98%).

Por sua vez, no crédito automóvel, não só o montante médio mensal aumentou em 2024 (15%), como o número de novos contratos aumentou 13%. O total concedido em 2024 atingiu os 1,2% do PIB, abaixo dos 1,4% registado em 2019 ou dos 1,5% registado em 2018 (nível máximo). O montante médio por contrato aumentou ligeiramente

face a 2023 (de 15.100 para 15.300 euros), com um prazo médio de 7,5 anos (inalterado face a 2023). No caso dos novos contratos de crédito para veículos usados, a larga maioria tem mais de 7 anos, contrariamente ao que acontece no caso dos contratos de crédito para compra de veículos novos, onde a distribuição é mais homogénea e apenas cerca de 36% dos contratos tem um período superior a 7 anos. Também neste segmento predomina a concessão de crédito com taxa fixa.

A monitorização dos dados de crédito e endividamento das famílias mantém-se relevante mesmo num contexto

onde pauta a robustez do mercado de trabalho e o bom ambiente económico. Assim, apesar de, em termos agregados, a leitura ser relativamente tranquila, não dispomos de informação relativamente à dispersão do endividamento por intervalos de rendimento ou de património; essa leitura daria mais informação quanto à existência ou não de possíveis indicações de stress. De qualquer forma, o eventual descontrolo do endividamento sem dúvida que poderia voltar a colocar a situação financeira das famílias numa posição debilitante, razão por que este agregado merece monitorização.

Vânia Duarte

Indicadores de atividade e emprego

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

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
Índice coincidente para a atividade	3,5	1,8	1,5	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	...
Indústria									
Índice de produção industrial	-3,1	0,8	-0,2	-0,4	-2,3	1,3	2,9	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-7,4	-6,2	-6,1	-4,2	-5,1	-4,8	-4,4	-3,8	-3,3
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	7,5	6,5	13,4	23,6	37,5	16,3	12,4	...	...
Compra e venda de habitações	-18,7	14,5	19,4	32,5	25,0	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária)	9,1	8,5	8,5	13,2	15,8	17,4	18,1	18,7	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	19,0	6,3	7,8	6,3	4,6	4,0	4,0	3,9	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	7,7	5,6	2,4	10,9	12,5	6,6	9,4	12,8	13,5
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	1,1	3,2	3,7	5,0	4,5	4,7	5,8	6,2	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,9	2,7	2,7	3,4	3,6	3,3	3,2	3,1	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-28,6	-18,0	-14,3	-14,3	-15,5	-17,9	-17,6	-15,7	-16,2
Mercado de trabalho									
População empregada	2,3	1,2	1,2	1,3	2,4	2,9	3,8	4,0	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,5	6,4	6,1	6,7	6,6	5,9	6,1	5,8	...
PIB	2,6	1,9	2,0	2,8	1,7	1,9	-	-	-

Preços

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

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
Inflação global	4,4	2,4	2,2	2,6	2,3	2,2	2,4	2,6	2,8
Inflação subjacente	5,1	2,5	2,5	2,7	2,3	2,3	2,4	2,5	2,5

Setor externo

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

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-1,4	2,0	0,5	2,0	5,3	4,4	4,4	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-4,0	2,0	-1,1	2,0	5,4	6,9	6,9	...	...
Saldo corrente	1,5	6,0	5,1	6,0	4,2	3,7	3,7	...	...
Bens e serviços	4,1	6,5	6,4	6,5	5,2	4,5	4,5	...	...
Rendimentos primários e secundários	-2,6	-0,6	-1,3	-0,6	-0,9	-0,9	-0,9	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	5,5	9,1	8,6	9,1	7,5	7,1	7,1	...	...

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	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	-2,3	7,5	6,0	7,5	6,5	5,4	5,4	6,2	...
À ordem	-18,5	-0,3	-8,1	-0,3	5,0	5,1	5,1	6,5	...
A prazo e com pré-aviso	22,2	15,3	22,6	15,3	7,8	5,8	5,8	5,9	...
Depósitos das Adm. Públicas	-12,4	26,7	29,1	26,7	29,3	39,6	39,6	15,5	...
TOTAL	-2,6	7,9	6,7	7,9	7,1	6,4	6,4	6,5	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	-1,5	1,9	1,0	1,9	3,3	5,0	5,0	5,3	...
Empresas não financeiras	-2,1	-1,0	-0,6	-1,0	0,1	2,3	2,3	2,2	...
Famílias - habitação	-1,5	3,0	1,3	3,0	4,9	6,4	6,4	7,3	...
Famílias - outros fins	0,2	5,4	4,6	5,4	5,7	6,6	6,6	6,5	...
Administrações Públicas	-5,5	0,6	-4,1	0,6	-8,0	3,8	3,8	1,4	...
TOTAL	-1,7	1,8	0,9	1,8	2,9	4,9	4,9	5,2	...
Taxa de incumprimento (%)²	2,7	2,4	2,6	2,4	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 recuperação económica de Espanha continua

O 2T 2025 começou com todos os sinais de abrandamento do crescimento da economia espanhola. A administração Trump anunciou no início de abril, e após meses de ameaças, tarifas bilaterais e catapultou os principais indicadores de incerteza para máximos históricos. Semanas depois, um apagão deixou a Península Ibérica sem eletricidade durante um dia. Para além disso, tudo isto aconteceu numa conjuntura em que a economia da Zona Euro voltou a dar sinais de arrefecimento.

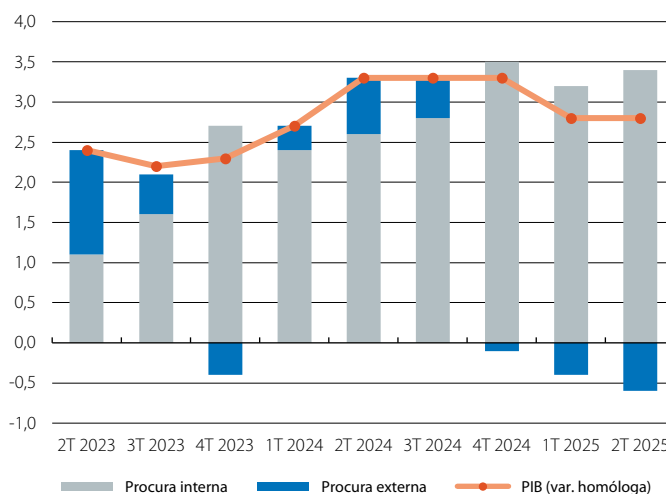
A economia espanhola volta a surpreender no 2T 2025. Não obstante este contexto desfavorável, a economia espanhola não só manteve o seu dinamismo, como acelerou em relação ao trimestre anterior. No 2T, o PIB cresceu 0,7% em cadeia, mais uma décima do que no 1T. O detalhe dos dados também destaca a robustez da procura interna, que contribuiu com 0,9 p. p. para o crescimento do PIB em cadeia. O consumo privado foi um dos principais motores da procura interna, tendo crescido 0,8% em cadeia, uma aceleração face aos 0,5% registados no 1T. Ao mesmo tempo, o investimento cresceu 1,6% em cadeia, sendo o terceiro trimestre consecutivo em que ultrapassa o crescimento do PIB. As exportações também avançaram a um bom ritmo de 1,1% em cadeia, apesar da incerteza comercial e da fraqueza dos principais parceiros comerciais. Contudo, o aumento da procura interna, e especialmente do investimento, impulsionou as importações, que cresceram 1,7% em cadeia, resultando num contributo negativo da procura externa.

Sinais positivos nos principais indicadores de atividade do 3T. Os primeiros indicadores do 3T mostram sinais mistos entre a oferta e a procura. Por um lado, os indicadores de confiança das empresas apontam para um bom ritmo de crescimento no 3T. O PMI da indústria transformadora recuperou em agosto para 54,3, o melhor valor desde outubro do ano passado, e já longe da zona de contração de 50 pontos em que se encontrava entre fevereiro e abril. O PMI dos serviços também se manteve na zona de expansão, com 53,2, ligeiramente inferior ao registado em julho.

Em contrapartida, o monitor do consumo do CaixaBank aponta para uma moderação do consumo, após o bom desempenho no 2T. Até à data, no 3T, o consumo interno registou um crescimento homólogo de 2,8%, menos 1,5 p. p. do que no 2T. Contudo, corrigindo os efeitos sazonais e de calendário, o monitor aponta para um ritmo de crescimento do consumo privado semelhante ao do 2T.

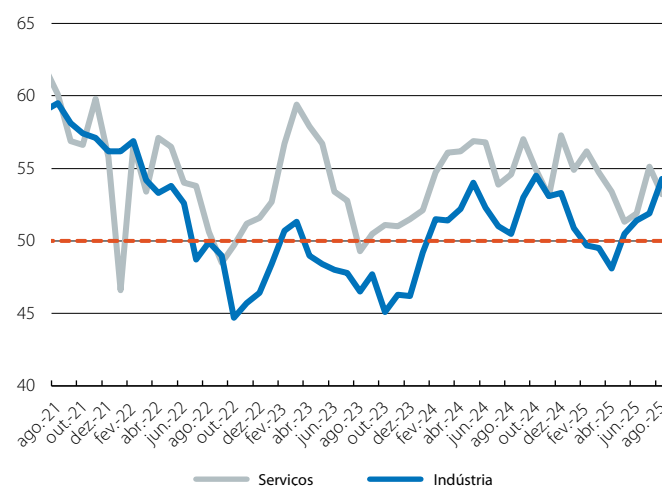
O mercado de trabalho mantém-se estável apesar da sazonalidade adversa do fim do verão. Após um 2T recorde, o mercado de trabalho espanhol continua a mostrar sinais de força, consolidando a sua posição como um dos pilares do crescimento económico nos últimos anos. O número de inscritos na Segurança Social diminuiu 0,9% em cadeia em agosto, o que é habitual num mês marcado pelo fim dos contratos de verão e pela paragem temporária de algumas actividades económicas. Esta descida é semelhante à de agosto do ano passado e à média dos meses de agosto entre 2014 e 2019. Em termos homólogos, as inscrições

Espanha: contribuição para o crescimento do PIB P. p. e variação homóloga (%)



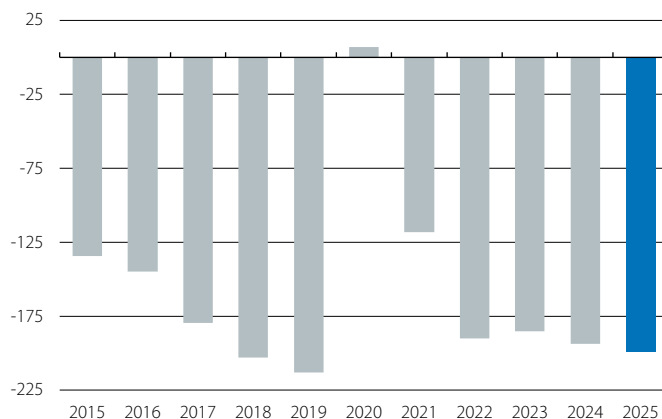
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.

