

# IM10

INFORMAÇÃO MENSAL  
OUTUBRO 2025



## ECONOMIAS E MERCADOS INTERNACIONAIS

---

### MERCADOS FINANCEIROS

*Cenário para a economia internacional: aumento das tarifas vs. tréguas de incerteza*

*Fluxos de investimento em tempos de Trump 2.0*

### ECONOMIA INTERNACIONAL

*A dimensão das empresas e as disparidades de produtividade na UE*

*O turismo europeu após a pandemia: recuperação desigual e novos desafios*

### ECONOMIA ESPANHOLA

*O setor do turismo fecha a época alta com números sólidos*

## ECONOMIA PORTUGUESA

---

*Novo cenário macroeconómico*

*PRR em Portugal: nível de execução e comparação com os outros países da União Europeia*

*O setor da Pesca em Portugal*

*A competitividade das empresas portuguesas – uma perspetiva setorial*

**INFORMAÇÃO MENSAL****Outubro 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](mailto:deef@bancobpi.pt)

**Paula Carvalho**

Economista Chefe

**CaixaBank Research**

[www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)

[research@caixabank.com](mailto:research@caixabank.com)

**Enric Fernández**

Economista Chefe

**José Ramón Díez**

Diretor de Economias e

Mercados Internacionais

**Oriol Aspachs**

Diretor de Economia Espanhola

**Sandra Jódar**

Diretora de Planeamento Estratégico

**Adrià Morron Salmeron**

e **Oriol Carreras**

Coordenadores da *Informação Mensal*

Data de fecho desta edição:

6 de outubro de 2025

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

9 *Cenário para a economia internacional: aumento das tarifas vs. tréguas de incerteza*

11 *Fluxos de investimento em tempos de Trump 2.0*

**14 ECONOMIA INTERNACIONAL**

16 *A dimensão das empresas e as disparidades de produtividade na UE*

19 *O turismo europeu após a pandemia: recuperação desigual e novos desafios*

**23 ECONOMIA PORTUGUESA**

25 *Novo cenário macroeconómico*

27 *PRR em Portugal: nível de execução e comparação com os outros países da União Europeia*

29 *O setor da Pesca em Portugal*

31 *A competitividade das empresas portuguesas – uma perspetiva setorial*

**34 ECONOMIA ESPANHOLA**

36 *O setor do turismo fecha a época alta com números sólidos*

## Portugal em 2025-27: Crescimento sustentado, em convergência

Nesta publicação apresentamos um ajuste ao nosso cenário macro para Portugal, desta vez centrado nas expectativas para a inflação e nos preços do mercado imobiliário, que continuam a surpreender. A médio prazo, mantemos uma perspetiva positiva para o crescimento económico, que esperamos mantenha convergência, assente na expansão demográfica, na melhoria de produtividade e num ponto de partida estruturalmente mais equilibrado, como explicamos em seguida. Incluímos ainda nesta publicação, dois artigos em que a análise incide sobre o setor das pescas – um setor muito interessante para Portugal e que não costumamos abordar – e sobre a execução do Plano de Recuperação e Resiliência, onde se conclui que, comparativamente aos nossos parceiros comunitários, a execução tem sido mediana.

Relativamente ao cenário macroeconómico, importa referir que não ajustámos desta vez as previsões de crescimento do PIB mas, pelo menos para 2025, os dados macro que foram sendo divulgados relativos ao 3T, que acrescem às revisões significativas das Contas Nacionais pelo INE, sinalizam que o balanço de riscos é favorável. Assim, embora a nossa previsão oficial de crescimento da atividade em 2025 permaneça atualmente em 1,6%, admitimos que a economia deverá expandir mais próximo dos 2%. Como referi, a revisão às series do PIB é um dos elementos que justifica este enviesamento positivo: o INE reviu a taxa de crescimento da atividade económica em 2023 em mais 5 décimas, para 3,1%; e em 2024, em mais 2 décimas, para 2,1%. A informação relativa a este ano foi também revista para melhor, com a atividade a crescer em média 1,7% em termos homólogos no primeiro semestre. Uma procura interna mais forte esteve na base destas revisões, destacando-se o investimento mais robusto sobretudo em 2024. A esta alteração, acrescem os sinais favoráveis que têm sido transmitidos pelos indicadores de atividade e confiança divulgados até final de setembro, sobretudo os que incidem sobre a procura interna.

A médio prazo, em 2026 e 2027, as nossas perspetivas permanecem positivas e o diagnóstico não muda. Parece-nos que Portugal deverá continuar a expandir em torno de 2%, acima das previsões consensuais para a média dos países da UEM. A evolução demográfica (mas não só) é um dos fatores que justifica esta previsão, e um dos motivos que tem estado na base também da boa performance desde a pandemia. Efetivamente, depois de uma década com encolhimento demográfico sucessivo, desde 2018 a população residente voltou a aumentar graças à imigração líquida, cifrando-se este acréscimo numa variação de cerca de 4% no período, mais 416 mil indivíduos face a 2018, alcançando o total de 10.7 milhões de indivíduos em 2024, de acordo com os últimos dados oficiais. Este aumento de população residente traduziu-se, no período, em mais produto, mais oferta de emprego e coexistiu com aumento, ainda que contido, da produtividade.

Efetivamente, e de acordo com os números do Banco de Portugal, o PIB per capita no período 2023 a 2025 (inclui estimativa para 2025) terá aumentado, em média, 1,4% ao ano; o PIB por indivíduo em idade ativa também cresceu 1,4%; e a produtividade, medida pelo PIB por empregado, registou uma variação média inferior, mas ainda assim relevante, de 0,9% em termos médios no período, por ano. Acresce que o impacto no mercado de trabalho foi também bem absorvido dado que, apesar do acréscimo da população ativa e disponível para trabalhar, a economia foi capaz de gerar emprego de tal forma que a taxa de desemprego tem estado estável, oscilando em torno de 6%. Esta resposta do mercado de trabalho e da oferta de emprego traduz de alguma forma um setor empresarial dinâmico, com capacidade competitiva e de geração de valor. Por outro lado, não há dúvida que o abrandamento da produtividade estimado em 2025, num contexto de algum abrandamento económico e forte criação de emprego traduzirá também uma orientação dominante para setores mão de obra intensivos, relacionados com o setor do turismo, tendência que se poderá esbater no futuro permitindo a recuperação dos índices de produtividade de forma mais notória.

Outro motivo para a expectativa de boa performance, como temos vindo a destacar, é a boa saúde económica de famílias, empresas e Estado, todos os grupos com balanços mais equilibrados que no passado, em concreto, comparativamente à primeira década deste século. E esta situação é bem evidente na tendência de redução da dívida pública – que se espera se aproxime dos 85% do PIB neste horizonte de projeção; e na boa evolução dos níveis de endividamento: apesar do regresso ao crescimento do crédito interno a particulares e empresas, os rácios de dívida continuam a descer sinalizando canalização produtiva das suas utilizações.

Paula Carvalho  
Outubro 2025

Cronologia

SETEMBRO 2025

9

O Supremo Tribunal dos EUA concorda em acelerar o processo de legalidade das tarifas de Trump.

17

A Fed baixa as taxas de juro em 25 pontos base para 4,00%-4,25%, após uma pausa de nove meses.

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.

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.

Agenda

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <div>OUTUBRO 2025</div> <div><div>1</div><div>Portugal: emprego e desemprego (agosto).<br/>Portugal: dívida pública (agosto).<br/>Zona Euro: IPC <i>flash</i> (setembro).</div><div><div>2</div><div>Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (setembro).</div><div><div>8</div><div>Espanha: contas financeiras (2T).</div><div><div>10</div><div>Portugal: comércio internacional (agosto).</div><div><div>20</div><div>China: PIB (3T).</div><div><div>22</div><div>Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (agosto).</div><div><div>23-24</div><div>Conselho Europeu.</div><div><div>24</div><div>Espanha: inquérito à população ativa (3T).</div><div><div>27</div><div>Portugal: créditos e depósitos (setembro).</div><div><div>28-29</div><div>Comité de Mercado Aberto da Fed.</div><div><div>29</div><div>Espanha: PIB <i>flash</i> (3T).</div><div><div>30</div><div>Espanha: IPC <i>flash</i> (outubro).<br/>Portugal: PIB <i>flash</i> (3T).<br/>Zona Euro: PIB (3T).<br/>Zona Euro: índice de sentimento económico (outubro).<br/>EUA: PIB (3T).<br/>Conselho de Governadores do Banco Central Europeu.</div><div><div>31</div><div>Portugal: execução orçamental (setembro).<br/>Zona Euro: IPC <i>flash</i> (outubro).</div></div></div></div></div></div></div></div></div></div></div></div></div></div> | <div>NOVEMBRO 2025</div> <div><div><div>3</div><div>Portugal: dívida pública (3T).</div><div><div>4</div><div>Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (outubro).</div><div><div>5</div><div>Portugal: mercado de trabalho (3T).</div><div><div>6</div><div>Espanha: produção industrial (setembro).</div><div><div>13</div><div>Portugal: custo da mão de obra (3T).</div><div><div>14</div><div>Portugal: <i>rating</i> Moody's.<br/>Japão: PIB (3T).</div><div><div>16-17</div><div>Comité de Mercado Aberto da Fed.</div><div><div>19</div><div>Portugal: balança de pagamentos (setembro).</div><div><div>20</div><div>Espanha: comércio externo (setembro).</div><div><div>25</div><div>Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (setembro).</div><div><div>27</div><div>Zona Euro: índice de sentimento económico (novembro).</div><div><div>28</div><div>Espanha: IPC <i>flash</i> (novembro).<br/>Espanha: <i>rating</i> DBRS.<br/>Portugal: detalhe do PIB (3T).<br/>Portugal: IPC <i>flash</i> (novembro).</div></div></div></div></div></div></div></div></div></div></div></div></div></div> |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|



## Resiliência económica e investimento na era de Trump

A atualização dos cenários económicos pelos principais gabinetes de estudos nas últimas semanas reflete que a economia mundial mantém uma velocidade de cruzeiro mais intensa do que o previsto no início do ano, quando a «tempestade Trump» ameaçava desestabilizar uma conjuntura económica exposta aos ventos da incerteza. Por enquanto, as distorções incipientes sobre o crescimento e a inflação causadas pelo aumento das barreiras tarifárias estão a ser compensadas pelo *boom* de investimento impulsionado pela IA nos EUA, pelo aumento dos gastos com defesa (e pela aceleração do NGEU) na Europa, pela resiliência das exportações chinesas e pela flexibilização das condições monetárias globais. A tudo isto há que acrescentar um preço do petróleo quase 15% abaixo dos níveis do início do ano e o efeito riqueza proporcionado pelo bom desempenho das bolsas mundiais (+17%) e de outros ativos financeiros e reais em 2025 (ouro, habitação, etc.), apesar da instabilidade que continua a caracterizar o cenário geopolítico nas últimas semanas (encerramento da Administração americana ou demissão do primeiro-ministro francês).

Como resultado de tudo isto, agora esperamos que a economia mundial cresça 3,1% este ano e no próximo (antes 2,9%), impulsionada por revisões em alta nos EUA (de 1,3% para 1,8% em 2025) e na China (de 4,2% para 4,6%), além de melhorias marginais na Zona Euro (de 1,2% para 1,3%), com um desempenho notável de Espanha (2,9% vs. os 2,4% previstos anteriormente). A narrativa que sustenta este bom desempenho da atividade e dos mercados nos últimos meses é que, uma vez estabilizado o risco tarifário, o ciclo de investimento (IA + defesa + habitação) pode assumir o papel de motor da atividade, após um longo período de estagnação desde a crise financeira de 2008. De facto, já vimos nos dados de atividade do 2T recuperações notáveis da formação bruta de capital fixo em países como Espanha e EUA, para o que poderá contribuir no futuro uma situação financeira muito favorável dos agentes privados, após o longo processo de desalavancagem da última década.

A esperança é que este novo ciclo de investimento possa promover o salto necessário na produtividade para compensar as inexoráveis tendências demográficas que a maioria dos países desenvolvidos enfrentará nas próximas décadas, permitindo revitalizar o crescimento potencial. O risco é o de uma bolha de investimento (como aconteceu em Espanha no início deste século) na parte relacionada com a IA. De facto, neste momento, a economia dos EUA continua a crescer de forma dinâmica graças ao imenso investimento neste domínio.

Neste contexto de mudança e disrupção, é normal que os bancos centrais estejam a retomar a antiga estratégia de gerir os riscos do cenário, em vez de utilizar regras discricionárias de atuação (Taylor, etc.). A começar pela Fed, cuja recente descida das taxas de juro, para além das pressões políticas, deve ser interpretada como uma cobertura face a um possível enfraquecimento adicional do mercado de trabalho que, segundo Powell, se encontra num «equilíbrio estranho», face ao ajustamento simultâneo em baixa tanto da oferta como da procura de trabalhadores (*low hire, low fire*). Isso reduziu significativamente a criação de emprego necessária para manter a taxa de desemprego inalterada. O problema é que a nova política migratória do Governo Trump pode levar o crescimento da população ativa de 1% em 2024 para 0,2%-0,3% em 2027 e, para essa restrição de oferta adicional, a política monetária tem dificuldade em responder. Assim, a partir de agora, a política monetária será muito mais flexível para responder às mudanças de um cenário económico sujeito a elevada volatilidade. Essa complexidade intrínseca do cenário introduz uma elevada incerteza sobre como podem evoluir as relações estruturais entre crescimento, emprego e inflação, o que explicaria o amplo leque de opiniões dos membros do Conselho da Fed (*dot plot*) sobre os níveis de taxas de juro neutras ou de equilíbrio a longo prazo (de 2,5% a 4%). Embora, nestes casos de visões divergentes, seja sempre necessário ter em conta a velha máxima de Churchill: «Se colocar dois economistas numa sala, obterá duas opiniões. A menos que um deles seja Lord Keynes, caso em que terá três».