Espanha: PMI Nível



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

Espanha: variação mensal das inscrições na segurança social em agosto (Milhares)



Nota: Dados não corrigidos de sazonalidade.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Ministério do Trabalho e da Economia Social.

cresceram 2,3%. Por setores, destaca-se a robustez do emprego na construção, cuja taxa homóloga acelerou 4 décimas para 3,5%, enquanto na indústria e nos serviços estabilizou.

Os preços da eletricidade e dos produtos alimentares dão um fôlego à inflação. Em agosto, a inflação global manteve-se em 2,7%, de acordo com a estimativa rápida do IPC publicado pelo INE. Esta estabilização responde a dois efeitos opostos: a pressão ascendente exercida pelos combustíveis, compensada pela contribuição descendente da eletricidade e dos alimentos. Já a inflação subjacente (que exclui a energia e os produtos alimentares não transformados) aumentou 1 décima para 2,4%. Consequentemente, após dois meses de aumentos, a inflação global está 7 décimas acima do nível de maio, o mês em que se iniciou a atual subida dos preços. Esta recuperação deveu-se ao aumento dos preços dos alimentos frescos e, em menor medida, dos preços da eletricidade. Os mercados de futuros apontam atualmente para a estabilização dos preços da energia até ao final do ano. Também a descida dos preços dos géneros alimentícios, avançada este mês pelo INE, poderá indicar uma interrupção da sua tendência de subida. Se a dinâmica atual se mantiver, a inflação poderá atingir um pico em setembro.

O mercado residencial fechou o melhor primeiro semestre do ano desde 2007. Num contexto de recuperação do poder de compra e de descida das taxas de juro, a procura de habitação continua a mostrar uma força notável. As transações imobiliárias registaram, em junho, um crescimento homólogo de 17,9%, mantendo o dinamismo observado nos meses anteriores. O saldo acumulado do ano reforça esta tendência: no período de janeiro a junho, foram registadas cerca de 358 mil transações, um aumento de 19,7% em relação ao mesmo período do ano passado e o melhor primeiro semestre desde 2007. A combinação de uma procura dinâmica e de uma oferta que, embora reativada, cresce a um ritmo mais moderado, mantém os preços sob pressão. Durante o 2T 2025, o índice de preços das casas usadas do Colegio de Registradores aumentou 14,8% em relação aos 14,2% anteriores, a taxa mais elevada desde 2006.

O défice comercial aumenta acentuadamente no primeiro semestre do ano. Diferentemente do setor imobiliário, o contexto atual não favorece o setor externo. A recuperação da procura interna impulsiona o crescimento das importações. Esta situação é agravada pela incerteza comercial e pela fraqueza da Zona Euro, que afetam negativamente as exportações. As exportações de bens cresceram 1,0% no primeiro semestre, em termos homólogos, mas o aumento de 5,4% das importações levou a um défice de 25.113 milhões de euros no 1S 2025, um registo muito superior ao do mesmo período do ano passado (-15.822 milhões). Em termos de componentes, a deterioração destaca-se não só pelo aumento do défice energético, que é habitual na balança comercial espanhola, mas também pela forte deterioração da balança de bens não energéticos, que registou um défice de 8.776 milhões, contra apenas 138 milhões em 2024. O aumento do défice não energético é explicado pelo maior dinamismo das importações, que cresceram 7,4% em termos homólogos, uma taxa de crescimento muito superior aos 2,6% das exportações.

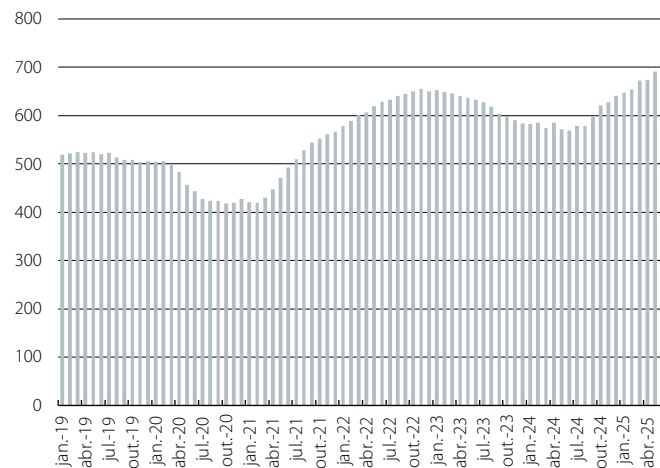
Espanha: inflação Variação homóloga (%)



Nota: Os dados relativos a agosto de 2025 são preliminares.

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

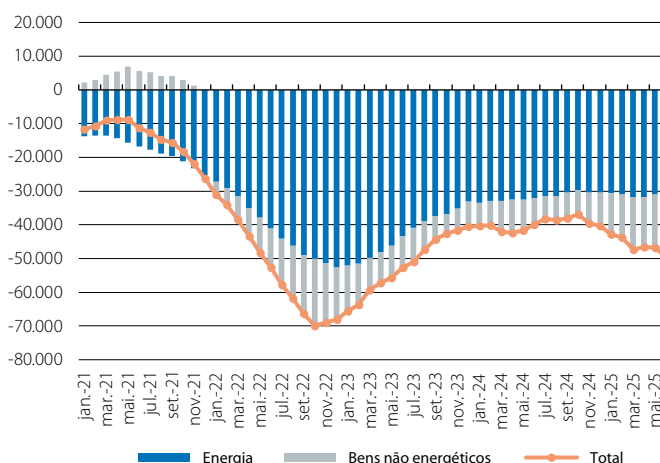
Espanha: transações de habitações (Milhares)*



Nota: * Acumulado de 12 meses.

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

Espanha: balança comercial de bens (Milhões de euros)*



Nota: * Acumulado de 12 meses.

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

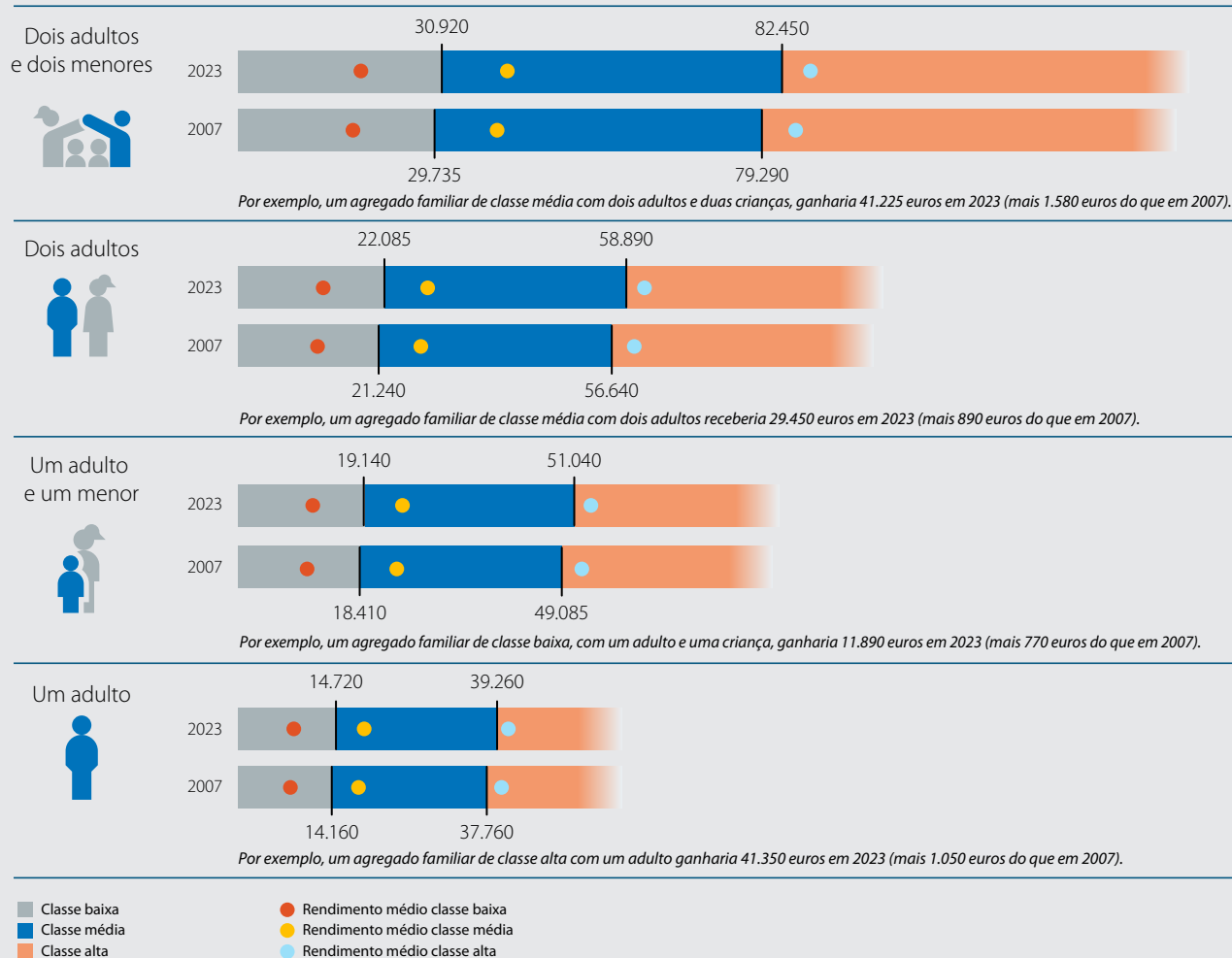
A classe média espanhola em números: rendimentos mais elevados, menos sentido de progresso

A classe média continua a ganhar peso no conjunto da população espanhola, de acordo com os últimos dados disponíveis do Inquérito às Condições de Vida (ECV, em espanhol) do INE. No ano de 2023, 61,5% das famílias pertenciam à classe média (+0,4 p. p. do que em 2022), 8,1% à classe alta (−0,7 p. p.) e 30,4% à classe baixa (+0,3 p. p.). Durante o mesmo ano, os rendimentos aumentaram para todas as classes económicas e, em especial, para as classes média e baixa: o rendimento de um lar de classe média aumentou 3,7% em termos reais, o de uma classe baixa 3,3% e o de uma classe alta 1,3%. Estes resultados contrastam com a perceção comum de que a classe média está a diminuir, pelo que este artigo pretende oferecer um guia

prático para interpretar os resultados: o que é que entendemos por classe média? quantos euros ganham os agregados familiares que lhe pertencem? que diferenças observamos em função da estrutura familiar?

Ao analisar a classe média em Espanha, utilizamos os dados da ECV que recolhe informações económicas e sociais sobre os lares e os seus membros, e utilizamos a definição de classe média da OCDE como os lares cujo rendimento se situa entre 75% e 200% do rendimento mediano da população.¹ A fim de comparar famílias de dimensão e composição diferentes, ajustámos o rendimento aplicando a escala de equivalência da OCDE, que nos permite calcular o rendimento por unidade de consumo.

Rendimento das famílias espanholas por classe e composição do agregado familiar (Euros anuais)



Nota: Rendimento líquido do agregado familiar em termos reais. A classe baixa é definida como os agregados familiares com um rendimento inferior a 75% da mediana, a classe média como os agregados familiares com um rendimento entre 75% e 200% da mediana e a classe alta como os restantes.

Fonte: BPI Research, com base em dados da ECV (INE Espanha).

1. Ver o artigo «Como evoluiu a classe média em Espanha?» no IM12/2024 para mais detalhes.

Segundo esta escala, atribui-se o valor 1 ao primeiro adulto (com mais de 14 anos), 0,5 aos adultos adicionais e 0,3 às crianças com menos de 14 anos. Finalmente, um agregado familiar com dois adultos e duas crianças equivale a 2,1 unidades de consumo, enquanto um agregado familiar com um adulto e uma criança equivale a 1,3 unidades. Em função do rendimento ajustado por unidade de consumo, são estabelecidos limiares para cada classe (os agregados familiares com rendimentos inferiores a 75% da mediana são considerados de classe baixa e os superiores a 200% são considerados de classe alta) e podem ser comparados agregados familiares de composição diferente.

A infografia em anexo permite-nos identificar a que classe económica pertence cada tipo de agregado familiar, de acordo com o seu rendimento e composição.² A título de exemplo, de acordo com os limiares estabelecidos, um agregado familiar composto por dois adultos e duas crianças seria classificado como classe média se o seu rendimento se situasse entre 30.920 euros e 82.450 euros em 2023. O rendimento médio dessa família é de 41.225 euros, ou seja, mais 1.480 euros do que em 2022 e mais

1.700 euros do que em 2019, mas apenas mais 1.579 euros do que em 2007. Este resultado revela como as melhorias das receitas em termos reais se concentram nos últimos anos, uma vez que a queda acentuada das receitas que ocorreu na sequência da crise financeira entre 2008 e 2013 apenas foi recuperada entre 2014 e 2019.³ Por conseguinte, os progressos acumulados ao longo de mais de 15 anos são limitados, afetados por múltiplas crises (financeira, pandémica, inflacionista), e explicam por que razão o sentimento geral não é de melhoria dos rendimentos. Entre 2007 e 2023, por exemplo, a melhoria média anual em termos reais para um agregado familiar de dois adultos e duas crianças é inferior a 100 euros por ano, o que representa uma melhoria muito pequena do nível de vida. Do lado positivo, todos os agregados familiares melhoraram a sua situação em 2023, o que mostra que a classe média está a recuperar a capacidade económica após anos marcados por múltiplas crises. Caso esta evolução se consolide, o que os dados sugerem que acontecerá em 2024, poderemos estar a assistir a uma fase de novos progressos que, desta vez, as famílias espanholas poderão efetivamente notar.

2. Rendimento líquido do agregado familiar em termos reais (euros de 2018).

3. O rendimento de um lar com dois adultos e duas crianças diminuiu 5.557,1 euros entre 2007 e 2013, e recuperou 5.284,7 euros entre 2013 e 2019.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
Indústria									
Índice de produção industrial	-1,6	0,4	-0,3	1,3	-0,7	1,6	2,3	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-6,5	-4,9	-3,0	-5,9	-5,4	-5,2	-6,2	-4,5	-5,8
PMI das indústrias (valor)	48,0	52,2	51,5	53,6	50,0	50,0	51,4	51,9	54,3
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	0,5	16,7	10,2	16,7	20,1	...	...	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	-10,2	9,9	-1,2	9,9	17,1	23,1	23,1	11,2	2,5
Preço da habitação	4,0	8,4	8,2	11,3	12,2	...	...	...	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	18,9	10,1	12,3	10,1	8,1	6,3	6,3	5,6	...
PMI dos serviços (valor)	53,6	55,3	55,2	55,1	55,3	52,2	51,9	55,1	53,2
Consumo									
Vendas a retalho ¹	2,5	1,8	2,6	2,9	3,4	5,1	6,2	4,7	...
Matrículas de automóveis	16,7	7,2	1,7	14,4	14,0	13,7	15,2	17,1	17,2
Indicador do sentimento económico (valor)	100,5	103,0	105,5	101,5	103,3	103,1	102,1	104,3	101,7
Mercado de trabalho									
População empregada ²	3,1	2,2	1,8	2,2	2,4	2,7	...	...	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	12,2	11,3	11,2	10,6	11,4	10,3	...	...	...
Inscritos na Segurança Social ³	2,7	2,4	2,3	2,4	2,3	2,2	2,2	2,3	2,3
PIB	2,7	3,2	3,3	3,3	2,8	2,8	...	...	...

Preços

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

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
Inflação global	3,5	2,8	2,2	2,4	2,7	2,2	2,3	2,7	2,7
Inflação subjacente	6,0	2,9	2,6	2,5	2,2	2,3	2,2	2,3	2,4

Setor externo

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

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-1,4	0,2	-1,8	0,2	3,3	2,0	2,0	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-7,2	0,1	-3,1	0,1	4,2	4,1	4,1	...	...
Saldo corrente	39,8	48,7	48,3	48,7	44,3	44,3	44,3	...	...
Bens e serviços	58,8	68,8	68,3	68,8	64,4	64,4	64,4	...	...
Rendimentos primários e secundários	-19,1	-20,0	-20,0	-20,0	-20,1	-20,2	-20,2	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	56,0	67,1	65,7	67,1	63,5	63,3	63,3	...	...

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	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	06/25	07/25	08/25
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	0,3	5,1	4,3	5,1	4,6	3,9	3,9	4,8	...
À ordem e poupança	-7,4	2,0	-1,6	2,0	3,1	5,0	5,0	6,5	...
A prazo e com pré-aviso	100,5	23,5	47,5	23,5	12,6	-1,5	-1,5	-3,6	...
Depósitos das Adm. Públicas ⁵	0,5	23,1	14,8	23,1	24,4	25,5	25,5	15,7	...
TOTAL	0,3	6,3	5,1	6,3	5,9	5,4	5,4	5,7	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	-3,4	0,7	-0,3	0,7	1,7	2,6	2,6	2,6	...
Empresas não financeiras	-4,7	0,4	-0,6	0,4	1,6	2,5	2,5	2,2	...
Famílias - habitação	-3,2	0,3	-0,7	0,3	1,4	2,3	2,3	2,4	...
Famílias - outros fins	-0,5	2,3	1,2	2,3	3,1	3,5	3,5	3,9	...
Administrações Públicas	-3,5	-2,6	-5,4	-2,6	-0,3	5,3	5,3	12,7	...
TOTAL	-3,4	0,5	-0,7	0,5	1,6	2,7	2,7	3,2	...
Taxa de incumprimento (%)⁶	3,5	3,3	3,4	3,3	3,2	3,0	3,0	...	...

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

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

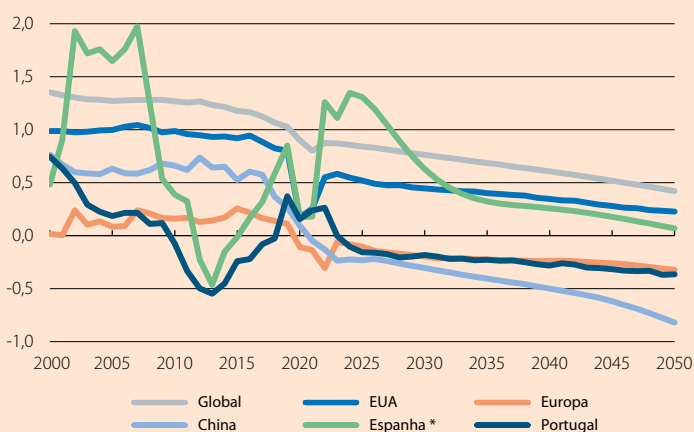
Demografia e destino: o mundo que nos espera em 2050 com menos nascimentos e mais longevidade

Estamos a viver cada vez mais tempo e, o que é mais importante, com melhor saúde. É uma excelente notícia para todos, de facto. Mas esta longevidade, combinada com uma taxa de natalidade persistentemente baixa, está a remodelar a estrutura demográfica das nossas sociedades. Esta evolução demográfica exige uma profunda transformação na forma como nos organizamos, que vai muito além da necessária, mas insuficiente, utilização de alavancas demográficas como a imigração ou as taxas de natalidade. Abordaremos, neste artigo, a dimensão demográfica deste desafio e analisaremos, nos quatro artigos seguintes deste Dossier, o impacto desta transição em três domínios fundamentais: a macroeconomia,¹ as finanças públicas,² e a poupança e taxas de juro.³

Para compreender a magnitude da mudança demográfica que se aproxima, é útil analisar mais de perto as tendências que estão a moldar esta nova realidade. As taxas de fertilidade estão a diminuir a nível mundial e já se encontram abaixo do nível de substituição nos EUA, na China e na maioria dos países europeus. Esse limiar, estimado em 2,1 filhos por mulher, é o que manteria uma população constante sem fluxos migratórios. Em Portugal, a taxa de fertilidade já se situa muito abaixo deste limiar há mais de 40 anos: atingiu um mínimo de 1,2 filhos por mulher em 2013 e prevê-se que se mantenha abaixo do desejável nos próximos 25 anos (cerca de 1,5 filhos por mulher, em média). Simultaneamente, a esperança de vida à nascença aumentou cerca de sete anos a nível mundial entre 2000 e 2025, para 74 anos, e quase 5 anos no caso de Portugal, para mais de 81 anos (ver primeiro gráfico). Somente a pandemia de COVID-19 causou um retrocesso temporário, com uma queda de até dois anos em alguns países, da qual já recuperou. Espera-se que esta melhoria continue, com um novo aumento de três anos entre 2025 e 2050, a nível mundial e de 4 anos no caso de Portugal.

Crescimento da população

Variação anual (%)

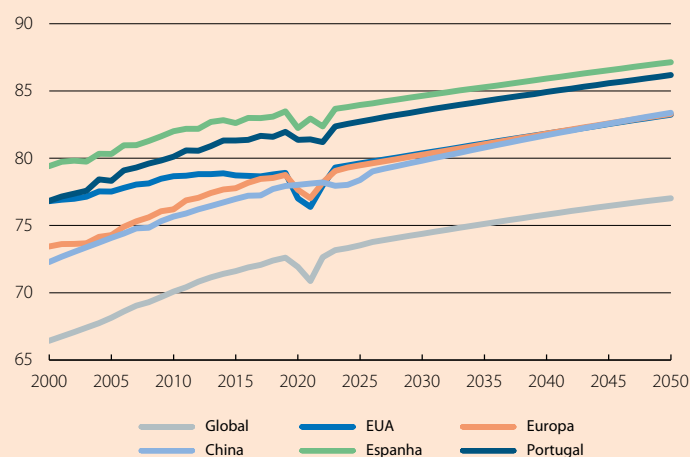


Nota: * Estatística Contínua da População (2000-2023) e Projeções de População (2024-2050).