José Ramón Díez

Final de período, exceto quando é especificado o contrário

## Mercados financeiros

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

Previsões

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

### Economia internacional

|                                               | Média<br>2000-2007 | Média<br>2008-2019 | Média<br>2020-2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|-----------------------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|------|------|------|------|
| <b>CRESCIMENTO DO PIB<sup>1</sup></b>         |                    |                    |                    |      |      |      |      |
| <b>Mundial</b>                                | 4,3                | 3,3                | 2,5                | 3,5  | 3,3  | 3,1  | 3,1  |
| <b>Países desenvolvidos</b>                   | 2,7                | 1,5                | 1,7                | 1,8  | 1,8  | 1,6  | 1,6  |
| Estados Unidos                                | 2,7                | 1,8                | 2,1                | 2,9  | 2,8  | 1,8  | 1,9  |
| Zona Euro                                     | 2,3                | 0,9                | 1,3                | 0,5  | 0,8  | 1,3  | 1,2  |
| Alemanha                                      | 1,6                | 1,3                | 0,4                | -0,7 | -0,5 | 0,2  | 1,1  |
| França                                        | 2,3                | 1,0                | 0,7                | 1,6  | 1,1  | 0,6  | 0,7  |
| Itália                                        | 1,5                | -0,3               | 1,6                | 0,8  | 0,5  | 0,5  | 0,7  |
| Portugal                                      | 1,5                | 0,4                | 1,5                | 3,1  | 2,1  | 1,6  | 2,0  |
| Espanha                                       | 3,6                | 0,7                | 0,7                | 2,5  | 3,5  | 2,9  | 2,1  |
| Japão                                         | 1,4                | 0,4                | -0,2               | 1,5  | 0,1  | 1,0  | 1,0  |
| Reino Unido                                   | 2,8                | 1,2                | 1,0                | 0,4  | 1,1  | 1,3  | 1,2  |
| <b>Países emergentes e em desenvolvimento</b> | 6,3                | 4,9                | 3,1                | 4,7  | 4,3  | 4,2  | 4,0  |
| China                                         | 10,6               | 8,0                | 4,7                | 5,4  | 5,0  | 4,6  | 4,0  |
| Índia                                         | 7,2                | 6,7                | 3,8                | 8,9  | 6,7  | 6,8  | 6,6  |
| Brasil                                        | 3,6                | 1,6                | 1,5                | 3,2  | 3,4  | 2,0  | 1,8  |
| México                                        | 2,3                | 1,5                | 0,5                | 3,4  | 1,4  | 0,8  | 1,4  |
| Rússia                                        | -                  | 1,4                | 0,6                | 4,1  | 4,3  | 1,7  | 1,3  |
| Turquia                                       | 5,5                | 4,5                | 6,3                | 6,6  | 3,3  | 3,2  | 2,9  |
| Polónia                                       | 4,2                | 3,7                | 3,6                | 0,1  | 2,8  | 3,6  | 3,3  |
| <b>INFLAÇÃO</b>                               |                    |                    |                    |      |      |      |      |
| <b>Mundial</b>                                | 4,1                | 3,7                | 5,5                | 6,6  | 5,7  | 4,2  | 3,9  |
| <b>Países desenvolvidos</b>                   | 2,1                | 1,6                | 3,7                | 4,6  | 2,6  | 2,4  | 2,2  |
| Estados Unidos                                | 2,8                | 1,8                | 4,6                | 4,1  | 3,0  | 2,8  | 2,8  |
| Zona Euro                                     | 2,2                | 1,4                | 3,7                | 5,4  | 2,4  | 2,1  | 2,0  |
| Alemanha                                      | 1,7                | 1,4                | 4,1                | 6,0  | 2,5  | 2,2  | 2,1  |
| França                                        | 1,9                | 1,3                | 2,8                | 5,7  | 2,3  | 1,1  | 1,7  |
| Itália                                        | 2,4                | 1,4                | 3,5                | 5,9  | 1,1  | 1,8  | 1,7  |
| Portugal                                      | 3,1                | 1,1                | 3,0                | 4,3  | 2,4  | 2,3  | 2,1  |
| Espanha                                       | 3,2                | 1,3                | 3,7                | 3,5  | 2,8  | 2,5  | 2,0  |
| Japão                                         | -0,3               | 0,4                | 0,7                | 3,3  | 2,7  | 1,5  | 1,5  |
| Reino Unido                                   | 1,6                | 2,3                | 4,2                | 7,3  | 2,5  | 3,4  | 2,5  |
| <b>Países emergentes e em desenvolvimento</b> | 6,9                | 5,5                | 6,8                | 8,0  | 7,7  | 5,3  | 4,9  |
| China                                         | 1,7                | 2,6                | 1,8                | 0,2  | 0,2  | 0,0  | 1,2  |
| 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<br>2000-2007 | Média<br>2008-2019 | Média<br>2020-2022 | 2023       | 2024       | 2025       | 2026       |
|---------------------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Agregados macroeconómicos</b>            |                    |                    |                    |            |            |            |            |
| Consumo das famílias                        | 1,8                | 0,5                | 1,2                | 2,3        | 3,0        | 2,8        | 2,1        |
| Consumo das Adm. Públicas                   | 2,2                | -0,3               | 2,0                | 1,8        | 1,5        | 1,3        | 1,1        |
| Formação bruta de capital fixo              | -0,4               | -0,7               | 2,9                | 6,0        | 3,8        | 2,7        | 4,9        |
| Bens de equipamento                         | 3,4                | 2,7                | 5,5                | 8,6        | 7,5        | -          | -          |
| Construção                                  | -1,4               | -2,4               | 2,6                | 4,5        | 2,7        | -          | -          |
| Procura interna (contr. Δ PIB)              | 1,3                | 0,0                | 1,9                | 2,2        | 2,9        | 3,1        | 2,5        |
| Exportação de bens e serviços               | 5,3                | 4,0                | 3,6                | 4,2        | 3,1        | 0,8        | 2,7        |
| Importação de bens e serviços               | 3,6                | 2,7                | 4,0                | 2,3        | 4,8        | 4,0        | 3,6        |
| <b>Produto interno bruto</b>                | <b>1,5</b>         | <b>0,4</b>         | <b>1,5</b>         | <b>3,1</b> | <b>2,1</b> | <b>1,6</b> | <b>2,0</b> |
| <b>Outras variáveis</b>                     |                    |                    |                    |            |            |            |            |
| Emprego                                     | 0,4                | -0,4               | 1,1                | 2,3        | 1,2        | 2,3        | 0,9        |
| Taxa de desemprego (% pop. ativa)           | 6,1                | 11,4               | 6,6                | 6,5        | 6,4        | 6,3        | 6,4        |
| Índice de preços no consumidor              | 3,1                | 1,1                | 3,0                | 4,3        | 2,4        | 2,3        | 2,1        |
| Saldo Balança Corrente (% PIB)              | -9,2               | -2,8               | -1,1               | 3,9        | 2,4        | 0,6        | 0,9        |
| Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB) | -7,7               | -1,5               | 0,1                | 1,9        | 2,8        | 2,5        | 2,5        |
| Saldo orçamental (% PIB)                    | -4,5               | -5,1               | -3,0               | 1,3        | 0,5        | -0,1       | -1,2       |

Previsões

### Economia espanhola

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

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

Previsões

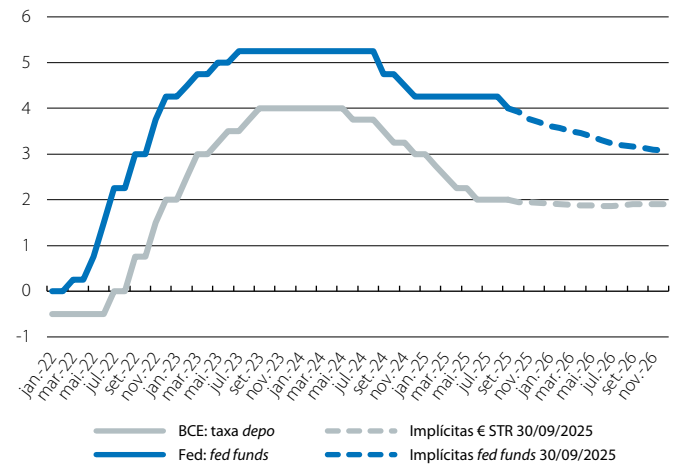


## Bancos centrais movimentam o mercado em setembro

**Os bancos centrais e as tensões geopolíticas impulsionam o sentimento dos investidores.** Os mercados financeiros viveram em setembro um mês de transição, caracterizado por uma maior volatilidade e por movimentos significativos dos ativos de risco. As decisões de política monetária, especialmente a reunião da Reserva Federal dos EUA, deram o mote para o mês, juntamente com o ajustamento a um novo contexto comercial com tarifas mais elevadas. Adicionalmente, episódios de tensão geopolítica, como a entrada de drones russos em território polaco, o *shutdown* federal nos EUA e a instabilidade política em França, contribuíram para a volatilidade do mercado. Neste contexto, os investidores ajustaram as suas expectativas quanto aos próximos passos dos bancos centrais, com maior confiança nos cortes de taxas da Fed e na estabilidade das taxas do BCE, ajustamentos que, juntamente com a sensibilidade dos dados, condicionaram a evolução das curvas de rendimentos, das moedas e dos mercados acionistas no mês. Os investidores mantêm-se cautelosos num ambiente que continua incerto, com especial atenção para as próximas decisões dos bancos centrais, o impacto do aumento das tarifas, a evolução dos indicadores económicos e o desafio orçamental que muitos países enfrentam.

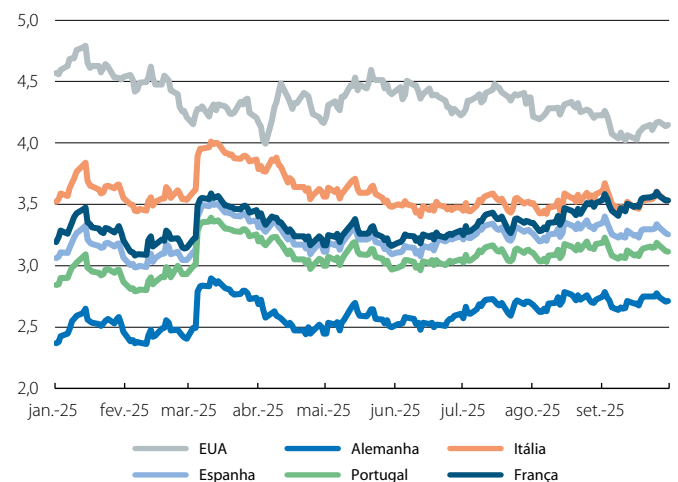
**Corte da Fed e pausa prolongada do BCE, mas tudo dependerá dos dados.** O mês de setembro foi marcado, no mercado monetário, por numerosas reuniões de política monetária, mas as atenções centraram-se na Fed, que reduziu as taxas de juro em 25 p. b. para o intervalo 4,00%-4,25%, a primeira descida de taxas em nove meses. Esta mudança reflete uma alteração na leitura do equilíbrio de riscos entre os dois mandatos da Fed. Jerome Powell, Presidente da Fed, afirmou que o arrefecimento do mercado de trabalho, visível nos dados e atribuído a fatores de oferta e procura mais baixos, ganhou peso face aos riscos de inflação, que são agora considerados mais contidos. O corte foi praticamente unânime, embora com opiniões divergentes sobre os passos seguintes, como mostra o *dot plot*, que reflete uma elevada dispersão entre os membros do FOMC. O Presidente Powell salientou que a política monetária não segue uma trajetória pré-definida e que as decisões serão tomadas reunião a reunião, com base em dados. Ao longo do mês, as expectativas do mercado foram se alterando, como aconteceu com a revisão em alta do PIB do 2T ou com os dados positivos divulgados para o 3T, e, no fecho deste relatório, os investidores estão a descontar quatro cortes nas taxas até dezembro de 2026, o que deixaria os *fed funds* nos 3,00%-3,25%. O BCE, por sua vez, manteve as taxas (*depo* em 2%), numa decisão esperada e unânime, e que foi acompanhada por uma visão relativamente positiva do cenário, com a inflação já no objetivo de médio prazo. Também o BCE continuou a não dar qualquer orientação para a evolução das taxas de juro nos próximos meses, reiterando que a política monetária será reavaliada «reunião a reunião» e «com base nos dados». O mercado está agora a descontar a estabilidade das taxas para o resto do ano e durante 2026. A Presidente Lagarde evitou comentar sobre França, embora tenha recordado que o BCE dispõe de instrumentos para assegurar a transmissão har-

**BCE e Fed: taxas de juro de referência (%)**



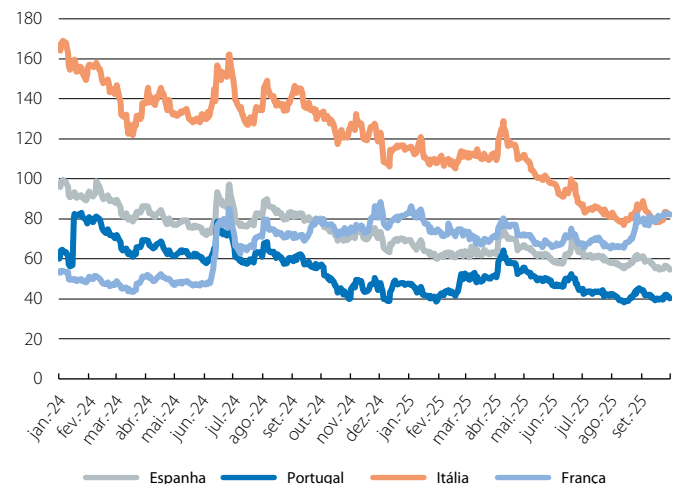
**Nota:** Os dados históricos dos *fed funds* correspondem ao limite inferior.  
**Fonte:** BPI Research, com base em dados do BCE, da Fed e da Bloomberg.

**Yields das obrigações soberanas a 10 anos (%)**



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

**Zona Euro: prémios de risco (p. b.)**



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

moniosa da política monetária a todas as jurisdições da Zona Euro e que, na ativação das compras de ativos do TTIP, há uma combinação de discricionariedade e análise (é necessária uma avaliação das perspectivas orçamentais, não devendo responder a tensões que são justificadas pelos fundamentos macroeconómicos do país).

**As taxas de juro soberanas dos EUA caem devido à expectativa de medidas da Fed.** Na vertente de rendimento fixo, o mês terminou com descidas das rentabilidades dos *treasuries*, em particular na parte longa da curva, enquanto na Zona Euro se assistiu a uma subida na parte curta, com uma correção generalizada na parte longa, com exceção da França, que voltou a estar no centro das atenções devido à instabilidade política após a mudança de Governo, com novas subidas do prémio de risco até se fixar em cerca de 80 p. b. e com uma ligeira subida da *yield* da obrigação francesa a 10 anos face ao final de agosto, para mais de 3,50%. Em contrapartida, a notação da dívida espanhola foi melhorada em setembro pelas três agências de notação (S&P para A+, Moody's para A3 e Fitch para A). A Fitch também reviu Portugal de A- para A. Isto refletiu-se nas obrigações soberanas, com as *yields* a descerem em ambos os países, bem como o spread sobre as obrigações alemãs a 10 anos, em contraste com a subida em França.