Fonte: BPI Research, com base em dados do INE (para Espanha) e da UN World Population Prospects 2024 da ONU (para os restantes países).

Esperança de vida à nascença

(Anos)



Fonte: BPI Research, a partir de dados de UN World Population Prospects 2024.

Consequentemente, em 2050, a população mundial será mais longa e mais idosa, mas também mais saudável, uma vez que se espera que a maior parte do aumento da esperança de vida seja em boas condições de saúde.⁴ Com efeito, entre 2000 e 2021, 70% das melhorias na esperança de vida aos 60 anos já correspondiam a melhorias na esperança de vida saudável, definida pela OMS como os anos sem doenças e lesões graves.⁵ No entanto, o envelhecimento da população implicará também um aumento da prevalência de doenças crónicas e da dependência, o que se traduzirá num aumento do peso global da doença (DALY) a nível mundial.

Esta evolução demográfica traduz-se numa diminuição progressiva da taxa de crescimento anual da população mundial (ver segundo gráfico). Tal fenómeno é particularmente evidente nos países europeus ou na China, onde o crescimento demográfico estagnou ou começou mesmo a

1. Ver o artigo «Efeitos do envelhecimento sobre o crescimento e fatores de atenuação» neste Dossier.
2. Ver os artigos «O impacto do envelhecimento nas finanças públicas: o grande desafio de Portugal e da Europa» e «Alavancas para mitigar o impacto da demografia nas pensões públicas em Portugal», neste Dossier.
3. Ver o artigo «Uma sociedade envelhecida pagará taxas de juro mais baixas?» neste Dossier.
4. Vollset, S. E., Ababneh, H. S., Abate, Y. H., Abbafati, C., Abbasgholizadeh, R., Abbasian, M., Ariffin, H. (2024). «Burden of disease scenarios for 204 countries and territories, 2022–2050: a forecasting analysis for the Global Burden of Disease Study 2021», *The Lancet*, 403(10440), 2204–2256.
5. OCDE (2025). «OECD Employment Outlook 2025: Can We Get Through the Demographic Crunch?», OECD Publishing, Paris.

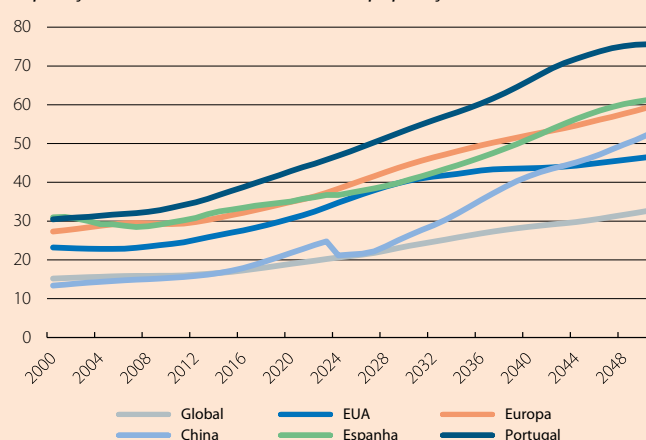
diminuir. Em Portugal, as recentes vagas de migração aliviaram temporariamente esta situação, mas só por si não serão capazes de inverter a tendência de abrandamento do crescimento secular da população observada em todos os países europeus.

Por conseguinte, a estrutura demográfica mundial está a mudar profundamente e a deixar de se assemelhar a uma pirâmide com uma base larga de jovens e um topo mais estreito de idosos. Em vez disso, a estrutura da população assume uma forma mais obelística, com uma base estreita devido às baixas taxas de natalidade e um topo mais largo em resultado do aumento da esperança de vida.

Com efeito, esta mudança de figura reflete uma transformação que exigirá alterações profundas num sistema social essencialmente baseado em gerações ativas que financiam gerações reformadas. Esta «armadilha demográfica», em que as gerações não se renovam, acentuar-se-á nos próximos anos. Na realidade, a proporção da população com mais de 65 anos em relação à população com idades compreendidas entre os 25 e os 64 anos, conhecida como rácio de dependência, é atualmente de 40% em Portugal, o que significa que por cada pessoa com mais de 65 anos há 2,5 pessoas em idade ativa. Em 2050, este rácio de dependência aumentará acentuadamente para mais de 68%, o que significa que, por cada reformado, haverá apenas 1,5 pessoas em idade ativa (ver terceiro gráfico).

Taxa de dependência

População com mais de 65 anos sobre a população entre 25 e 64 anos (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados do INE (para Espanha) e da UN World Population Prospects 2024 da ONU (para os restantes países).

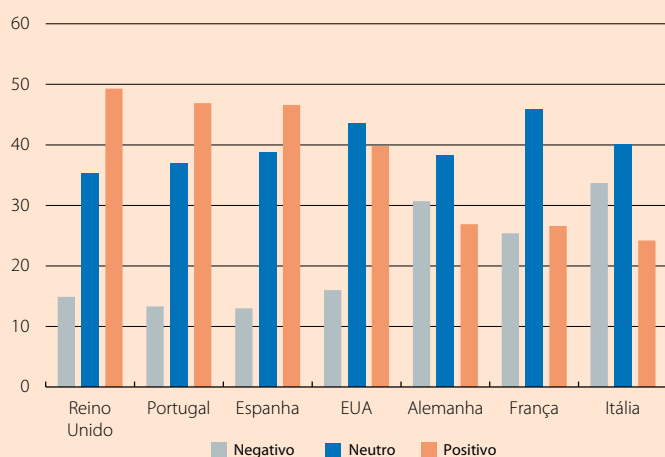
No contexto do envelhecimento e da estagnação da população, a natalidade constituiria uma primeira alavanca demográfica para contrariar estas tendências. A realidade das últimas décadas e as previsões para as próximas não convidam ao otimismo em relação a esta alavanca. As políticas públicas que reduzem o custo de ter filhos podem ajudar a aumentar a taxa de natalidade, mas, em geral, têm um impacto muito limitado e, como afirma a OCDE no seu último Employment Outlook,⁶ mesmo as políticas mais conhecidas não trariam a taxa de fertilidade para o nível de substituição. Também a natalidade só começaria a ter impacto num horizonte posterior a 2050, uma vez que não alterará a realidade demográfica da população em idade ativa nos próximos 25 anos.

A imigração surge, assim, como a alavanca demográfica inevitável para contrariar o declínio populacional, ainda que apenas parcialmente. No pós-crise das dívidas soberanas, mais de 1 milhão de imigrantes entraram em Portugal. As previsões de fluxos migratórios da Comissão Europeia são positivas, com entra-

das líquidas de cerca de 23.000 por ano, durante os próximos 25 anos, embora as previsões demográficas dos fluxos migratórios sejam as mais sujeitas a incerteza. No caso de Espanha, um estudo elaborado pelo banco central do país, revela que, os fluxos migratórios necessários para manter o rácio de dependência seriam de cerca de um milhão de migrantes por ano, de forma sustentada, durante três décadas.⁷ Afigura-se muito complicado receber afluxos quase três vezes superiores ao esperado e, ao mesmo tempo, oferecer à população resultante serviços públicos adaptados para que não fiquem saturados, em matéria de saúde, infraestruturas, etc. Acresce que a imigração é uma questão sensível, uma vez que afeta aspetos sociais, económicos e culturais, e a perceção pública pode, por vezes, ser distorcida. Por exemplo, 7 em cada 10 cidadãos europeus sobrestimam a proporção da população nascida no estrangeiro no seu país. Em 2024, 13,9% da população da UE tinha nascido no estrangeiro, um valor que, em

O impacto da imigração no desenvolvimento do país

(%)



Fonte: BPI Research, com base nos dados da World Values Survey Wave 7: 2017-2022.

6. OCDE (2025). «OECD Employment Outlook 2025: Can We Get Through the Demographic Crunch?», OECD Publishing, Paris.

7. Banco de Espanha (2024). Relatório Anual 2023. Banco da Espanha, Madrid.

Portugal, deverá rondar os 15%. Não obstante alguns preconceitos, os cidadãos da maioria dos países europeus têm uma visão positiva do impacto económico da imigração.⁸ Tanto em Espanha como em Portugal, 47% da população tem uma visão positiva da imigração, 40% uma visão neutra e apenas 13% uma visão negativa. Contudo, nalguns países, como Itália, as opiniões tendem a ser mais negativas (24% a favor vs. 34% contra, com 40% neutros).

Considerando que nem a imigração nem a retoma da natalidade parecem, por si só, capazes de inverter esta transformação demográfica, é essencial explorar a forma como a economia, o sistema de proteção social e a poupança privada se podem adaptar a esta nova realidade demográfica.

Josep Mestres Domènech e Vânia Duarte

8. De acordo com os dados da World Values Survey Wave 7: 2017-2022.

Efeitos do envelhecimento no crescimento e fatores de atenuação

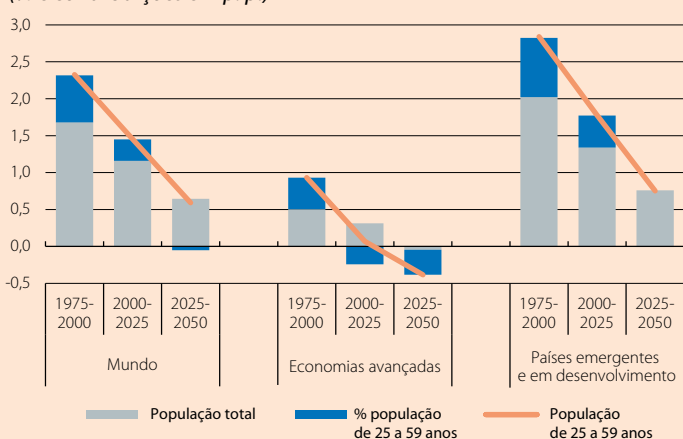
O atual estágio da transição demográfica global, caracterizado pelo declínio do crescimento populacional e pelo envelhecimento da população (ver para mais detalhes o artigo «Demografia e destino: o mundo que nos espera em 2050, com menos nascimentos e mais longevidade», neste Dossier), implica uma série de transformações e desafios de grande envergadura para a economia, que parecem ter tingido de negatividade as perspectivas de crescimento global para as próximas décadas. O futuro, porém, não é imutável e pode ser moldado pelas políticas corretas. Exemplo disso é o facto de o «dividendo demográfico» de que África usufruiu durante décadas não se ter refletido num desenvolvimento económico significativo na região, em contraste com o dinamismo do Sudeste Asiático, que se tornou um motor de crescimento global nos últimos 25 anos, liderado por uma China relativamente envelhecida, mas que conseguiu transformar a sua economia num concorrente global também em produtos de alta tecnologia.