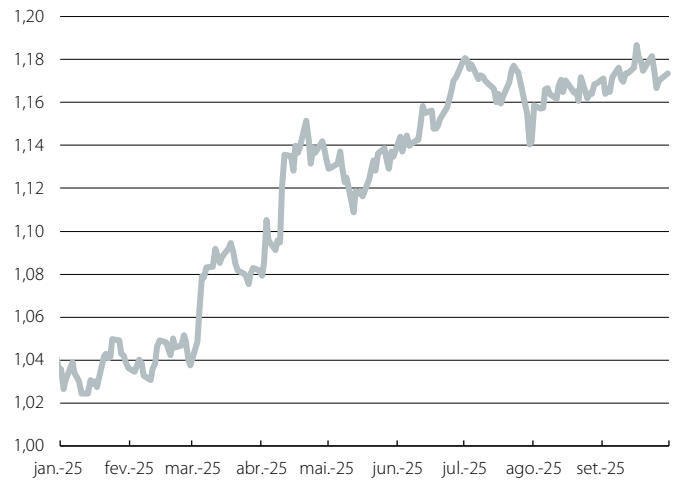
**Valorização do euro, com altos e baixos.** O euro registou um mês de setembro com uma tendência de apreciação face ao dólar na primeira metade do mês, impulsionado em parte por uma leitura um tanto *hawkish*, da reunião do BCE e subindo acima do nível 1,18. Subsequentemente, fechou o trimestre em cerca de 1,17 (+0,4%). Por sua vez, o dólar recuperou na segunda metade do mês, apoiado por dados favoráveis do crescimento económico dos EUA.

**Mês positivo para os mercados bolsistas.** Os mercados bolsistas apresentaram uma tendência de subida, embora tenha havido sessões de correções – em alguns casos, durante vários dias seguidos – devido à realização de lucros e à rentabilidade das obrigações. O IBEX 35 manteve-se entre os índices mais resistentes, embora os ganhos tenham sido generalizados nos dois lados do Atlântico, com exceção do DAX alemão, que fechou praticamente estável em relação a agosto (-0,1%).

**Volatilidade do petróleo e novos máximos do ouro.** Quanto às matérias-primas, o petróleo manteve-se volátil, com o Brent a recuperar para 70 dólares, mas na última parte do mês corrigiu boa parte da subida e fechou setembro com uma queda de quase 2% em relação ao mês anterior (para 67 dólares). A performance tem sido condicionada pelo aumento das tensões geopolíticas (como os ataques da Ucrânia a infraestruturas petrolíferas críticas da Rússia), pelas dúvidas sobre o excesso de oferta, pelo aumento das existências acumuladas nos EUA, pela retoma das exportações do norte do Iraque ou pelo anúncio do aumento da produção da OPEP+ (que já devolveu ao mercado os 2,2 milhões de barris por dia cortados em 2023 e pondera agora a recuperação da segunda tranche de cortes em 2023, de 1,7 milhões). Entretanto, o ouro atingiu novos máximos (acima de 3.850 dólares por onça), o que continuou a reforçar o seu papel de ativo de refúgio num ambiente de elevada incerteza fiscal e económica, especialmente nos EUA.

### Taxas de câmbio euro/dólar

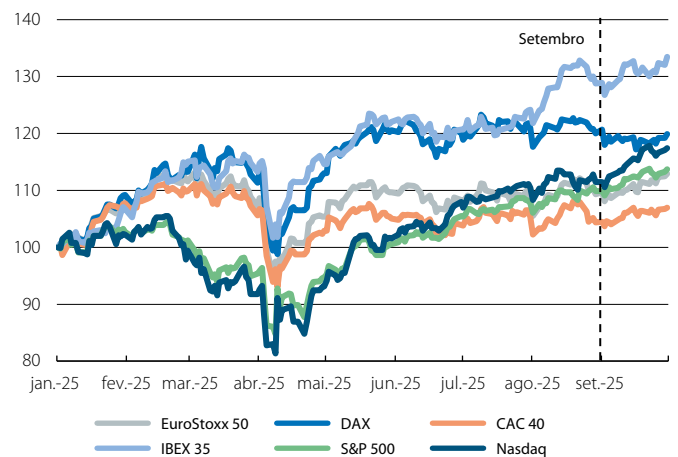
(Dólares por euro)



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

### EUA e Zona Euro: desempenho dos principais índices bolsistas

Índice (100 = 1/1/2025)

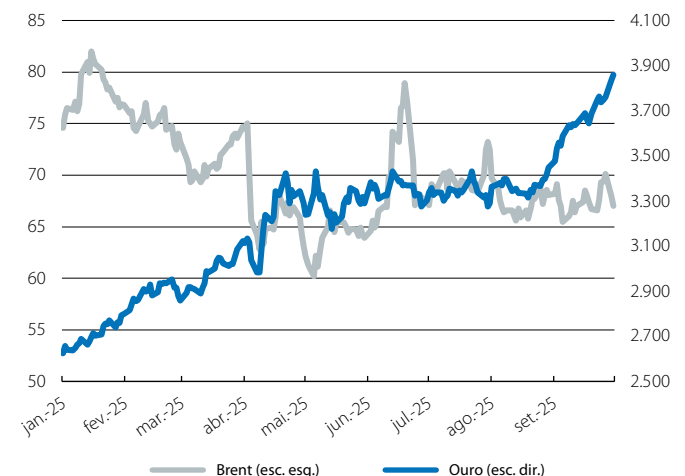


Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

### Petróleo e ouro em 2025

(Dólares por barril)

(Dólares por onça)



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

## Cenário para a economia internacional: aumento das tarifas vs. tréguas de incerteza

A economia internacional começou 2025 ensombrada pelas ameaças tarifárias dos EUA, pela incerteza comercial e pelas tensões geopolíticas, numa encruzilhada em que se reorganizam as políticas económicas e as estratégias geopolíticas.<sup>1</sup> Esta situação conduziu a uma deterioração das perspetivas e abalou os mercados financeiros. Como é que o cenário evoluiu desde então? Para onde se dirige a economia internacional nos próximos trimestres?

### Ponto de partida

Até agora, este ano, o cenário tem-se caracterizado pela volatilidade dos dados e pela resiliência da economia internacional face à incerteza. No início, a antecipação de novas tarifas americanas gerou um boom de importações dos EUA e estimulou as exportações das outras grandes economias, um efeito que mais tarde se desfez e causou oscilações nos dados. Independentemente da volatilidade, os números do PIB resistiram melhor do que o esperado, com um fator de apoio comum de mercados de trabalho robustos e uma certa recuperação do poder de compra e do investimento a apoiar uma melhoria das expetativas económicas e do sentimento dos investidores.

A melhoria das expetativas foi também apoiada por um abrandamento da incerteza. Os vários acordos comerciais dos EUA tendem a clarificar o panorama comercial em que a economia mundial irá operar e ajudam a excluir cenários extremos de tensão, pelo menos a curto prazo. Em contrapartida, a economia global terá de se adaptar a um nível significativamente mais elevado de tarifas e a incerteza, embora tenha diminuído, não desapareceu (há ainda negociações pendentes, como aquela entre os EUA e a China, dúvidas sobre a duração dos acordos alcançados, incertezas jurídicas, etc.).

### Fatores-chave, perspetivas e riscos

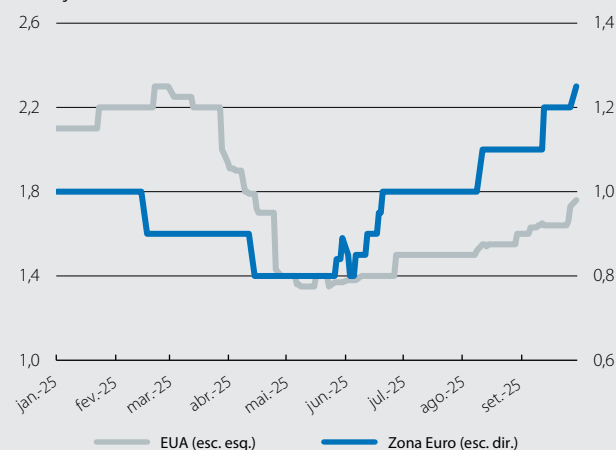
Neste novo ponto de partida, o cenário será apoiado pela contenção dos preços da energia, graças a um mercado petrolífero que continua a apresentar excesso de oferta<sup>2</sup> e onde o preço do Brent deverá rondar os 65 dólares por barril, enquanto os futuros do gás apontam para um preço europeu estável da TTF em torno dos 35 euros/MWh. A política monetária também deixará de exercer pressão. O BCE mantém as suas taxas de juro no nível neutro de 2,00%, que não estimula nem restringe a atividade. Após

1. FMI (2025). «A Critical Juncture amid Policy Shifts», Relatório sobre as perspetivas económicas (World Economic Outlook) de primavera.

2. Num contexto de aumentos de produção tanto da OPEP+ (que já recuperou 2,2 milhões de barris por dia dos retirados em 2023) como de outros produtores, e de um crescimento mais moderado da procura (especialmente na China e na Índia).

### PIB 2025: previsão do consenso de analistas

Variação anual (%)



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

### Bolsa de valores mundial: índice MSCI World

Índice (100 = 31 de dezembro de 2024)



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

ter baixado as taxas em 100 p. b. entre fevereiro e junho, tudo indica (incluindo a comunicação do próprio banco central e as cotações de mercado) que, com a inflação dentro do objetivo, o BCE preferirá manter as taxas nos níveis atuais, mantendo a opção de as alterar apenas em caso de mudanças significativas no cenário. Por sua vez, a Fed iniciou a redução das taxas, uma vez que constatou um arrefecimento na criação de emprego<sup>3</sup> e um impacto moderado e gradual das tarifas sobre a inflação, demonstrando uma sensibilidade ao equilíbrio dos dados relativos ao

3. Esta situação não exerceu pressão sobre uma taxa de desemprego que, embora tenha aumentado, permanece baixa, refletindo possivelmente um arrefecimento do mercado de trabalho, tanto do lado da procura como da oferta.

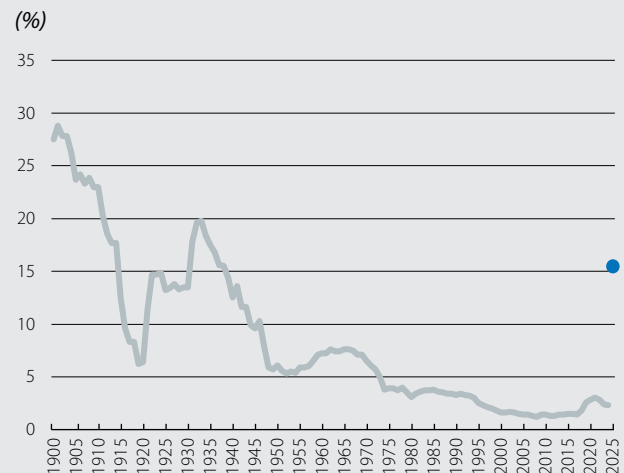
emprego/inflação que sugere um ritmo gradual de cortes nos próximos trimestres.<sup>4</sup> Em contrapartida, a atividade internacional deverá também continuar a ser apoiada por uma economia chinesa que, apesar das tarifas, da persistente crise imobiliária e da fraca procura interna, tem mostrado resiliência nas exportações e na indústria, vendo também as suas expectativas melhoradas pelo consenso dos analistas.

Portanto, o nosso cenário prevê que os EUA mantenham uma atividade relativamente dinâmica e que, com um arrefecimento «normalizador» do mercado de trabalho, estimulado pela atração de investimentos relacionados com a IA e por condições monetárias menos restritivas, o seu PIB se aproxime de taxas de crescimento anuais de 2%. Contudo, esta melhoria das perspetivas continua sujeita a riscos negativos, que vão desde a resistência da inflação a uma descida final para 2%, à digestão dos défices públicos, que deverão continuar a ser elevados, até à repercussão das tarifas na atividade e na inflação, que tem sido até agora modesta.

Relativamente à Zona Euro, projetamos um avanço moderado da atividade para um crescimento do PIB de 0,2%-0,3% em cadeia, impulsionado pela transmissão da flexibilização monetária já empreendida pelo BCE, por uma reorientação da política orçamental<sup>5</sup> e por uma melhoria da confiança que poderá estimular ainda mais o crescimento se facilitar às famílias a reorientação da sua elevada taxa de poupança (15,2%) para o consumo. No setor externo, apesar da perspectiva de um euro mais valorizado em relação ao dólar americano (1,20 dólares em 2026), a taxa de câmbio efetiva real tem sido mais estável, o que, juntamente com tarifas mais baixas em relação aos EUA do que noutras jurisdições, pode ajudar (em termos relativos) a proteger as exportações. No entanto, o crescimento da Zona Euro continuará a caracterizar-se por uma grande heterogeneidade entre países, com o forte PIB espanhol, as dificuldades estruturais da indústria alemã e a anemia de uma França cujas contas públicas estão no centro das atenções dos investidores.

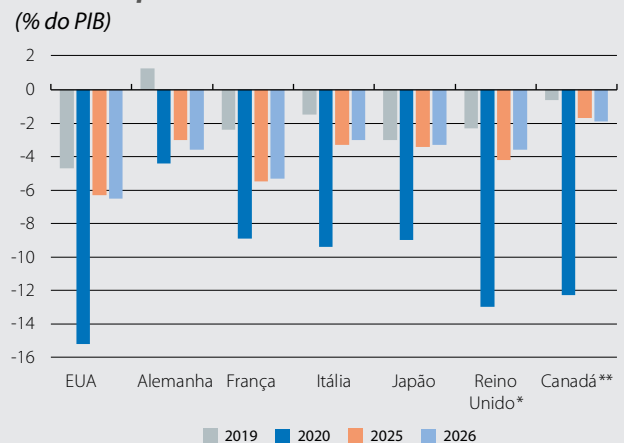
De um modo geral, a resiliência da atividade económica internacional, a redução da incerteza e a melhoria das projeções de crescimento apontam para uma melhoria das perspetivas imediatas. Isto não significa, porém, que a

### EUA: tarifa média efetiva



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

### G7: saldo público



Notas: \* Ano fiscal. \*\* Para o Canadá, dados de 2021 em vez de 2020.

Fonte: BPI Research, com base em dados (2019-2020) e previsões (2025-2026) da Bloomberg.

economia mundial esteja fora da encruzilhada. A reorganização das políticas económicas e das estratégias geopolíticas continua a orientar-se para um mundo sujeito a tensões geopolíticas e a riscos de rutura nas cadeias de abastecimento globais, bem como a fatores que podem alimentar turbulências financeiras (como a deterioração das contas públicas ou a deterioração da qualidade institucional nas grandes economias).

4. Antecipamos mais quatro cortes até ao final de 2026 (fed funds em 3,50%-3,75% em dezembro de 2025 e 3,00%-3,25% em dezembro de 2026).

5. A Alemanha, em particular, tem planos de despesas com infraestruturas e defesa que levaram o governo a projetar um aumento do défice federal de 1,1% do PIB em 2024 para 3,3% em 2025 e 4,2% em 2026. Em França, a fragmentação parlamentar e as consequentes dificuldades de aprovação dos orçamentos significam que a redução do défice (5,8% em 2024) deverá ser muito gradual. Em relação às outras duas grandes economias, Itália e Espanha, prevê-se que o défice diminua moderadamente, mas já abaixo dos 3% em 2026 e 2025, respetivamente.

## Fluxos de investimento em tempos de Trump 2.0

Donald Trump continua a demonstrar uma forma de legislar bastante disruptiva, que se afasta da estabilidade e previsibilidade dos seus antecessores. A nova administração Trump tem vindo a defender que a ordem económica global em vigor quase desde o final da Segunda Guerra Mundial é prejudicial aos interesses dos EUA e deve ser alterada (*America First*). Tal mudança, que se concretiza principalmente através da imposição de tarifas elevadas e da redução dos seus compromissos em matéria de segurança e de cooperação internacional, leva muitos a interrogarem-se sobre a possibilidade de esta mudança vir a comprometer os pilares que sustentaram o papel dominante do dólar nos últimos 80 anos.<sup>1</sup> Neste processo de «reajustamento» da geopolítica internacional, um dos principais beneficiários em termos de fluxos de investimento poderá ser a Zona Euro: oferece um quadro regulamentar estável, não há dúvidas quanto à independência do BCE e os planos para aumentar as despesas com a defesa na Europa (plano *ReArm Europe*) e as despesas com infraestruturas na Alemanha oferecerão oportunidades de investimento significativas nos próximos anos.

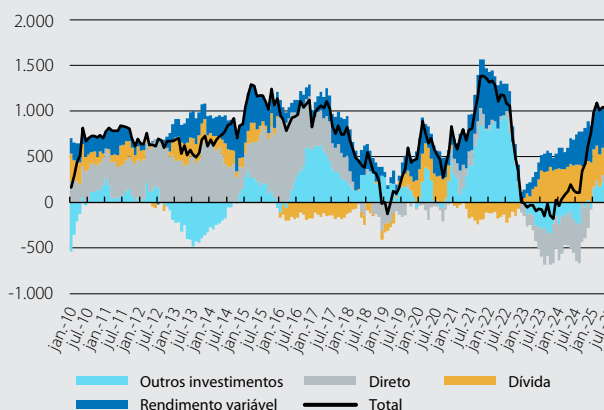
### A Zona Euro como destino do investimento estrangeiro

Durante os últimos dois anos, após a interrupção dos fluxos de capitais na sequência do início da guerra na Ucrânia em 2022, verificou-se um interesse renovado dos investidores estrangeiros nos ativos financeiros da Zona Euro, particularmente forte até agora em 2025 em alguns ativos, como se pode ver nos dados da balança de pagamentos publicados mensalmente pelo BCE. Com efeito, até julho, as entradas de investimento direto estrangeiro (IDE) e de carteira (rendimento fixo e variável) ascenderam a mais de 560.000 milhões de euros (3,7% do PIB), mais 30% do que no mesmo período do ano anterior e o valor mais elevado desde 2015. Este resultado foi apoiado por uma recuperação dos fluxos de IDE, que no ano até julho ascenderam a 147.000 milhões de euros, depois de os desinvestimentos nesta categoria terem atingido 15.000 milhões de euros no acumulado do ano de 2024 e mais de 350.000 milhões de euros no acumulado do ano de 2023.

As entradas em obrigações e ações, que são muito mais sensíveis no curto prazo às mudanças no sentimento dos investidores, registaram saídas significativas em abril, na sequência do anúncio de tarifas recíprocas no *Liberation Day*, apesar de o interesse pelos ativos da Zona Euro ter recuperado posteriormente. Os fluxos de dívida parecem ser a escolha preferida dos investidores, apesar de um início de ano bastante modesto, com os fluxos estrangeiros nesta categoria a ascenderem a 255.000 milhões de euros no ano até julho, cerca de 20% menos do que no mesmo

1. Ver Obstfeld, M. (junho 2025). «The International Monetary and Financial System: A Fork in the Road». Andrew Crockett Memorial Lecture, Bank for International Settlements, 29 de junho.

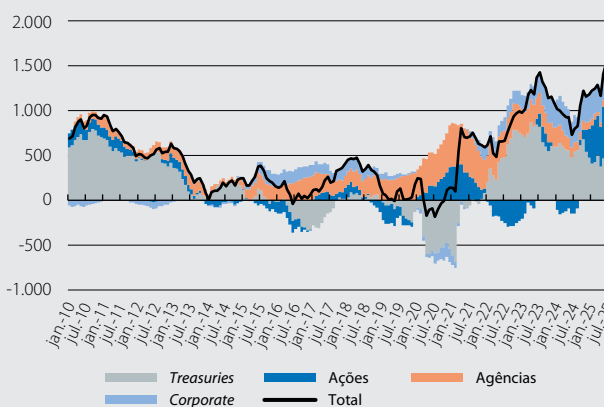
### Zona Euro: entradas de capital estrangeiro (Milhares de milhões de euros)\*



Nota: \* Acumulado de 12 meses.

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

### EUA: entradas de capital estrangeiro (Milhares de milhões de dólares)\*



Nota: \* Acumulado de 12 meses.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Tesouro dos EUA.

período de 2024. Quanto aos fluxos de entrada em ações, com um desempenho muito volátil durante o ano, ascenderam a 162.000 milhões de euros até julho, menos 20% do que no mesmo período do ano anterior.

### Os Estados Unidos e a sua necessidade histórica de poupança externa

Os EUA apresentam tradicionalmente uma situação de défice da balança corrente (superior a 3,0% do PIB, em média, nas duas últimas décadas), gerada por uma poupança insuficiente para satisfazer as necessidades de financiamento (especialmente no setor público), que tem sido financiada por uma entrada significativa de capitais estrangeiros. Não obstante as tarifas visarem reduzir estes desequilíbrios, as perspetivas são de que, pelo menos nos próximos dois anos, o défice da balança corrente se mantenha próximo de 3,0% do PIB. Continua, portanto, a ser vital que o capital estrangeiro continue a entrar na economia dos EUA para financiar este défice.



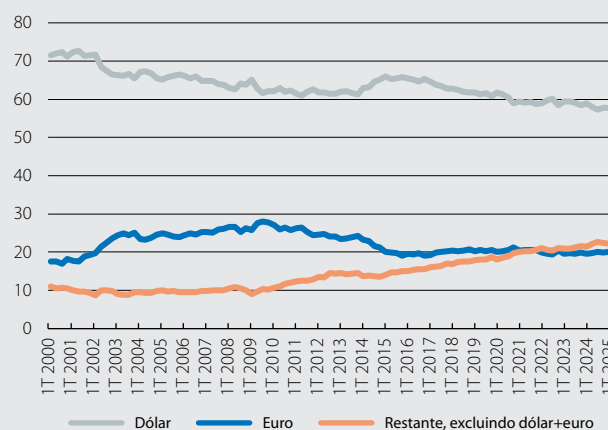
A fim de analisar a evolução dos fluxos de capitais de/para os EUA, utilizamos as estatísticas mensais dos fluxos internacionais de capitais publicadas pelo Tesouro dos EUA. A repartição por instrumento de investimento fornecida pelas estatísticas do Tesouro não é exatamente a mesma fornecida pelo BCE (não há dados para IDE), mas isso não impede uma comparação dos fluxos de investimento para ambas as economias.

Os dados do Tesouro mostram que, embora o aumento da incerteza conduza a saídas de capital significativas (como em abril, na sequência dos anúncios do *Liberation Day*), os ativos financeiros dos EUA não perderam a sua atratividade para os investidores estrangeiros. Efetivamente, no ano até julho, os investidores estrangeiros compraram 878.000 milhões de dólares em ativos financeiros dos EUA, contra 558.000 milhões de dólares no mesmo período do ano passado. Grande parte desta melhoria assenta em fortes entradas para compra de ações: 272.000 milhões de dólares, em comparação com saídas de mais de 37.000 milhões de dólares no mesmo período do ano anterior. No entanto, os *treasuries* continuam a manter a sua atratividade e registaram entradas de 376.000 milhões de dólares até julho, apenas 4,0% abaixo do ano anterior. Importa salientar que este aumento do apetite por ativos financeiros dos EUA é impulsionado por investidores privados (que representam quase 80% de todas as posições), uma vez que os governos e os bancos centrais estão a reduzir significativamente as suas posições de ativos em dólares: até julho, o saldo das entradas de investidores institucionais é praticamente nulo, em comparação com entradas de cerca de 50.000 milhões um ano antes. Este comportamento faz parte de uma tendência observada nos últimos anos e reflete a estratégia seguida por muitos bancos centrais (especialmente nas economias emergentes) de reduzir a sua dependência do dólar, aumentando simultaneamente as suas posições noutras moedas, reforçando assim a sua segurança estratégica.

### Conclusões

As informações mostram a elevada sensibilidade dos fluxos de capitais a uma maior incerteza, o que exige uma prudência especial para garantir que estes movimentos de curto prazo não nos façam perder a perspetiva. Examinando os dados acumulados a 12 meses, que fornecem uma imagem mais precisa das tendências subjacentes, verificou-se uma recuperação substancial das entradas estrangeiras em ativos da Zona Euro desde os seus mínimos no final de 2023, o que ajuda a explicar a forte apreciação do euro: cerca de 20% face ao dólar e mais de 12% em termos nominais efetivos. Contudo, esta maior preferência pelos ativos da Zona Euro não se fez à custa de uma menor procura de ativos financeiros dos EUA, que se encontram em máximos históricos, graças aos investidores privados. Nas últimas duas décadas, os governos e os bancos centrais, especialmente nas economias emergentes, estão a reduzir a sua exposição ao dólar, numa estratégia para diminuir a

### Composição das reservas internacionais (% do total das reservas afetadas do mundo)



Fonte: BPI Research, com base em dados do FMI fornecidos pela Refinitiv.

sua dependência da moeda americana, reforçando assim a sua segurança estratégica e soberania financeira. De tal forma que o dólar, embora continue a ser a moeda dominante, tem vindo a perder peso ao longo das últimas duas décadas: representa atualmente 58% do total das reservas, contra cerca de 72% em 2000. Neste processo de reafetação da carteira para outros ativos, o ouro é o principal beneficiário: em 2024, os bancos centrais compraram ouro por mais do dobro da média anual da década anterior. Neste contexto, e num contexto em que o preço do ouro continua a bater recordes, este representa agora quase 20% do total das reservas oficiais a preços de mercado, quase alcançando o euro, que representa cerca de 20%, uma percentagem que se manteve bastante estável ao longo da última década.<sup>2</sup>

No entanto, vários estudos mostram que as relações geopolíticas estão a tornar-se cada vez mais relevantes nas decisões de investimento e que o aumento das tensões geopolíticas está a levar a uma menor alocação de capital transfronteiriço. Este processo de fragmentação pode levar, a longo prazo, a um sistema financeiro multipolar, no qual o dólar terá de coexistir com outras moedas influentes. Contudo, qualquer mudança na liderança do dólar seria um processo muito gradual, mas deve-se ter em conta estes riscos no atual contexto de reformulação das relações e de potenciais conflitos entre as principais potências.<sup>3</sup>

2. Ver BCE (2025). «The international role of the euro», junho.

3. Ver FMI (2023). «Relatório sobre a Estabilidade Financeira Mundial (GFSR)», capítulo *Geopolitics and Financial Fragmentation: Implications for Macro-Financial Stability*, abril.

**Taxas de juro (%)**

|                                     | 30-setembro | 31-agosto | Variação mensal<br>(p. b.) | Variação acum.<br>em 2025 (p. b.) | Variação homóloga<br>(p. b.) |
|-------------------------------------|-------------|-----------|----------------------------|-----------------------------------|------------------------------|
| <b>Zona Euro</b>                    |             |           |                            |                                   |                              |
| Refi BCE                            | 2,15        | 2,15      | 0                          | -100,0                            | -150,0                       |
| Euribor 3 meses                     | 2,03        | 2,06      | -3                         | -68,2                             | -129,4                       |
| Euribor 12 meses                    | 2,19        | 2,12      | 7                          | -26,7                             | -57,8                        |
| Dívida pública a 1 ano (Alemanha)   | 1,94        | 1,90      | 4                          | -30,1                             | -55,8                        |
| Dívida pública a 2 anos (Alemanha)  | 2,02        | 1,94      | 8                          | -6,3                              | -5,7                         |
| Dívida pública a 10 anos (Alemanha) | 2,71        | 2,72      | -1                         | 34,4                              | 57,8                         |
| Dívida pública a 10 anos (Espanha)  | 3,26        | 3,33      | -7                         | 19,6                              | 33,2                         |
| Dívida pública a 10 anos (Portugal) | 3,12        | 3,18      | -6                         | 26,9                              | 41,6                         |
| <b>EUA</b>                          |             |           |                            |                                   |                              |
| Fed funds (limite inferior)         | 4,00        | 4,25      | -25                        | -25,0                             | -75,0                        |
| SOFR 3 meses                        | 3,98        | 4,17      | -19                        | -32,9                             | -61,7                        |
| Dívida pública a 1 ano              | 3,61        | 3,83      | -22                        | -52,9                             | -30,8                        |
| Dívida pública a 2 anos             | 3,61        | 3,62      | -1                         | -63,3                             | 4,9                          |
| Dívida pública a 10 anos            | 4,15        | 4,23      | -8                         | -41,9                             | 40,0                         |

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

|                               | 30-setembro | 31-agosto | Variação mensal<br>(p. b.) | Variação acum.<br>em 2025 (p. b.) | Variação homóloga<br>(p. b.) |
|-------------------------------|-------------|-----------|----------------------------|-----------------------------------|------------------------------|
| Itraxx Corporativo            | 56          | 55        | 1                          | -1,7                              | -1,6                         |
| Itraxx Financeiro Sénior      | 60          | 59        | 1                          | -3,6                              | -5,6                         |
| Itraxx Financeiro Subordinado | 103         | 101       | 2                          | -9,6                              | -16,0                        |

**Taxas de câmbio**

|                            | 30-setembro | 31-agosto | Variação mensal<br>(%) | Variação acum.<br>em 2025 (%) | Variação homóloga<br>(%) |
|----------------------------|-------------|-----------|------------------------|-------------------------------|--------------------------|
| EUR/USD (dólares por euro) | 1,173       | 1,169     | 0,4                    | 13,3                          | 5,1                      |
| EUR/JPY (ienes por euro)   | 173,530     | 171,860   | 1,0                    | 6,6                           | 9,3                      |
| EUR/GBP (libras por euro)  | 0,873       | 0,866     | 0,8                    | 5,5                           | 4,6                      |
| USD/JPY (ienes por dólar)  | 147,900     | 147,050   | 0,6                    | -5,9                          | 4,0                      |