O papel decrescente da demografia no crescimento

Com base na consideração de que a atividade económica de um país depende do volume dos seus recursos e da forma como estes são utilizados e combinados, a atual transição demográfica coloca, à partida, dois desafios simultâneos. Com efeito, por um lado, um menor crescimento demográfico abranda o aumento dos recursos disponíveis, neste caso o fator trabalho. Em contrapartida, o envelhecimento da população significa que o peso dos recursos laborais com maior nível de utilização, normalmente a população entre os 25 e os 59 anos, está a diminuir (ver o primeiro gráfico). Com base nas projeções da ONU,¹ a combinação de ambos os fatores parece suscetível de conduzir, *ceteris paribus*, a um abrandamento significativo do crescimento económico nas próximas décadas, tanto nos países avançados, onde a população total já estaginou, na melhor das hipóteses, como, sobretudo, nos países emergentes e em desenvolvimento, onde, pela primeira vez, as pessoas em idade ativa perderão peso na população total (ver segundo gráfico).²

Variação média anual da população com idades compreendidas entre os 25 e os 59 anos

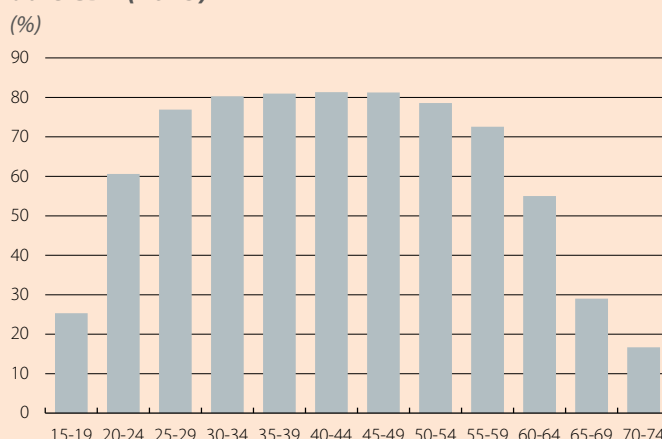
(% e contribuições em p. p.)



Nota: Previsões a partir de 2024.

Fonte: BPI Research, com base em dados das Nações Unidas.

Taxa de emprego por grupo etário nos países da OCDE (2023)



Nota: População empregada sobre a população em cada grupo etário.

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

Margem para colmatar o fosso entre homens e mulheres e prolongar a vida ativa

Entre os elementos que podem ajudar a atenuar os efeitos da atual transição demográfica no crescimento económico, uma das principais áreas de ação são as políticas destinadas a aumentar a oferta de trabalho. Assim, apesar da convergência observada nas últimas décadas devido a fatores sociais e educativos,³ existem ainda diferenças muito significativas na taxa de participação laboral entre países, bem como por grupos populacionais dentro dos mesmos, com os valores mais baixos entre as mulheres e o declínio acentuado dos trabalhadores com 60 anos ou mais (ver o terceiro gráfico para o conjunto da UE e o contraste entre dois dos seus países membros, Itália e Suécia). As alavancas que

1. Projeções da população mundial para 2024: <https://population.un.org/wpp/>.

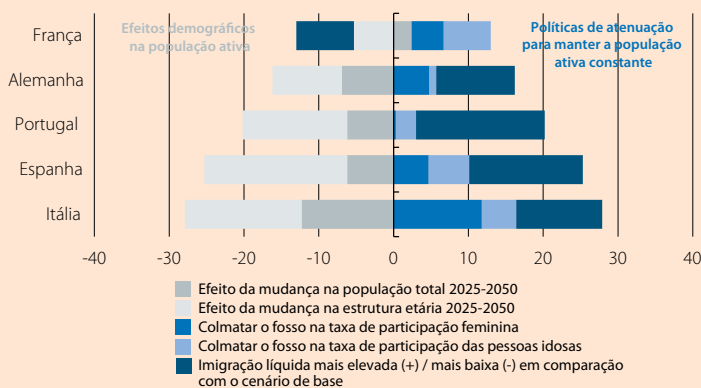
2. O FMI estimou no seu relatório de previsões da primavera deste ano que, com as políticas atuais, o crescimento económico global entre 2025 e 2050 será 1,1 pp inferior ao de 2016-2018.

3. Fernández Vidaurreta, C. e Martínez Turégano, D. (2018), «Evolução e perspectivas da taxa de participação na Zona Euro: uma visão de longo prazo», Boletim Económico do Banco de Espanha.

podem conduzir a uma maior participação das mulheres incluem, sobretudo, políticas que melhoram a conciliação familiar, tais como disposições flexíveis de trabalho a tempo parcial, um tratamento fiscal não desincentivador para os segundos trabalhadores e a disponibilização adequada de estruturas de acolhimento de crianças,⁴ ao passo que os incentivos para alinhar a idade efetiva de reforma com a idade legal de reforma, para favorecer a compatibilidade entre a reforma e certas formas de emprego, para reforçar as políticas ativas com a aprendizagem ao longo da vida e para melhorar as condições de saúde em que o envelhecimento é abordado podem ser implementados para prolongar a vida ativa.⁵ Tendo em conta as diferenças entre as regiões do mundo no que respeita ao grau de progresso e à intensidade das alterações demográficas, bem como a persistência de grandes disparidades de desenvolvimento económico, a gestão dos fluxos migratórios continuará a desempenhar um papel importante.⁶ Só uma aplicação ambiciosa deste conjunto de políticas pode atenuar significativamente os efeitos da transição demográfica (ver o exemplo dos diferentes países da UE no quarto gráfico, baseado nas projeções das Nações Unidas).

População ativa nos países da UE: variação 2025-2050

Efeitos demográficos e políticas de atenuação (%)

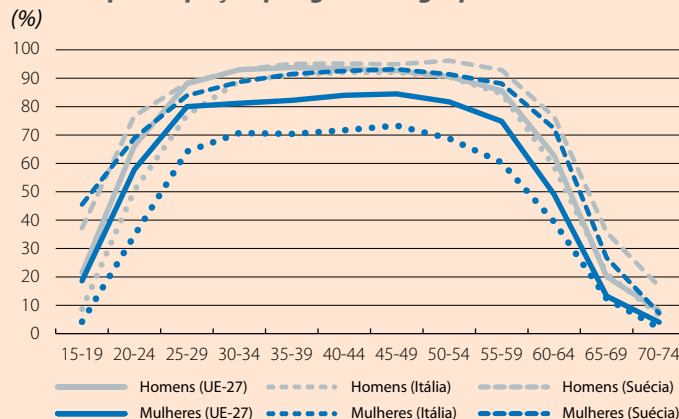


Nota: A eliminação do fosso entre homens e mulheres pressupõe que a taxa de participação feminina aumenta em todos os grupos etários para o valor da taxa de participação masculina; a eliminação do fosso entre os idosos pressupõe que a taxa de participação no grupo etário dos 60-74 anos aumente para ambos os sexos para o valor registado na Suécia; a imigração líquida mais elevada/menos baixa ocorre no grupo etário dos 25-59 anos para fazer corresponder a população ativa em 2050 à de 2025.

Fonte: BPI Research, com base em dados das Nações Unidas e do Eurostat.

que acresce a estagnação prática que se observa na transferência do progresso tecnológico para a produtividade total dos fatores (PTF).⁷ Neste contexto, os recentes desenvolvimentos no domínio da inteligência artificial (IA) favoreceram a possibilidade de esta tecnologia de uso geral poder gerar aumentos da PTF num vasto espectro de atividades económicas, principalmente nas que têm um maior conteúdo de tarefas cognitivas, bem como acelerar os processos de inovação. No entanto, o grau de complementaridade/substituibilidade da IA em relação ao trabalho é ainda muito incerto,⁸ o que deixa uma grande margem para cenários futuros. Algumas estimativas de base situam o crescimento da produtividade do trabalho nos EUA no intervalo de 1%-1,5% por ano,⁹ o que compensaria o arrastamento demográfico sobre o crescimento do PIB acima referido.

Taxa de participação por género e grupo etário na UE *



Notas: * 2023. População ativa sobre a população de cada grupo.

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

Produtividade ao resgate (com IA)?

Complementarmente a um maior grau de utilização da mão de obra, a sua utilização mais eficiente, em conjunto com os recursos de capital, é também uma fonte fundamental para dobrar o determinismo da atual transição demográfica. A produtividade do trabalho continuou a aumentar a um ritmo acelerado nas últimas décadas a nível mundial, impulsionada pelas mudanças estruturais e pela estabilização macroeconómica nos países emergentes, que facilitaram os ganhos de eficiência, a melhoria dos níveis de educação e a acumulação de capital produtivo (ver quinto gráfico). Contudo, o efeito destes processos tende a esgotar-se progressivamente à medida que o grau de desenvolvimento económico é mais avançado e a terciarização setorial é mais acentuada, ao

4. Fluchtmann, J., Keese, M. e Adema, W. (2024), «Gender equality and economic growth: Past progress and future potential», OCDE.

5. FMI (2025), «The rise of the silver economy: global implications of population aging», World Economic Outlook.

6. Ver, por exemplo, o caso da Zona Euro no rescaldo da pandemia: Arce, O., Consolo, A., Días, A. e Weissler, M. (2025), «Foreign workers: a lever for economic growth», BCE.

7. As variações da produtividade total dos fatores medem a variação da produção de uma economia que não é explicada pelo aumento dos fatores de produção (capital e trabalho). Por exemplo, através de uma utilização mais eficiente.

8. Acemoglu, D. (2024), «The simple macroeconomics of AI», NBER.

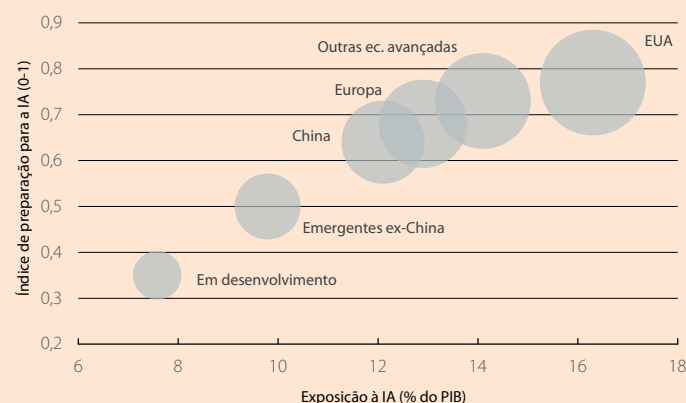
9. Baily, M., Brynjolfsson, E. e Korinek, A. (2023), «Machines of mind: The case for an AI-powered productivity boom», Brookings; Goldman Sachs (2023), «Generative AI: hype, or truly transformative?».