**Matérias-primas**

|                               | 30-setembro | 31-agosto | Variação mensal<br>(%) | Variação acum.<br>em 2025 (%) | Variação homóloga<br>(%) |
|-------------------------------|-------------|-----------|------------------------|-------------------------------|--------------------------|
| Índice CRB de matérias primas | 545,9       | 554,9     | -1,6                   | 1,7                           | 1,4                      |
| Brent (\$/barril)             | 67,0        | 68,1      | -1,6                   | -10,2                         | -6,9                     |
| Ouro (\$/onça)                | 3.859,0     | 3.448,0   | 11,9                   | 47,0                          | 45,2                     |

**Mercado acionista**

|                          | 30-setembro | 31-agosto | Variação mensal<br>(%) | Variação acum.<br>em 2025 (%) | Variação homóloga<br>(%) |
|--------------------------|-------------|-----------|------------------------|-------------------------------|--------------------------|
| S&P 500 (EUA)            | 6.688,5     | 6.460,3   | 3,5                    | 13,7                          | 16,6                     |
| Eurostoxx 50 (Zona Euro) | 5.530,0     | 5.351,7   | 3,3                    | 12,9                          | 9,1                      |
| Ibex 35 (Espanha)        | 15.475,0    | 14.935,8  | 3,6                    | 33,5                          | 29,3                     |
| PSI 20 (Portugal)        | 7.957,6     | 7.760,1   | 2,5                    | 24,8                          | 16,9                     |
| Nikkei 225 (Japão)       | 44.932,6    | 42.718,5  | 5,2                    | 12,6                          | 12,8                     |
| MSCI emergentes          | 1.346,1     | 1.258,4   | 7,0                    | 25,2                          | 14,6                     |

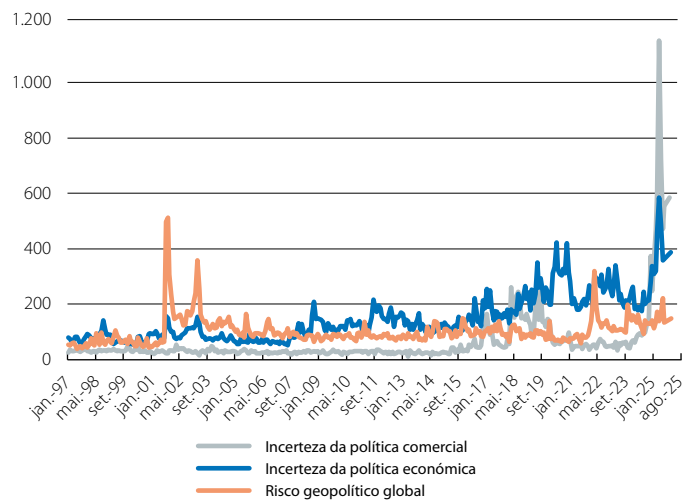
## Resiliência e desafios na economia global

A economia global resiste de forma admirável, apesar de toda a incerteza associada à política tarifária de Trump. O índice de atividade empresarial PMI situou-se em 52,4 pontos em setembro (50 é o limiar para um crescimento positivo) e atingiu o nível mais elevado do ano em julho, agosto e setembro no seu conjunto. O bom desempenho explica-se pela melhoria dos serviços e da indústria transformadora. No conjunto do 3T, os dados das principais economias internacionais registaram alguma melhoria, justificando que a OCDE tenha revisto em alta, em 0,3 p. p., a sua previsão de crescimento mundial para 2025, para 3,2%. Contudo, subsistem riscos para a economia mundial, sendo as relações comerciais um dos principais desafios. Embora os acordos do verão tenham deixado as «regras do jogo» mais ou menos definidas e reduzam consideravelmente o risco dos cenários mais adversos, a incerteza não se dissipou e não se podem excluir novas alterações da posição dos EUA, o que explica que os índices de incerteza comercial permaneçam muito elevados.

A Zona Euro fecha o 3T com taxas de crescimento novamente muito modestas. Na sequência de um 2T em que o crescimento foi de apenas 0,1% em cadeia, refletindo quedas na Alemanha e na Itália (-0,3% e -0,1%, respetivamente) e com a França a crescer apenas devido à acumulação de existências, os indicadores disponíveis para o 3T não antecipam uma recuperação significativa do crescimento na Zona Euro. Por conseguinte, o índice de atividade empresarial PMI subiu 0,2 pontos em setembro para 51,2, um máximo de 16 meses, mas pouco acima do limiar de 50, que marca um crescimento positivo, com uma média para o 3T de 51,0, em comparação com 50,4 no 2T. Entre as principais economias, observam-se também algumas divergências. A Alemanha terminou o 3T com um tom ligeiramente mais forte (o PMI subiu em setembro para 52,0), mas a fraqueza nas componentes de encomendas diminuiu o otimismo, como é evidente na descida em setembro do índice de confiança empresarial Ifo (para 87,7, sendo 100 o limiar de referência). Não obstante um importante plano de infraestruturas, que ainda não começou a ser executado, o ambiente empresarial é pouco favorável, o que explica a prudência em relação à economia alemã a curto prazo. Entretanto, em França, a atividade económica é condicionada pela sua frágil situação política e o PMI caiu em setembro mais de 1 ponto, para 48,1, perfazendo uma série de 13 meses consecutivos abaixo do limiar dos 50. O facto de não haver apoio para aprovar o novo orçamento levou à demissão do Primeiro-Ministro Lecornu, apenas um mês após a sua nomeação, o que reitera o clima de incerteza política e dificulta as medidas para reduzir o défice orçamental dos 5,6% do PIB previstos para este ano.

Perante este cenário, a inflação mantém-se globalmente estável em torno do objetivo do BCE: em setembro, a inflação global situou-se em 2,2%, com a inflação subjacente a situar-se em 2,3% pelo quinto mês consecutivo. Além disso, as expectativas de inflação dos agentes permanecem bastante contidas: a despeito do aumento das tarifas, em setembro, os empregadores da indústria transformadora, do comércio a retalho e dos setores dos serviços ainda não tencionam aumentar substancialmente os seus preços de venda, e os consumidores também estão confiantes de que os preços permanecerão relativamente estáveis.

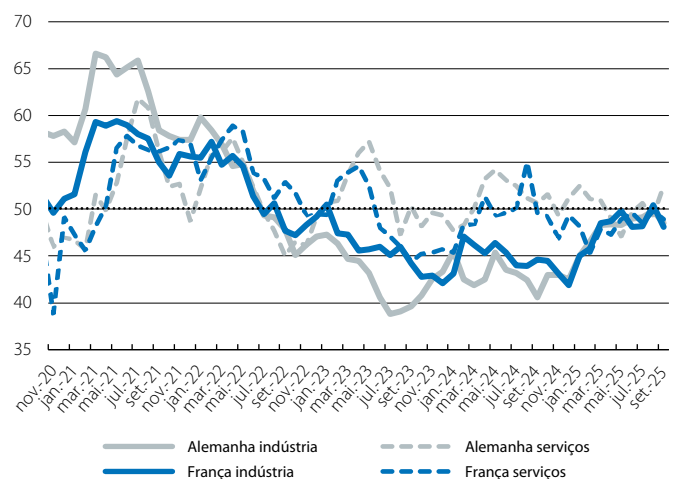
### Incerteza Índice



Fonte: BPI Research, com base em dados de [www.policyuncertainty.com](http://www.policyuncertainty.com).

### Zona Euro: PMI por componentes

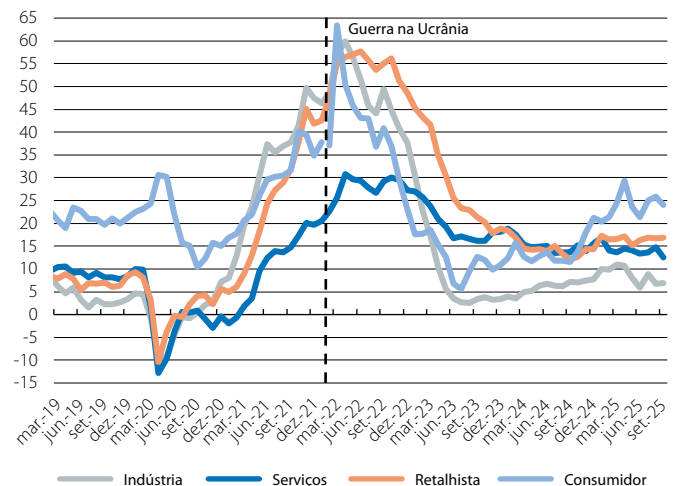
Índice (>50 expansão; <50 contração)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da S&P Global PMI.

### Zona Euro: expetativas de preço

(Balanço de respostas)



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

**Os EUA continuam a surpreender pelo seu dinamismo, embora o mercado de trabalho esteja a arrefecer.** A economia dos EUA continua a mostrar poucos indícios do impacto do aumento das tarifas. A revisão final do PIB mostra um crescimento para o 2T de 0,95% em cadeia, em comparação com os 0,8% inicialmente publicados, graças a um consumo privado que se mantém robusto (+0,6%), apoiado por um investimento em capital fixo muito dinâmico (1,1%), devido a investimentos mais elevados relacionados com as novas tecnologias e a IA (equipamento informático +2,8% e *software* +6,1%). Além disso, os últimos dados também apontam para um 3T forte. Com efeito, em agosto, o consumo privado continuou a puxar (as vendas a retalho voltaram a aumentar 0,6% em termos homólogos) e a produção industrial manteve a sua dinâmica. Em suma, os *trackers* do PIB da Fed de Nova Iorque e da Fed de Atlanta indicam que o PIB terá avançado 0,6%-0,9% em cadeia no 3T.

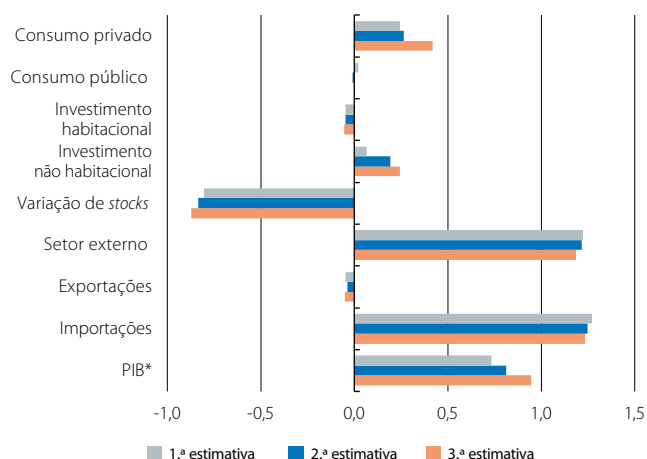
No contexto do dinamismo económico, **a inflação continua a mostrar alguma relutância em descer**: em agosto, a inflação global subiu 0,2 p. p. para 2,9%, com a inflação subjacente a subir apenas 0,1 p. p. para 3,1%. Embora estes valores permaneçam acima do valor de referência de 2%, os dados sugerem um impacto modesto das tarifas até agora, possivelmente porque as empresas estão a absorver grande parte dos aumentos de custos que induzem. Contudo, os últimos dados sobre o mercado de trabalho começam a mostrar sinais de esgotamento. Na revisão anual das estatísticas, o número de postos de trabalho no período de abril de 2024 a março de 2025 é inferior em quase 911.000 ao inicialmente previsto, tendo sido criados apenas 22.000 postos de trabalho em agosto, comparativamente a uma média de mais de 100.000 postos de trabalho nos primeiros quatro meses do ano, com a taxa de desemprego a subir de 3,5% no início do ano para 4,3%.

**À data da publicação deste relatório, o Governo federal dos EUA enfrenta uma paralisação (*shutdown*)** devido à falta de acordo entre republicanos e democratas para aprovar o orçamento (o principal ponto de discórdia são os cortes nas despesas de saúde), a primeira em sete anos. Tal implica que todos os serviços não essenciais sejam suspensos enquanto se aguarda um novo orçamento. O impacto no crescimento dependerá do tempo que durar, mas os dados históricos sugerem que é geralmente bastante reduzida, especialmente porque muitas das perdas causadas pelo encerramento são recuperadas após a reabertura. Efetivamente, a paralisação parcial do Governo durante cinco semanas em 2018-2019, a mais longa da história dos EUA, custou ao Gabinete do Orçamento cerca de 11.000 milhões de dólares (apenas 0,05% do PIB), perdas que foram recuperadas em quase 75% quando o Governo retomou as operações normais.

**A procura interna da China continua fraca.** O volume de vendas a retalho cresceu 3,4% em termos homólogos, em comparação com uma média de 5,4% no 2T. Esta perda de dinamismo manter-se-á nos próximos meses: As despesas das famílias serão afetadas pelo esgotamento do efeito dos incentivos fiscais, que estimularam a compra de bens duradouros no início do ano. A produção industrial manteve taxas de crescimento resilientes de 5,2% em termos homólogos, embora 1 p. p. abaixo da média do 2T, e enfrenta agora o desafio de um ambiente externo mais exigente. Com efeito, em agosto, as exportações chinesas cresceram 4,8% em termos anuais (em comparação com um aumento de 7,4% em termos anuais no 2T), influenciadas por uma quebra de quase 33% em termos anuais nas exportações para os EUA.

## EUA: componentes do PIB no 2T 2025\*

Contribuição para o crescimento em cadeia sem anualização (p. p.)

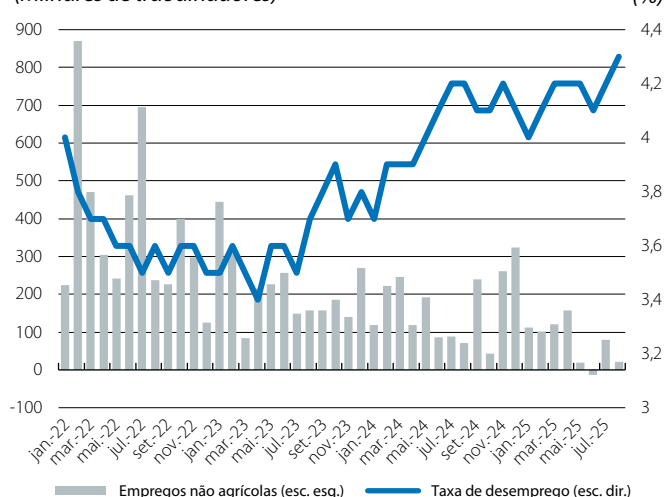


Nota: \* Variação em cadeia não anualizada (%).