Para o resto do mundo, os ganhos esperados tenderiam a ser mais moderados, dada a menor exposição e preparação para a adoção da IA, incluindo aspetos institucionais, implantação de infraestruturas digitais e formação profissional (ver sexto gráfico).¹⁰

Uma estratégia global para enfrentar os desafios demográficos

As políticas destinadas a aumentar a oferta de trabalho e a aumentar a produtividade têm um elevado potencial para compensar os efeitos da transição demográfica. No entanto, a sua concretização dependerá fundamentalmente de três fatores. Primeiramente, será condicionada pela existência de condições favoráveis à dinâmica empresarial e à criação de emprego. Na União Europeia, esta necessidade foi refletida na Bússola para a Competitividade,¹¹ que procura revitalizar a capacidade de crescimento da economia europeia através de melhorias no quadro regulamentar do mercado interno e da mobilização de capital para investimentos estratégicos. Em segundo lugar, o espectro de competências e de habilidades laborais deve

Exposição e preparação para a IA por regiões do mundo

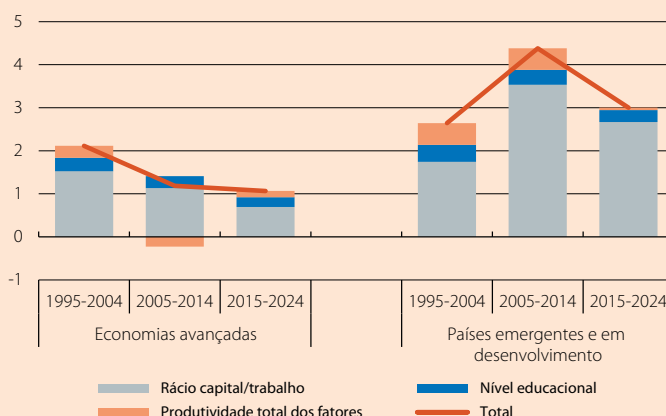


Nota: A dimensão da bolha é proporcional ao produto das duas variáveis, o que se aproxima da sensibilidade a um choque de produtividade da IA.

Fonte: BPI Research, com base em dados de Cerutti et al. (2025).

Variação média anual da produtividade real do trabalho

(p. p.)



Fonte: BPI Research, a partir de dados do The Conference Board.

adaptar-se à evolução tecnológica, à transição ecológica e aos novos padrões de procura numa sociedade em envelhecimento. Neste sentido, as políticas ativas do mercado de trabalho devem minimizar os custos de adaptação a esta nova realidade e as empresas devem adaptar os seus locais de trabalho, com especial atenção para os funcionários em risco de automatização de tarefas, agora impulsionada pelos avanços da IA. E, em terceiro lugar, o conjunto das políticas orçamentais deve adaptar-se para favorecer ganhos adicionais de bem-estar para os seus cidadãos, mantendo a disciplina fiscal,¹² enquanto os agentes privados terão de ajustar as suas decisões de consumo e investimento às novas condições de rendimento e riqueza do ciclo de vida.¹³ Nos dois casos, os efeitos distributivos das mudanças em curso também serão relevantes para determinar a magnitude dos desafios.

10. Cerutti, E. M. et al. (2025). «The Global Impact of AI – Mind the Gap», FMI.

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

12. Ver os artigos «O impacto do envelhecimento nas finanças públicas: o grande desafio de Portugal e da Europa» e «Alavancas para mitigar o impacto da demografia nas pensões públicas em Portugal» neste Dossier.

13. Ver o artigo «Uma sociedade envelhecida pagará taxas de juro mais baixas?» neste Dossier.

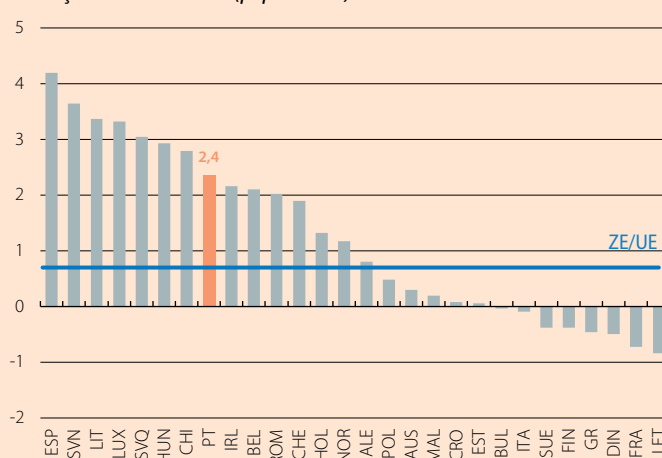
O impacto do envelhecimento nas finanças públicas: o grande desafio de Portugal e da Europa

É inegável que o envelhecimento populacional terá um impacto significativo nas contas públicas das economias desenvolvidas. No caso de Portugal, as projeções espelham o sinal de alarme: a Comissão Europeia (CE) estima que a população portuguesa com mais de 65 anos deverá aumentar em 800.000 indivíduos até 2050, dos quais 500.000 serão pessoas com mais de 80 anos; por outro lado, as pessoas com idades entre os 20 e os 64 anos (ou seja, em idade ativa) deverão diminuir em 1.300.000.¹ Perante este cenário, o índice de dependência de idosos irá aumentar de forma expressiva (de 40,7% em 2022 para 68,6% em 2050), com uma redução das receitas fiscais (com a diminuição das contribuições sociais) e aumento da despesa pública. Mais concretamente, mantendo-se as atuais políticas económicas, a CE estima que as despesas públicas com o envelhecimento aumentem 3,7 p. p. nos próximos 25 anos em Portugal (atingindo os 23% do PIB em 2050), a larga maioria relativa a gastos com pensões.

A CE analisa o impacto direto do envelhecimento nas despesas públicas em 3 vertentes: pensões, cuidados de saúde e cuidados de longa duração. Os gastos públicos com pensões representam a maior fatia (cerca de 65% das despesas com o envelhecimento em Portugal, face a 57% no caso da UE) e a CE estima que, se não houver alterações nas políticas económicas, estes gastos passem de 12,2% do PIB em 2022 para 14,6% em 2050 (ou seja, mais de 6.800 milhões de euros considerando o PIB de 2024). O aumento esperado para Portugal (de 2,4 p. p.) supera o esperado para o conjunto da UE (de 0,7 p. p., para 12,1% do PIB em 2050) e é o 8º país que poderá enfrentar o maior aumento destes encargos no conjunto da UE (o destaque vai para Espanha, cujos encargos deverão aumentar mais de 4 p. p.). Assim, em 2050, Portugal deverá ser o 4º país da UE com os maiores encargos públicos com pensões, atrás de Espanha (17,3%), Itália (15,5%) e Bélgica (14,8%).

Gastos públicos com pensões

Variação 2022 vs. 2050 (p. p. do PIB)



Fonte: BPI Research, com base nos dados da Comissão Europeia (Ageing Report 2024).

A evolução do peso das pensões no PIB será crescente nos próximos 20 anos, com o pico a ser atingido em 2046 (15,2%). O principal determinante para esse aumento é a proporção das pessoas com mais de 65 anos na população em idade ativa (20-64 anos), o chamado «índice de dependência»; mais concretamente, Portugal tem atualmente o equivalente a 2,5 pessoas em idade ativa por cada pessoa com mais de 65 anos, mas, em 2050, essa proporção diminuirá para 1,5. O aumento da proporção das pessoas mais velhas na população com idade ativa agravará os encargos com as pensões em 7,5 p. p. do PIB, um impacto especialmente relevante entre 2030 e 2040 (3,2 p. p.). Este efeito é parcialmente atenuado pela queda esperada da taxa de substituição (o rácio entre a pensão média e o salário médio), pelas dinâmicas no mercado de trabalho (nomeadamente o aumento da taxa de emprego) e por um menor índice de cobertura (reformados entre a população em idade de reforma).

Ao mesmo tempo, os gastos com saúde deverão aumentar em toda a UE, com os aumentos esperados para Portugal a superarem o que é esperado para a UE (0,9 p. p. e 0,3 p. p., respetivamente). Em 2050, é esperado que os gastos com saúde superem ligeiramente os 7% do PIB em ambos os casos. Também os encargos com cuidados de longa duração aumentarão neste período: no caso de Portugal, o aumento poderá atingir os 0,4 p. p., para 0,9% do PIB, encargos inferiores ao esperado para o conjunto da UE (2,3% do PIB em 2050, um aumento de 0,6 p. p.).

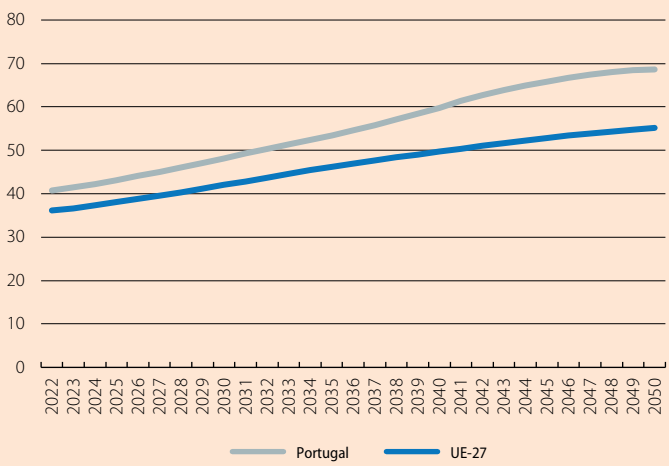
Assim, no conjunto, os gastos públicos diretos com o envelhecimento em Portugal deverão aumentar de quase 19% do PIB em 2022 para quase 23% em 2050. Isto representa um aumento de 3,7 p. p., muito superior ao aumento esperado para o conjunto da UE, de 1,5 p. p. (para 21,6%).

1. Comissão Europeia (2024). «2024 Ageing Report: Economic & Budgetary Projections for the EU Member States (2022-2070)».

Em conclusão, a demografia deverá exercer uma pressão ascendente sobre as despesas públicas no médio prazo, em Portugal e na restante União Europeia. No entanto, importa também referir que o nível de incerteza associado às projeções de base deste artigo é muito elevado, associado aos pressupostos macroeconómicos e demográficos subjacentes e à sua evolução num horizonte temporal muito alargado. Para além disso, ainda é possível agir, e a UE e Portugal ainda podem usar as alavancas que têm disponíveis para começar a reverter esta situação o quanto antes. O próximo artigo traz alguma luz sobre essas potenciais alavancas.

Vânia Duarte

Índice de dependência de idosos (%)



Fonte: BPI Research, com base nos dados da Comissão Europeia (Ageing Report 2024).

Alavancas para mitigar o impacto da demografia nas pensões públicas em Portugal

Os dados revelados no artigo anterior corroboram a pressão ascendente da demografia sobre as despesas públicas nos próximos anos e, na ausência de medidas adicionais, isso resultará numa deterioração das contas públicas no médio prazo, um cenário transversal a outras economias desenvolvidas.¹

Neste artigo, focamo-nos em algumas alavancas para mitigar o impacto do envelhecimento da população nas finanças públicas e, em particular, nos gastos com pensões: prolongar a carreira (de forma voluntária ou mais coerciva) e atrair imigrantes.² A estas, poderiam ainda ser acrescentadas outras políticas, nomeadamente para potenciar a utilização de instrumentos de poupança privados (como os fundos de pensões), ou medidas para incentivar a natalidade e/ou retenção de talento.