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Bureau of Economic Analysis.

## EUA: mercado de trabalho

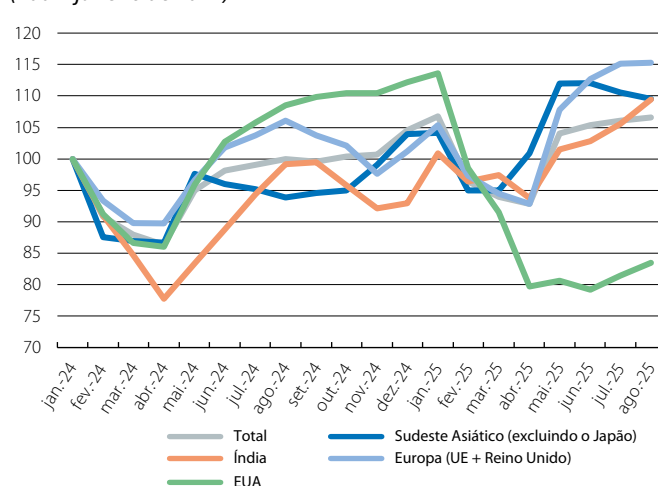
(Milhares de trabalhadores)



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

## China: exportações de bens\*

(100 = janeiro de 2024)



Nota: \* Média de 3 meses.

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

## A dimensão das empresas e as disparidades de produtividade na UE

Em maio, a Comissão Europeia propôs a definição de uma nova categoria de empresas em função da sua dimensão, as chamadas *small mid-caps*. Trata-se de empresas que, com 250 a 750 trabalhadores e um volume de negócios anual entre 50 e 150 milhões de euros, se situam na transição entre as médias e as grandes empresas. Pretende-se que beneficiem de uma regulamentação mais proporcionada que facilite o salto de escala no tecido produtivo europeu, uma ideia que o relatório Draghi sublinhou para recuperar a competitividade à escala mundial. A menor dimensão das empresas é particularmente acentuada em alguns países da UE, como a Grécia, a Itália, Portugal e Espanha. No presente artigo, centramo-nos na forma como este diferencial pode afetar as disparidades de produtividade, com as quais a dimensão da empresa está positivamente relacionada.

### A associação positiva entre dimensão e produtividade

As diferenças de produtividade entre países podem decorrer quer de divergências nas condições gerais de eficiência de uma economia – como o quadro institucional ou jurídico – quer de estruturas de produção com características diferentes, quer a nível setorial quer a nível das empresas.<sup>1</sup> Mediante uma simples decomposição estatística, podemos aproximar a contribuição de cada um destes elementos para as diferenças de produtividade entre os países europeus e com a UE no seu conjunto (ver o primeiro gráfico).<sup>2</sup> É assim que, por exemplo, entre as quatro grandes economias, a Alemanha e a França apresentam uma caracterização semelhante: a sua produtividade por pessoa empregada<sup>3</sup> excede a média europeia em virtude de uma distribuição concentrada em empresas de maior dimensão do que no resto da UE, o que está associado a uma maior produtividade (ver segundo gráfico).<sup>4</sup>

1. Ver, entre outras referências: Bartelsman, E. J. e Doms, M. (2000), «Understanding productivity: Lessons from longitudinal microdata»; Melitz, M. J. (2003), «The impact of trade on intra-industry reallocations and aggregate industry productivity»; e Restuccia, D. e Rogerson, R. (2017), «The causes and costs of misallocation».

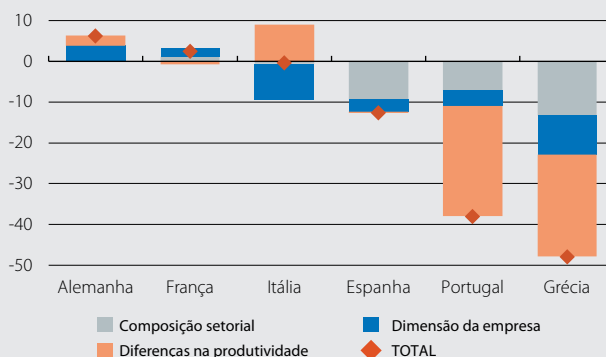
2. A produtividade de um país pode traduzir-se pela média da produtividade em cada par setor-empresa, ponderada pelo número de trabalhadores desse par. Por conseguinte, a diferença de produtividade entre dois países pode ser decomposta na contribuição das diferenças em: i) a percentagem de emprego por dimensão de empresa dentro de um setor, (ii) a percentagem de emprego por setor e (iii) o nível de produtividade para cada par setor/dimensão de empresa. A formulação completa pode ser encontrada no capítulo 7.2 em Bauer, P. et al. (2020), «Productivity in Europe: Trends and drivers in a service-based economy».

3. Conforme a definição do Eurostat, o número de pessoas empregadas numa empresa inclui os trabalhadores por conta de outrem, os proprietários e sócios ativos e os trabalhadores familiares não remunerados.

4. A discussão sobre a relação de causalidade entre a dimensão da empresa e a produtividade não está encerrada e é possível encontrar referências em ambos os sentidos. Assim, por exemplo, o estudo de Moral-Benito, E. (2016), «Growing by learning: firm-level evidence on the size-productivity nexus» defende, em Espanha, que o baixo crescimento da produtividade está na origem de uma distribuição enviesada para as empresas mais pequenas e não vice-versa.

### Produtividade por pessoa empregada em comparação com a UE em 2022

Decomposição de fatores (%)

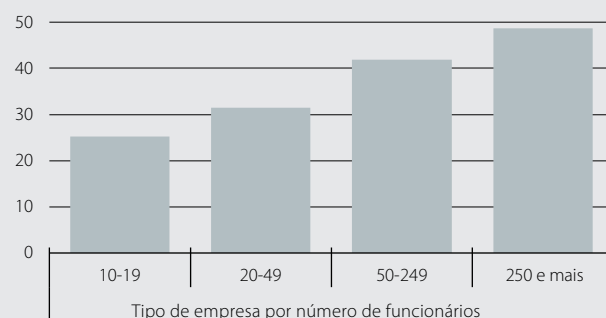


**Notas:** Dados em euros ajustados à paridade do poder de compra. Cálculo com base em 16 secções da CNAE (total da economia menos agricultura e administração pública).

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

### Diferencial de produtividade em relação às microempresas

(%)



**Notas:** As microempresas têm menos de 10 trabalhadores. Coeficientes obtidos a partir de uma regressão linear do logaritmo da produtividade 2022 por empregado em euros ajustados à paridade do poder de compra, utilizando variáveis categóricas de país, setor e tipo de empresa por dimensão.

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

Em contrapartida, este fator tem uma contribuição negativa em Espanha e, sobretudo, em Itália. Quanto ao caso espanhol, a composição setorial é igualmente desfavorável, enquanto em Itália o maior peso das empresas mais pequenas (e menos produtivas) é compensado por níveis de produtividade globalmente mais elevados do que na UE. Entre os restantes Estados-Membros, destacam-se Portugal e a Grécia, onde as três componentes – estrutura setorial, dimensão das empresas e eficiência global – contribuem significativamente para explicar uma produtividade significativamente inferior à média europeia.

### As grandes empresas e as indústrias transformadoras são fundamentais para a inovação

Um critério habitual para medir a dimensão das empresas é o rácio entre o número de pessoas empregadas e o número total de empresas. No entanto, esta métrica introduz um enviesamento considerável quando a presença de trabalha-



dores por conta própria ou de microempresas no tecido produtivo é grande e se concentra na parte inferior da distribuição. Como alternativa, coerente com a anterior decomposição da produtividade, pode calcular-se a dimensão média ponderada pela percentagem de pessoas empregadas em cada categoria, o que nos aproxima mais da capacidade produtiva real da economia. Por exemplo, se uma economia tiver 100 empresas com um trabalhador e uma empresa com 100 trabalhadores, a primeira terá uma dimensão média de 1,98 e a segunda de 50,5; uma diferença substancial.

Em relação aos países acima analisados, a dimensão média ponderada das empresas em França é a mais elevada, com 750 trabalhadores, seguida a alguma distância pela Alemanha, com 530, e pela Espanha, com 400, enquanto não ultrapassa os 300 em Itália e Portugal; A Grécia fecha com menos de 150 (ver terceiro gráfico). Também são notórias as diferenças por setor, com os serviços administrativos e auxiliares, as atividades de transporte e logística e os serviços de informação e comunicação a serem significativamente maiores do que a média, enquanto a dimensão é geralmente menor na construção, hotéis e restaurantes e atividades profissionais e técnicas.<sup>5</sup> Relativamente à dispersão entre países dentro de um mesmo setor, as maiores diferenças verificam-se nos setores da indústria transformadora e dos serviços de transporte, sendo a dimensão média na Alemanha e em França mais do dobro dos registos nos outros Estados-Membros considerados. Em tais casos, parece que a maior dimensão destas economias permitiria explorar a importância da escala em ambos os setores.

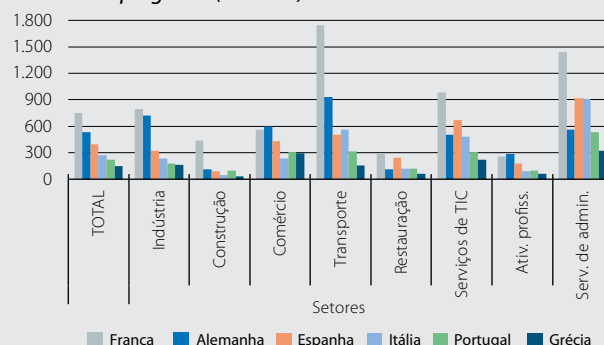
No caso da indústria transformadora, além da associação positiva entre dimensão e produtividade acima referida, a divergência na dimensão das empresas tem também uma leitura em termos de inovação e progresso tecnológico para a economia no seu conjunto. Desta forma, a percentagem do valor acrescentado das empresas consagrada às despesas de I&D varia substancialmente em função da sua dimensão, observando-se os maiores saltos entre os segmentos das micro e pequenas empresas, bem como entre os segmentos das médias e grandes empresas (ver o quarto gráfico). No conjunto da UE, as empresas de maior dimensão são responsáveis por dois terços da despesa em I&D, com cerca de 80% do financiamento proveniente do próprio setor empresarial e com as atividades transformadoras como o principal setor investidor (60% na UE e mais de 80% na Alemanha).

### À procura de bom equipamento de escalada

A associação positiva entre dimensão das empresas e produtividade apoiaria a redução da carga regulamentar pro

### Dimensão média ponderada das empresas por setor em 2023

Pessoas empregadas (número)

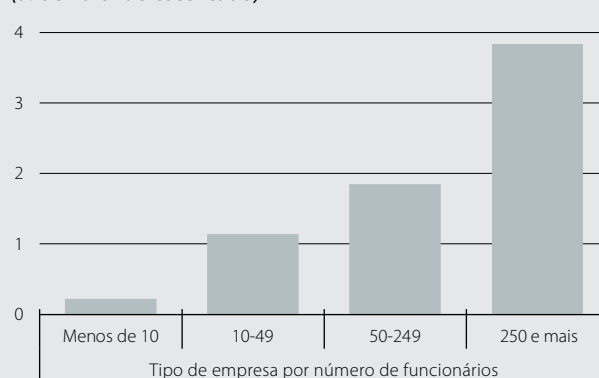


**Notas:** Dimensão média ponderada pela percentagem de pessoas empregadas em cada tipo de empresa de um setor. Cinco tipos de empresas: menos de 10 funcionários, 10 a 19, 20 a 49, 50 a 249 e 250 ou mais. Os setores correspondem às secções da NACE. O total da economia exclui a agricultura e as administrações públicas.

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

### UE: despesas de I&D por dimensão da empresa em 2021

(% do valor acrescentado)



**Nota:** Cálculo agregado para os 27 países membros.

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

posta em maio pela Comissão Europeia para facilitar o salto de escala no tecido produtivo, atenuando o efeito discreto que a regulamentação tem em função da dimensão da empresa.<sup>6</sup> Independentemente deste elemento, e tendo em conta as grandes diferenças que persistem entre os Estados-Membros e para a UE no seu conjunto em relação aos EUA, esta etapa deve ser complementada por um conjunto adicional de medidas a nível nacional e comunitário. Nesse sentido, entre os fatores que condicionam a distribuição das empresas por dimensão, tem sido apontado o papel significativo desempenhado pelo quadro institucional, sendo a eficiência judicial e governamental um fator particularmente favorável ao aumento da dimensão das empresas, sobretudo nas atividades inovadoras e de capital intensivo.<sup>7</sup>

5. Para diferenças na dimensão média das empresas por setor, ver Berlingieri, G., Calligaris, S. e Criscuolo, C. (2018). «The productivity-wage premium: Does size still matter in a service economy?», AEA Papers and Proceedings.

6. Véase Guner, N., Ventura, G. e Xu, Y. (2008). «Macroeconomic implications of size-dependent policies», Review of Economic Dynamics, volume 11, capítulo 4.

7. Ver Kumar, K. B., Rajan, R. G. e Zingales, L. (1999). «What determines firm size?», NBR, Working Paper 7208.

Assim, os países com maior peso de pequenas empresas têm piores indicadores em aspetos como a qualidade da regulamentação ou a proteção dos direitos de propriedade.<sup>8</sup> No que respeita à UE, seguindo o caminho traçado pelos relatórios Letta e Draghi, o Compasso da Competitividade apresentado em janeiro pela Comissão tem entre as suas principais prioridades avançar para uma maior integração do mercado único, incluindo os mercados de capi-

tais.<sup>9</sup> Eliminando os obstáculos que condicionam a sua fragmentação, favorece a atividade transfronteiriça das empresas europeias e facilita um salto de escala que é crucial para alguns setores competirem a nível mundial. A este elemento acresce o debate já iniciado na UE sobre uma possível revisão das regras de concorrência, em que a discussão política procurará um difícil equilíbrio entre eficiência e bem-estar.

8. Bauer, P. *et al.* (2020), «Productivity in Europe: Trends and drivers in a service-based economy», incluem, no capítulo 7.2, uma análise com múltiplas variáveis institucionais e diferentes definições de dimensão da empresa.