As alavancas que podem mudar o rumo das despesas com pensões

A CE estima que o aumento de 2,4 p. p. dos gastos públicos com pensões em Portugal nos próximos 25 anos é unicamente explicado pela dinâmica demográfica, mais concretamente, pelo crescente peso da população mais velha na população em idade ativa.

Uma das formas de atenuar a pressão sobre as pensões é incentivar o prolongamento da carreira, aumentando a taxa de emprego das pessoas mais velhas. Ainda assim, a CE chama a atenção para as dinâmicas distintas que esta situação implica; se, por um lado, o aumento do emprego gera mais crescimento económico e menos pensionistas, ou seja, menos gastos com pensões em termos absolutos e em termos relativos face ao PIB, por outro lado, o prolongamento das carreiras implica mais direitos quando estes trabalhadores ingressarem na reforma, ou seja, poderá implicar pensões mais elevadas e, por esta via, um aumento dos encargos. Ainda assim, a conclusão é que um aumento da taxa de emprego dos mais velhos contribui para a redução dos encargos com pensões; mais concretamente, a CE³ estima que um aumento de 10 p. p. da taxa de emprego dos indivíduos entre os 55 e os 74 anos face ao cenário *baseline* (ou seja, para 70% em 2050) permitiria reduzir os gastos com pensões em 0,5 p. p. do PIB em Portugal, ou seja, cerca de 22% do aumento esperado no cenário base (2,4 p. p.). Atualmente, a taxa de emprego nesta franja etária é de cerca de 58%, o que significa que teria de aumentar 12 p. p. até 2050. Nos últimos 10 anos, o aumento da taxa de emprego neste grupo etário foi superior (cerca de 25 p. p.), mas o contexto era diferente: o ponto de partida era mais baixo (em torno de 32% em 2012) e o programa de assistência financeira trouxe algumas imposições neste campo, que terão provocado um prolongamento da vida profissional dos indivíduos mais velhos (por exemplo, a alteração da fórmula de cálculo do fator de sustentabilidade).⁴ Assim, os 12 p. p. parecem ambiciosos num contexto em que a taxa de emprego está já em níveis bastante expressivos, mas não parecem impossíveis considerando as condições atuais de acesso à reforma sem penalizações.

Políticas que incentivem o prolongamento da carreira podem incluir, por exemplo, a conjugação de salário com pensão, promovendo a participação no mercado de trabalho em regimes de maior flexibilidade laboral (por exemplo, optar por regimes de part-time, teletrabalho) ou a reorganização dentro das empresas, ajustando as funções às capacidades e competências dos mais velhos (por exemplo, reduzindo trabalhos mais exigentes fisicamente) e promovendo a cooperação entre funcionários de diferentes grupos etários. Outro aspeto relevante prende-se com a promoção do desenvolvimento profissional, incentivando a formação ao longo da vida e o desenvolvimento de competências.⁵

Outra forma mais coerciva de conseguir aumentar a duração da carreira é através do adiamento da idade legal de reforma (ou seja, sem penalizações), por exemplo, em linha com o aumento da esperança de vida, prática já seguida em Portugal. No *Ageing Report 2024*, a CE analisa o impacto do adiamento da idade de reforma, associando-o ao aumento da longevidade: assume que a idade legal de reforma aumenta em linha com 3/4 do aumento da esperança de vida aos 65 anos entre 2022 e 2050. Isso significaria que

1. Para mais informações, ver o detalhe explicitado no artigo «O impacto do envelhecimento nas finanças públicas: o grande desafio de Portugal e da Europa», nesta publicação.

2. As alavancas para atenuar o impacto macroeconómico do envelhecimento são discutidas em detalhe no artigo «Envelhecimento e crescimento económico: efeitos e alavancas para a sua mitigação», nesta publicação.

3. Conclusões retiradas da análise de sensibilidade realizadas no âmbito do *Ageing Report 2024*.

4. O fator de sustentabilidade ajusta o valor da pensão à esperança média de vida aos 65 anos e aplica-se às reformas antecipadas. Em 2014, este cálculo foi alterado e a idade normal de acesso à reforma passou a estar indexada à evolução da esperança de vida, em vez de ser um número fixo (na altura, os 65 anos). Nesse ano, as reformas antecipadas passaram a ter penalizações mais acentuadas, refletindo o aumento do fator de sustentabilidade e da idade normal de reforma. Em 2025, a aplicação do fator de sustentabilidade implica um corte na pensão de 16,93%, e a idade normal de acesso à reforma é de 66 anos e 9 meses no regime geral da Segurança Social.

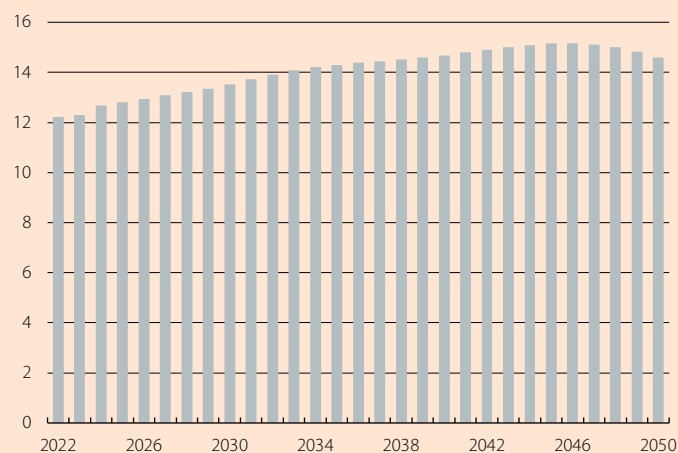
5. Para mais informações, ver Cedefop (2013). «Trabalhadores mais velhos – novas oportunidades».

a idade legal de reforma em Portugal aumentaria de 66 anos e 7 meses em 2022 para praticamente 69 anos em 2050, uma vez que se espera que a esperança de vida aumente cerca de 3 anos neste período. Este efeito representaria, por si só, uma redução dos encargos com as pensões em 0,2 p. p. do PIB em 2050 face ao cenário *baseline*. Uma vez que Portugal já tem a idade normal de reforma indexada (em 2/3) à esperança média de vida aos 65 anos justifica que os ganhos com uma medida deste nível não sejam tão expressivos como acontece, por exemplo, com a Hungria, Áustria ou a Polónia (com poupanças em torno de 1 p. p. do PIB); de facto, Portugal é o 4º país que menos pouparia com as pensões com um aumento da idade de reforma nestas condições face ao cenário em vigor.

Por fim, a imigração é também uma alavanca relevante para reduzir os encargos com as pensões em Portugal. Neste caso, o fenómeno é explicado pelo expetável aumento da população empregada e, por esta via, do crescimento económico, o que implica que os encargos com as pensões em termos relativos diminuiriam. No caso de Portugal, a CE estima que um aumento dos fluxos migratórios líquidos anuais em 33% face ao cenário *baseline* (ou seja, passar de 24.600 pessoas em média entre 2022 e 2050 para 32.700) resultaria numa poupança dos encargos com as pensões em percentagem do PIB de 0,4 p. p. Um saldo migratório de 32.700 indivíduos é ligeiramente superior à média histórica dos últimos 20 anos (31.240), mas inferior à média de 149.670 entre 2023 e 2024, ou da média registada nos três anos anteriores à pandemia (35.270). No entanto, para avaliar de forma mais completa o impacto da imigração nas contas públicas seria preciso analisar a evolução das contribuições para as receitas públicas realizadas pelos imigrantes em comparação com os benefícios que receberão ao longo da sua vida (por exemplo, o impacto será mais positivo no caso de imigrantes jovens e com níveis de formação mais elevados).

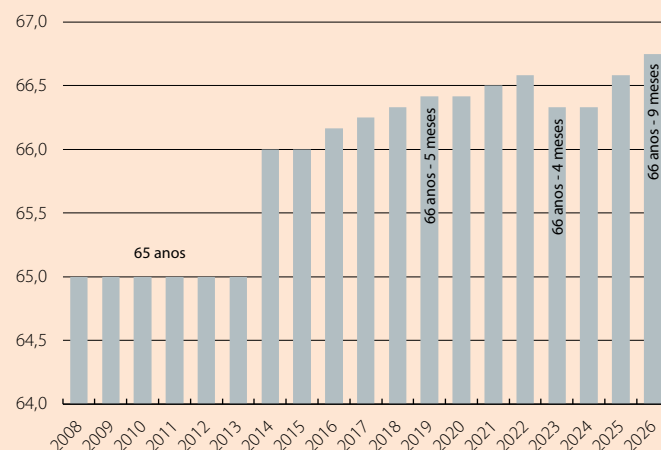
Gastos públicos brutos com pensões

(% PIB)



Fonte: BPI Research, com base nos dados da Comissão Europeia.

Evolução da Idade Normal de Reforma em Portugal (Anos)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do GEP e Portarias.

Em conclusão, mantendo-se as políticas atuais, projeta-se que os gastos públicos com pensões aumentem 2,4 p. p. nos próximos 25 anos (de 12,2% do PIB em 2025 para 14,6% em 2050). A necessidade de agir rapidamente é premente: os gastos com pensões deverão aumentar consecutivamente nos próximos 20 anos, atingindo um máximo de 15,2% do PIB em 2046. Prolongar a vida profissional das pessoas mais velhas, através da criação de condições nas empresas ou de políticas públicas adequadas, e atrair imigração jovem e/ou reter o talento nacional poderão compensar esse agravamento dos custos com as pensões ou, pelo menos, mitigar esse aumento de acordo com as análises de sensibilidade exploradas neste artigo. Ainda assim, não é displicente referir a dificuldade inerente de realizar conjunturas macroeconómicas e demográficas para um horizonte de projeção tão elevado. Além disso, estas projeções da CE não refletem os recentes dados relativos aos fluxos migratórios, mais elevados do que os subjacentes a este exercício de projeção.

Vânia Duarte e Javier García Arenas

Uma sociedade envelhecida pagará taxas de juro mais baixas?

Nas restantes páginas deste Dossier, analisou-se em profundidade a forma como o envelhecimento afetará a capacidade de crescimento económico, as contas públicas e a procura de ativos financeiros. O conjunto destas alterações terá consequências na oferta e na procura de poupanças e, por conseguinte, nas taxas de juro das economias.