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

## O turismo europeu após a pandemia: recuperação desigual e novos desafios

O setor do turismo foi um dos setores mais afetados a nível mundial pela pandemia de COVID-19. Com efeito, atualmente, um bom número de países ainda não recuperou o afluxo de visitantes internacionais que teve em 2019, principalmente na região da Ásia-Pacífico. Perante este contexto difícil, o desempenho agregado da procura turística na UE melhorou, embora com uma heterogeneidade acentuada, em que a reativação das economias da zona mediterrânica se destaca face a uma procura menos favorável nos países de Leste. Neste focus, analisamos os recentes desenvolvimentos e desafios de um setor tão importante para a economia europeia.<sup>1</sup>

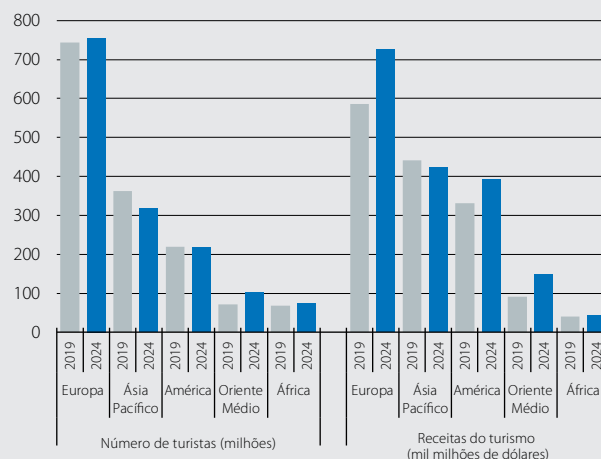
### A procura internacional ultrapassa o turismo doméstico numa corrida de obstáculos

Em 2024, o número de turistas internacionais recuperou os níveis registados antes da pandemia de COVID-19 (perto de 1.500 milhões em 2019, segundo a Organização Mundial do Turismo). No entanto, por região, o panorama é mais heterogéneo, com a Ásia-Pacífico ainda 12% abaixo dos níveis de 2019, enquanto o Médio Oriente se destaca com um valor 40% superior, beneficiando da sua crescente oferta de eventos empresariais e desportivos (ver primeiro gráfico). Em relação à Europa, o número de turistas internacionais no ano passado foi superior em 12 milhões ao de 2019 e regista um aumento acumulado de receitas próximo dos 25%, embora este último seja nominal e se explique em grande medida pela inflação registada neste período.

O segmento do turismo internacional foi o mais afetado em 2020 e 2021 pelas restrições de mobilidade. Na UE, tanto o número de pessoas como o número de dormidas em estabelecimentos turísticos por estrangeiros sofreram um colapso de 70% em comparação com 2019, e só recuperaram os níveis pré-pandémicos em 2023, à medida que a procura em mercados relevantes como a China finalmente normalizou (ver segundo gráfico). Não obstante, o seu renascimento não tem sido isento de obstáculos, como a guerra na Ucrânia, o aumento do custo das viagens aéreas e dos serviços de hotelaria e, mais recentemente, a perturbação dos voos causada pela tensão no Médio Oriente e o aumento da incerteza mundial. Comparativamente, a procura interna caiu 30-40% e, em 2022, tinha recuperado os níveis anteriores à pandemia, apesar de, desde então, ter apresentado um crescimento

1. Segundo os dados e a metodologia do Conselho Mundial de Viagens e Turismo, estima-se que o setor do turismo seja responsável por cerca de 10% do PIB europeu e por cerca de 25 milhões de empregos. Este valor inclui os efeitos diretos, indiretos e induzidos.

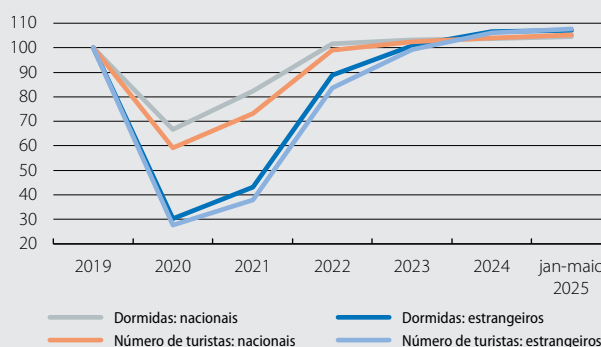
### Turismo internacional por região de destino



Fonte: BPI Research, com base em dados da Organização Mundial do Turismo.

### Alojamento em estabelecimentos turísticos da UE

Índice (100 = 2019)



Nota: Os dados relativos ao período de janeiro a maio de 2025 são calculados aplicando a variação média anual desses meses aos dados anuais de 2024. Os estabelecimentos turísticos incluem hotéis, apartamentos e parques de campismo.

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

moderado num contexto em que a perda acumulada de poder de compra das famílias europeias só recentemente começou a ser corrigida.

### Além do caso espanhol: a zona mediterrânica lidera a dinamização do turismo europeu

Os valores agregados para a UE escondem uma heterogeneidade notável no grau de recuperação da procura turística internacional por Estado-Membro. Consequentemente, embora um grande grupo apresente um aumento significativo das dormidas de estrangeiros em comparação com os níveis de 2019 (incluindo a maioria dos países da região do Mediterrâneo), alguns ainda estavam longe dos níveis pré-pandémicos em 2024, especialmente a Bulgária e as repúblicas bálticas, com uma elevada depen-

dência histórica do mercado russo (ver terceiro gráfico). Entre as grandes economias da UE, a recuperação destacou-se no caso da Espanha (15% a mais de dormidas de estrangeiros no último ano em relação a 2019)<sup>2</sup> e da Itália (12%), ambas se destacando pelo dinamismo no contexto global do setor, enquanto o avanço foi bem mais contido na França e ainda não se completou no caso da Alemanha.

O relançamento do turismo internacional na região mediterrânica teve um impacto macroeconómico significativo nos últimos anos e foi fundamental para repor o PIB nos níveis anteriores à pandemia, contribuindo para a criação de emprego e para a melhoria da balança corrente. Em 2023 e 2024, para o conjunto destes países, o seu excedente externo tradicional para os serviços de turismo foi superior a 2% do PIB e ultrapassou o recorde de 2019 (ver quarto gráfico). Já o outro grupo que apresentava um saldo positivo antes da pandemia – no qual se destacam a Áustria, a Hungria e a Polónia em termos de volume – registou no ano passado exportações líquidas de turismo equivalentes a 0,8% do PIB, metade do que era em 2019.

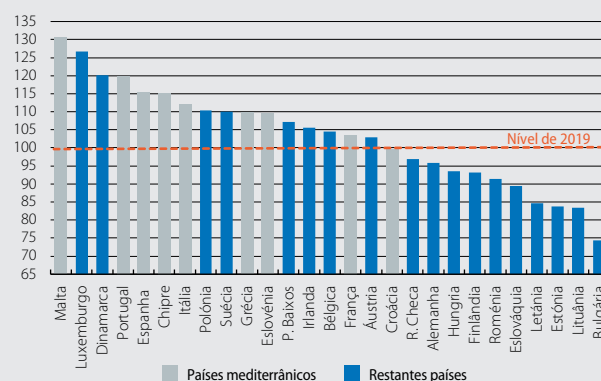
### E agora? Uma nova era para o turismo europeu

A Organização Mundial do Turismo prevê um aumento do número de turistas internacionais até 2025 entre 3% e 5%,<sup>3</sup> sendo que as perspetivas a médio prazo são igualmente favoráveis e continuam a ser apoiadas por uma combinação de uma elevada elasticidade da procura face aos rendimentos das famílias e pela expansão das classes médias nos países emergentes.<sup>4</sup> A concretização deste cenário dependerá, em grande medida, da moderação da intensidade da atual incerteza económica e geopolítica mundial, estando ainda por ver como a escalada de preços dos últimos anos é compensada por uma preferência crescente dos consumidores pelo lazer e pelas viagens em particular.

Na UE, o setor do turismo está a sair dos anos de recuperação pós-pandemia com um saldo geralmente positivo e parece estar preparado para tirar partido das boas perspetivas da procura global. Contudo, o panorama não é homogêneo nem isento de desafios. As necessidades específicas de cada país tornaram-se mais variadas em comparação com as soluções globais propostas em 2020, tendo em conta os efeitos da COVID-19. As discussões atuais abrangem um vasto espectro, desde as dúvidas sobre a sustentabilidade da procura atual, onde esta cresceu mais nos últimos anos ou está mais exposta aos rigores das alterações climáticas, até às zonas abaladas pelo

### Dormidas de estrangeiros em estabelecimentos turísticos por países da UE

(% de 2019)

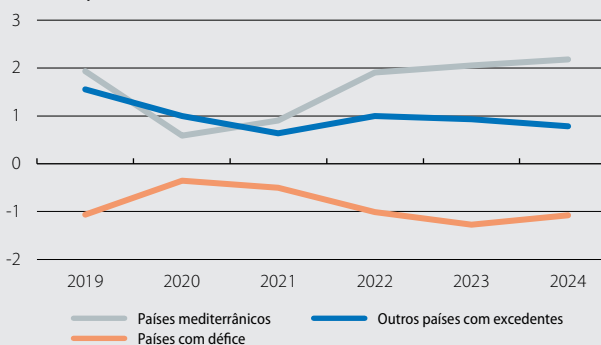


**Notas:** Dados dos últimos 12 meses até maio de 2025 em percentagem do valor de 2019. Os estabelecimentos turísticos incluem hotéis, apartamentos e parques de campismo.

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

### Balança de pagamentos dos serviços de turismo na UE

Saldo líquido (% do PIB)



**Notas:** Os países mediterrânicos incluem Chipre, Croácia, Eslovénia, Espanha, França, Grécia, Itália, Malta e Portugal. Outros países excedentários incluem a Áustria, a Bulgária, a República Checa, a Eslováquia, a Estónia, a Hungria, a Letónia, o Luxemburgo e a Polónia. Os países com défices incluem a Alemanha, a Bélgica, a Dinamarca, a Finlândia, a Irlanda, a Lituânia, os Países Baixos, a Roménia e Suécia.

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

conflito na Ucrânia ou aos destinos com uma oferta turística mais vulnerável à concorrência global.

Para transformar o modelo turístico de modo a manter a sua competitividade, a Comissão Europeia apresentará nos próximos meses a Estratégia de Turismo Sustentável, que incluirá, entre outras prioridades, a dessazonalização da procura, a diversificação dos destinos, a melhoria da qualidade do emprego e o aumento da utilização de dados (IA) para a gestão do turismo. Juntar-se-á assim a outras iniciativas que procuram responder aos desafios do setor, como os objetivos de redução das emissões para os transportes ou os requisitos de certificação ambiental para os alojamentos incluídos no Pacto Ecológico Europeu, a harmonização regulamentar para os alugueres de curta duração aprovada em 2024 ou a entrada em vigor de uma nova autorização de entrada digital no final de 2026 para reforçar a segurança das fronteiras.

2. Uma panorâmica detalhada das tendências do setor turístico em Espanha pode ser consultada no *Relatório Setorial do Turismo* que o CaixaBank Research publica semestralmente.

3. Consultar o Barómetro do Turismo Mundial publicado em maio deste ano.

4. Ver artigo «O que nos dizem as elasticidades da procura turística internacional sobre o crescimento do setor do turismo em Espanha?» no *Relatório do Setor de Turismo* do 15/2025.

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 | 07/25 | 08/25 | 09/25 |
|--------------------------------------------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Atividade</b>                           |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| PIB real                                   | 2,9   | 2,8   | 2,8     | 2,4     | 2,0     | 2,1     | –     | –     | –     |
| Vendas a retalho (sem carros nem gasolina) | 5,2   | 3,4   | 3,5     | 4,1     | 4,8     | 4,9     | 4,6   | 5,4   | ...   |
| Confiança do consumidor (valor)            | 105,4 | 104,5 | 102,2   | 110,6   | 99,8    | 93,1    | 98,7  | 97,8  | 94,2  |
| Produção industrial                        | 0,2   | –0,3  | –0,4    | –0,3    | 1,2     | 0,9     | 1,3   | 0,9   | ...   |
| Índice atividade industrial (ISM) (valor)  | 47,1  | 48,2  | 47,3    | 48,2    | 50,1    | 48,7    | 48,0  | 48,7  | 49,1  |
| Habitacões iniciadas (milhares)            | 1.421 | 1.371 | 1.338   | 1.387   | 1.401   | 1.354   | 1.429 | 1.307 | ...   |
| 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     | 4,2   | 4,3   | ...   |
| Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)         | 60,3  | 60,1  | 60,0    | 59,9    | 60,0    | 59,8    | 59,6  | 59,6  | ...   |
| Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)     | –3,0  | –2,8  | –2,9    | –3,0    | –3,5    | –3,6    | –3,5  | ...   | ...   |
| <b>Preços</b>                              |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Taxa de inflação global                    | 4,1   | 3,0   | 2,6     | 2,7     | 2,7     | 2,4     | 2,7   | 2,9   | ...   |
| Taxa de inflação subjacente                | 4,8   | 3,4   | 3,2     | 3,3     | 3,1     | 2,8     | 3,1   | 3,1   | ...   |

## JAPÃO

|                                               | 2023 | 2024 | 3T 2024 | 4T 2024 | 1T 2025 | 2T 2025 | 07/25 | 08/25 | 09/25 |
|-----------------------------------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Atividade</b>                              |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| PIB real                                      | 1,2  | 0,1  | 0,8     | 1,2     | 1,7     | 1,7     | –     | –     | –     |
| Confiança do consumidor (valor)               | 35,1 | 37,2 | 36,9    | 36,1    | 34,7    | 32,8    | 33,7  | 34,9  | 35,3  |
| Produção industrial                           | –1,4 | –3,0 | –1,8    | –2,5    | 2,5     | 0,8     | –0,4  | 0,4   | ...   |
| 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     | 2,3   | ...   | ...   |
| Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)        | –3,0 | –1,1 | –1,1    | –1,0    | –0,9    | –0,7    | –0,6  | ...   | ...   |
| <b>Preços</b>                                 |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Taxa de inflação global                       | 3,3  | 2,7  | 2,8     | 2,9     | 3,8     | 3,4     | 3,0   | 2,7   | ...   |
| Taxa de inflação subjacente                   | 3,9  | 2,4  | 2,0     | 2,3     | 2,7     | 3,2     | 3,4   | 3,3   | ...   |

## CHINA

|                                         | 2023 | 2024 | 3T 2024 | 4T 2024 | 1T 2025 | 2T 2025 | 07/25 | 08/25 | 09/25 |
|-----------------------------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Atividade</b>                        |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| 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     | 3,7   | 3,4   | ...   |
| Produção industrial                     | 4,6  | 5,6  | 5,0     | 5,6     | 6,8     | 6,2     | 5,7   | 5,2   | ...   |
| PMI indústrias (oficial)                | 49,9 | 49,8 | 49,4    | 50,2    | 49,9    | 49,4    | 49,3  | 49,4  | 49,8  |
| <b>Setor externo</b>                    |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Balança comercial <sup>1,2</sup>        | 865  | 997  | 898     | 997     | 1.086   | 1.146   | 1.159 | 1.169 | ...   |
| Exportações                             | –5,1 | 4,6  | 5,4     | 10,0    | 5,7     | 6,0     | 7,1   | 4,3   | ...   |
| Importações                             | –5,5 | 1,0  | 2,1     | –1,8    | –6,9    | –0,9    | 4,1   | 1,3   | ...   |
| <b>Preços</b>                           |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Taxa de inflação global                 | 0,2  | 0,2  | 0,5     | 0,2     | –0,1    | 0,0     | 0,0   | –0,4  | ...   |
| Taxa de juro de referência <sup>3</sup> | 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   | 7,1   |