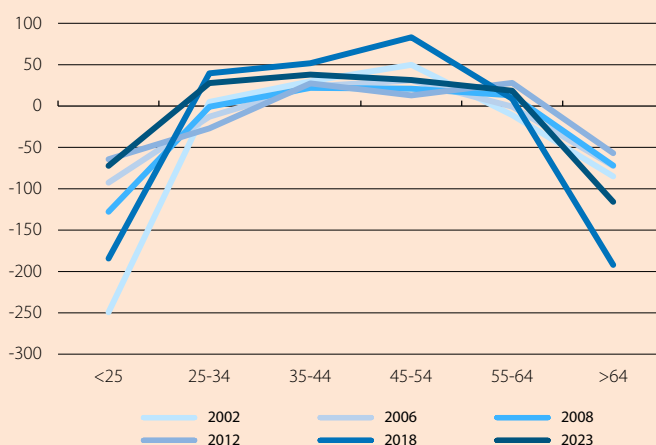
Do envelhecimento à poupança: correias de transmissão

Os mecanismos de transmissão do envelhecimento da população sobre as taxas de juro podem ser divididos entre os que afetam a procura e os que afetam a oferta de poupança. Relativamente à procura, deve ter-se em conta que o envelhecimento da população é acompanhado por um declínio da fertilidade e por um crescimento demográfico mais lento. Isto traduz-se num menor dinamismo do PIB¹ e, consequentemente, do investimento: ou seja, uma menor procura de poupanças que conduz a taxas de juro mais baixas. Por outras palavras, quando o capital de uma economia se deprecia lentamente, o crescimento mais lento da economia faz com que o rácio entre o *stock* de capital e o PIB aumente e gera uma abundância relativa de capital que exerce uma pressão descendente sobre as taxas de juro.²

No que respeita à oferta, existem diferentes mecanismos, todos eles derivados da chamada teoria do ciclo de vida.³ De acordo com esta teoria, a taxa de poupança varia ao longo da nossa vida numa forma de U invertido: os jovens e os idosos poupam menos, enquanto os de meia-idade poupam mais. O primeiro gráfico mostra como esta relação é verdadeira nos EUA (não tão claramente em Itália).⁴ A razão é o desejo de usufruir de uma qualidade de vida relativamente estável ao longo do tempo. A teoria do ciclo de vida sugere, assim, que as pessoas devem poupar mais nas idades em que têm rendimentos mais elevados e utilizar essas poupanças adicionais para melhorar a sua qualidade de vida nas fases em que os fluxos de rendimento são mais baixos (normalmente na juventude e na velhice).

EUA: taxa de poupança por idade

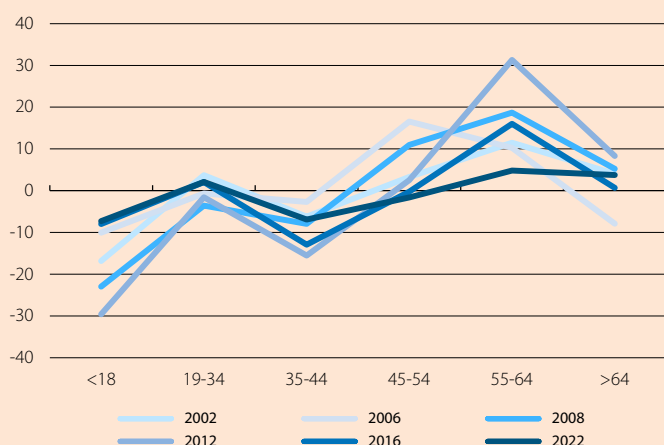
Desvio em relação à média nacional (%)



Fonte: BPI Research, a partir de dados do Consumer Expenditure Survey (Bureau of Labor Statistics).

Itália: taxa de poupança por idade

Desvio em relação à média nacional (%)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do Indagine sui bilanci delle famiglie italiane (Banca d'Italia).

Perante estas flutuações da poupança ao longo do ciclo de vida, o envelhecimento da população gera duas forças importantes do lado da oferta. A primeira pressupõe uma mudança no comportamento dos aforradores. Este processo de envelhecimento está associado a um aumento da esperança de vida e dos anos de inatividade após a reforma. Para manter uma qualidade de vida estável durante uma reforma mais longa, como postula a teoria do ciclo de vida, o aumento da esperança de vida deve estimular o aumento da poupança nos anos de trabalho. Ou seja, o aumento da esperança de vida deverá aumentar a oferta de poupanças.

A segunda força baseia-se em alterações na composição das poupanças. Por um lado, o aumento da população idosa significa um maior peso relativo da população de um segmento que, de acordo com a teoria do ciclo de vida, deverá ter taxas de poupança mais baixas. Esta dinâmica faz baixar a oferta

1. Ver o artigo «Efeitos do envelhecimento no crescimento e fatores de atenuação» neste Dossier.

2. Ver Jones, C. (2023). «Aging, secular stagnation, and the business cycle», *Review of Economics and Statistics*, 105(6), 1580-1595.

3. Ando, A. e Modigliani, F. (1963). «The 'life-cycle' hypothesis of saving: aggregate implications and tests», *American Economic Review*, 53(1), 55-84.

4. Segundo dados internos do CaixaBank Research, em Espanha existe também uma clara relação em U invertido entre a taxa de poupança e a idade.

total de poupança. Contudo, o terceiro gráfico ilustra como a população idosa é, ao mesmo tempo, um grupo que tende a ter um maior *stock* de poupanças acumuladas ao longo da vida (quer em ativos imobiliários, quer em ativos financeiros) e, por conseguinte, se a população idosa aumentar em termos relativos, a oferta total de poupanças também deverá aumentar. Em geral, as alterações na composição da população têm um efeito incerto porque nos colocam perante duas forças contrárias: um efeito de fluxo (menor taxa de poupança) e um efeito de *stock* (maior reserva de poupança acumulada).⁵

Finalmente, existe um outro mecanismo que vai para além da oferta e da procura de poupanças. As taxas de juro nominais também dependem da inflação, uma vez que normalmente falamos de taxas de juro em termos de uma moeda, como o euro ou o dólar, e não em «unidades reais». Quando o envelhecimento da população torna a mão de obra mais escassa (por exemplo, devido a uma redução da proporção de trabalhadores), o crescimento dos salários e, por conseguinte, a inflação, podem tornar-se mais dinâmicos, o que exercerá uma pressão ascendente sobre as taxas de juro nominais.⁶ Não obstante, a desinflação também pode ocorrer durante a transição demográfica se a perda de crescimento económico for mais rápida do que a reconfiguração da estrutura produtiva (a procura perderia dinamismo mais rapidamente do que a oferta).

O efeito líquido nas taxas de juro

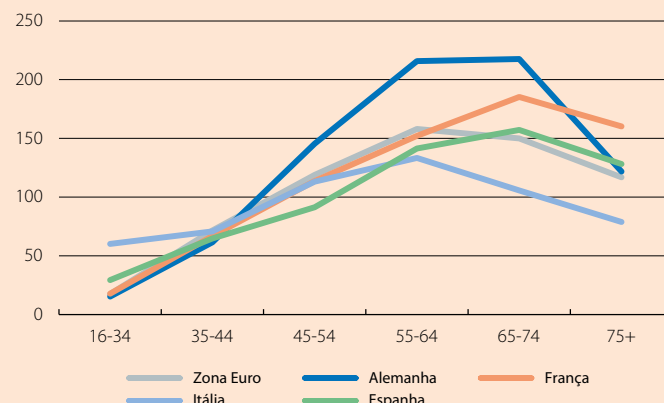
A combinação de mecanismos com diferentes impactos sobre a oferta e a procura de poupanças e as expectativas de inflação torna difícil tirar conclusões inequívocas. Enquanto o abrandamento do crescimento económico, o aumento da esperança de vida e o efeito «*stock* de poupanças» tendem a fazer baixar as taxas, o efeito «fluxo de poupanças» e a tração entre o crescimento dos salários e a inflação fazem-nos subir.

Uma maneira de determinar o efeito líquido sobre as taxas de juro é construir um modelo económico que contenha, como ingredientes, todas as forças discutidas. É o que fazem estudos como os de Auclert *et al.* (2021),⁷ FMI (2023)⁸ ou Lisack *et al.* (2017).⁹ E, de acordo com todos estes modelos, o envelhecimento da população conduz, em termos líquidos, a taxas de juro mais baixas. No entanto, cada modelo tem as suas nuances. Finalmente, o FMI considera que, uma vez que a transição demográfica está avançada, o seu impacto sobre as taxas de juro no futuro será moderado. Em contrapartida, Lisack *et al.* (2017) enfatizam o canal da esperança de vida (que continuará a progredir) e estimam ainda uma pressão descendente relevante sobre as taxas de juro no horizonte 2040. Do mesmo modo, Auclert *et al.* (2021) destacam o efeito «*stock* de poupanças» e projetam uma pressão descendente persistente ao longo do horizonte até 2050. A monografia do próprio BCE¹⁰ estima igualmente um impacto negativo persistente.

Porém, estes resultados não estão isentos de incertezas.¹¹ Independentemente das especificidades de cada modelo, coloca-se a questão de saber como é que o comportamento real das pessoas irá mudar. O prolongamento da vida ativa, por exemplo, deverá aliviar as pressões no sentido da baixa sobre as taxas de juro. Também a relação em U invertido entre a taxa de poupança e a idade é ainda um postulado teórico e, de facto, não se verifica com a mesma força em todos os países ou em todos os momentos (compare o caso mais canónico dos EUA no primeiro gráfico com os desvios em Itália no segundo). Resumindo, tal como nos outros artigos deste Dossier, no que se refere às taxas de juro, a questão fundamental é, mais uma vez, saber quais as alavancas que serão acionadas para gerir as forças demográficas.

Mediana da riqueza líquida por grupo etário

(% da mediana nacional)



Nota: A riqueza líquida é a diferença entre os ativos (incluindo os ativos imobiliários e financeiros) e passivos totais.

Fonte: BPI Research, a partir de dados do Household Finance and Consumption Survey (Eurosistema).

5. Lisack, N., Sajedi, R. e Thwaites, G. (2017). «Demographic trends and the real interest rate», Bank of England Staff Working Paper.

6. Goodhart, C. A. E. e Pradhan, Manoj (2020). «The great demographic reversal», Economic Affairs, 40 (3).

7. Auclert, A. *et al.* (2021). «Demographics, wealth, and global imbalances in the twenty-first century», National Bureau of Economic Research Working Paper.

8. FMI (2023). «The natural rate of interest: drivers and implications for policy», capítulo 2 do World Economic Outlook de abril de 2023.

9. Ver referência na nota de rodapé 5.

10. Brand, C., Bielecki, M. e Penalver, A. (2018). «The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy», ECB Occasional Paper.

11. Ver a discussão num artigo anterior, «O ciclo demográfico da poupança e das taxas de juro», no Dossier IM11/2018.

ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

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

INFORMAÇÃO MENSAL

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

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

DAILY REPORT

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

PULSO ECONÓMICO

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

NOTAS BREVES

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

FLASH NOTES

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

FICHAS SÍNTESE PAÍS

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



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

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

© Banco BPI, S.A., 2025

© CaixaBank, S.A., 2025

Design e produção: www.cegeglobal.com