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

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



## ZONA EURO

## Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

|                                                  | 2023  | 2024  | 3T 2024 | 4T 2024 | 1T 2025 | 2T 2025 | 07/25 | 08/25 | 09/25 |
|--------------------------------------------------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Vendas a retalho ( <i>variação homóloga</i> )    | -1,9  | 1,2   | 2,1     | 2,2     | 2,0     | 2,7     | 2,2   | ...   | ...   |
| Produção industrial ( <i>variação homóloga</i> ) | -1,6  | -3,0  | -1,8    | -1,6    | 1,5     | 1,4     | 1,8   | ...   | ...   |
| Confiança do consumidor                          | -17,4 | -14,0 | -13,0   | -13,5   | -14,1   | -15,7   | -14,7 | -15,5 | -14,9 |
| Sentimento económico                             | 96,2  | 95,7  | 96,0    | 95,1    | 95,5    | 94,4    | 95,8  | 95,3  | 95,5  |
| PMI indústrias                                   | 45,0  | 45,9  | 45,5    | 45,4    | 47,6    | 49,3    | 49,8  | 50,7  | 49,8  |
| PMI serviços                                     | 51,2  | 51,5  | 52,1    | 50,9    | 51,0    | 50,1    | 51,0  | 50,5  | 51,3  |
| <b>Mercado de trabalho</b>                       |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Emprego (pessoas) ( <i>variação homóloga</i> )   | 1,4   | 1,2   | 1,0     | 0,8     | 0,7     | 0,6     | -     | -     | -     |
| <b>Taxa de desemprego</b> (% pop. ativa)         | 6,6   | 6,4   | 6,3     | 6,3     | 6,3     | 6,3     | 6,2   | 6,3   | ...   |
| 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     | 7,4     | 7,5     | 7,5   | 7,5   | ...   |
| Itália (% pop. ativa)                            | 7,7   | 6,6   | 6,3     | 6,2     | 6,3     | 6,3     | 5,9   | 6,0   | ...   |
| <b>PIB real</b> ( <i>variação homóloga</i> )     | 0,5   | 0,8   | 0,9     | 1,3     | 1,6     | 1,5     | -     | -     | -     |
| 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 | 07/25 | 08/25 | 09/25 |
|---------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Inflação global     | 5,5  | 2,4  | 2,2     | 2,2     | 2,3     | 2,0     | 2,0   | 2,0   | 2,2   |
| 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 | 07/25 | 08/25 | 09/25 |
|-----------------------------------------------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Balança corrente</b>                                   | 2,0  | 3,3  | 3,4     | 3,3     | 3,0     | 3,6     | 5,3   | ...   | ...   |
| Alemanha                                                  | 5,5  | 5,8  | 6,3     | 5,8     | 5,4     | 6,6     | 9,7   | ...   | ...   |
| França                                                    | -1,0 | 0,1  | 0,3     | 0,1     | 0,0     | -0,3    | -0,7  | ...   | ...   |
| Itália                                                    | 0,1  | 1,1  | 0,9     | 1,1     | 1,1     | 1,6     | 2,6   | ...   | ...   |
| <b>Taxa de câmbio efetiva nominal<sup>1</sup></b> (valor) | 94,7 | 95,0 | 95,5    | 94,2    | 93,5    | 96,8    | 98,4  | 98,3  | 98,7  |

## 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 | 07/25 | 08/25 | 09/25 |
|-------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Financiamento do setor privado</b>                                               |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Crédito a sociedades não financeiras <sup>2</sup>                                   | 2,7  | 0,8  | 1,0     | 1,4     | 2,2     | 2,6     | 2,8   | 3,0   | ...   |
| Crédito às famílias <sup>2,3</sup>                                                  | 1,7  | 0,5  | 0,5     | 0,9     | 1,5     | 2,1     | 2,4   | 2,5   | ...   |
| Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras <sup>4</sup> (%)              | 4,6  | 4,9  | 4,9     | 4,4     | 3,9     | 3,4     | 3,3   | 3,1   | ...   |
| Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação <sup>5</sup> (%) | 4,4  | 4,6  | 4,7     | 4,3     | 4,0     | 3,7     | 3,6   | 3,6   | ...   |
| <b>Depósitos</b>                                                                    |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Depósitos à ordem                                                                   | -8,5 | -3,9 | -2,5    | 1,2     | 3,6     | 5,3     | 5,6   | 5,6   | ...   |
| Outros depósitos a curto prazo                                                      | 21,1 | 12,3 | 10,5    | 6,0     | 2,3     | -0,1    | -0,8  | -1,4  | ...   |
| Instrumentos negociáveis                                                            | 20,3 | 20,3 | 22,1    | 18,6    | 15,7    | 10,4    | 6,1   | 2,6   | ...   |
| Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)                               | 2,7  | 3,0  | 3,0     | 2,6     | 2,2     | 1,9     | 1,7   | 1,7   | ...   |

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

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

## Economia segue suportada pela procura interna

O nosso semáforo de atividade<sup>1</sup> indica que a economia continua a expandir no 3T, mas a um ritmo inferior ao do 2T, em parte porque alguns indicadores considerados no semáforo só estão disponíveis até julho e em parte refletindo um comportamento desfavorável do DEI<sup>2</sup> que ultimamente tem revelado pouca aderência à realidade. A queda em setembro do indicador de sentimento económico da Comissão Europeia para 105,1 pontos também impactou desfavoravelmente no semáforo. Outros dados utilizados na construção do indicador sintético, apresentam bons comportamentos: as vendas a retalho cresceram 6% em agosto; e a faturação deflacionada nos serviços e indústria, apenas disponíveis para julho, cresceram 0,6% e 4,9%, respetivamente. Outros indicadores não considerados no semáforo confirmam o bom momento da atividade, com as compras com cartões a crescerem 6% em agosto e as vendas de carros a aumentarem 14,8% yoy no 3T. Relembramos que a atividade no 3T será também impulsionada pela redução das taxas de IRS com efeitos retroativos, e respetivo impacto no rendimento disponível das famílias. Em setembro, revisitámos o nosso cenário macroeconómico, mantendo inalterada a previsão de 1,6% para 2025 (ver Focus «Novo cenário macroeconómico» nesta publicação), apesar da revisão em alta das séries históricas do PIB. Este exercício traduziu-se na revisão do crescimento em 2023 para 3,1%, mais 5 décimas, em 2024 para 2,1%, mais 2 décimas; e em 2025, o 1T foi revisto para -0,3% qoq (-0,4% anteriormente) e o 2T para 0,7% qoq (0,6% anteriormente).

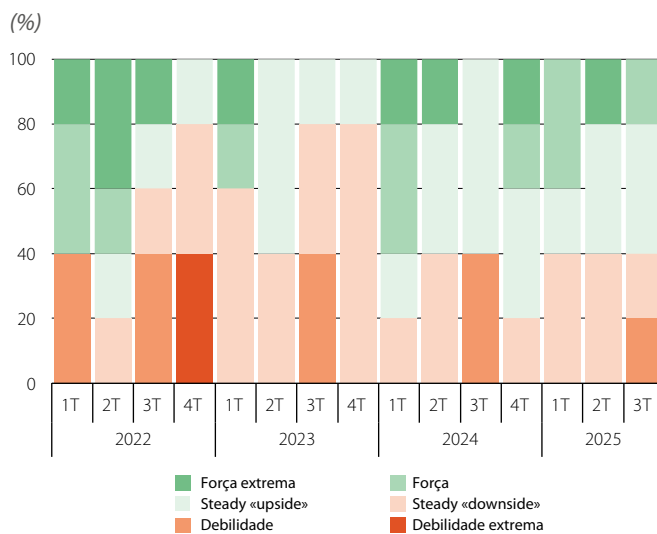
O rendimento disponível das famílias continua a crescer a bom ritmo, suportando consumo e poupança. No ano terminado no 2T 25, o RD aumentou 8,5% homólogo, suportado pelo aumento da massa salarial (que representa 70% do RD e que cresceu 7,7% yoy no período) via aumento do emprego e crescimento salarial. No mesmo período o consumo nominal manteve um ritmo de crescimento robusto (6,3% yoy), mas inferior ao do rendimento disponível, contribuindo para o aumento da taxa de poupança das famílias para 12,6%, um nível não registado desde 2003.

**Inflação abranda em setembro.** Depois de cinco meses sucessivos de aumentos, o IPC Global foi ajustado em baixa para 2,4% homólogo (-0,4 p. p. face a agosto) e o IPC Subjacente corrigiu para 2,0% (também -0,4 p. p. face a agosto). Esta evolução traduz uma variação mensal dos preços mais em consonância com a média histórica para setembro. Não obstante, em setembro revimos em alta a nossa previsão para a inflação média em 2025, de 2,1% para 2,3%. A persistência da inflação dos Serviços e o comportamento recente da inflação dos produtos alimentares não transformados estão na base desta decisão (registaram uma taxa de inflação homóloga de 7% nos últimos dois meses).

1. Ver Focus O «Semáforo da Atividade», publicado no IM 11/2024.

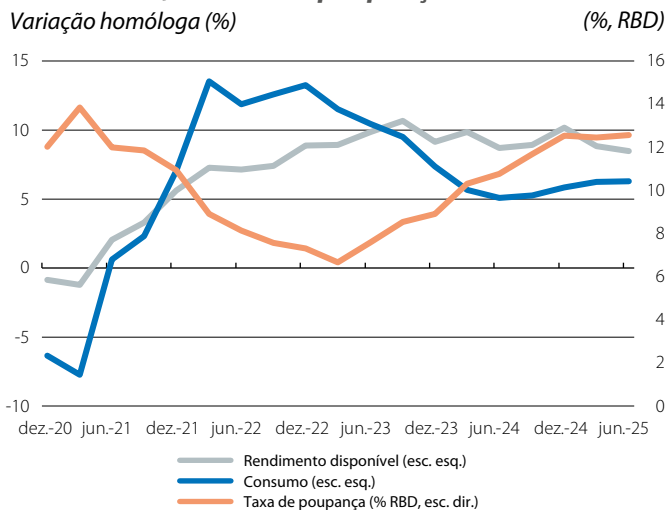
2. Indicador Diário do Banco de Portugal.

### Semáforo da atividade



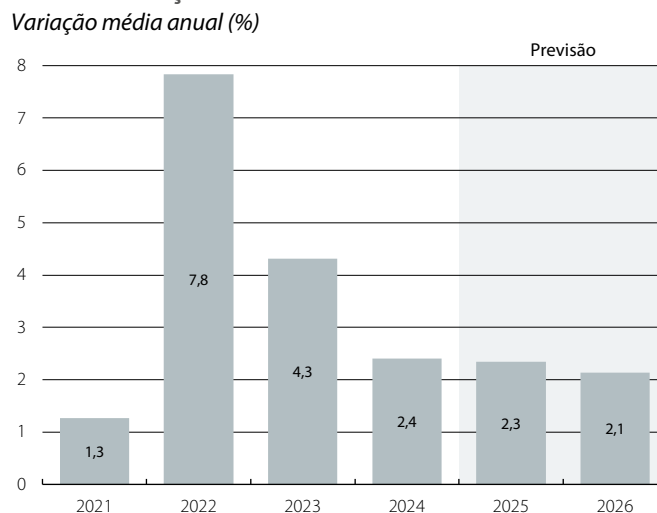
Fonte: BPI Research, a partir de dados do INE, BdP e CE.

### Rendimento, consumo e poupança das famílias



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

### Índice de Preços no Consumidor



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

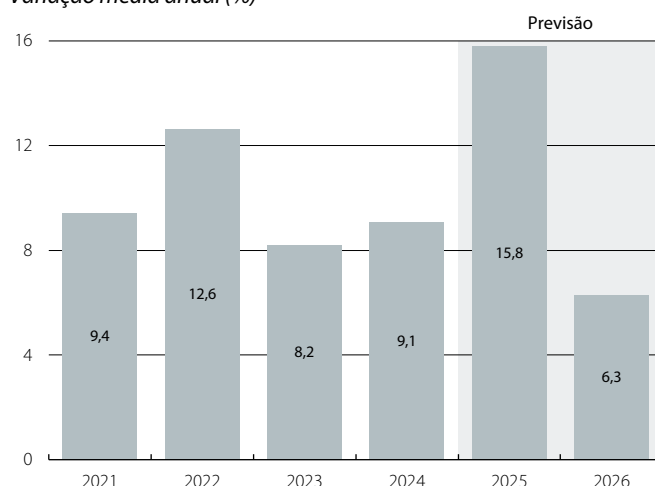
**Preços da habitação não dão tréguas.** Os dados do Índice de Preços da Habitação (IPH) do 2T 2025 foram divulgados no final de setembro e mostram o prolongar de uma dinâmica muito forte nos preços das casas: variação homóloga de 17,2% e de 4,7% face ao primeiro trimestre do ano. Com a publicação destes dados, a valorização média das casas nos últimos 12 meses cifrou-se em 13,8% e implicou a revisão em alta da nossa previsão para o crescimento do IPH em 2025 (de 12,4% para 15,8%). Outros dados já à entrada do 3T 2025 apontam para prolongar do desempenho positivo. Por exemplo, a avaliação bancária no contexto de crédito à habitação, em agosto evoluiu 18,1% em termos homólogos e o valor mediano por m<sup>2</sup> (1.965 euros) situa-se já 12,5% acima do registado no fecho de 2024.

**Saldo orçamental mantém-se em terreno positivo, mas a segunda metade do ano deverá trazer pressão adicional.** Os dados em contabilidade nacional revelaram um excedente de 1,9% do PIB no 2T, uma descida face ao registado em igual período de 2024 (2,5%). Neste contexto, a receita aumentou 4,6%, suportada pela receita fiscal e contributiva, enquanto a despesa aumentou 6,3%, com as despesas com pessoal e as prestações sociais a destacarem-se entre as demais (explicam cerca de 64% do aumento da despesa total). Assim sendo, o saldo orçamental médio registado na primeira metade do ano fixou-se em 1,0% do PIB (face a 0,9% no primeiro semestre de 2024), mas a segunda metade do ano traz maior pressão sobre as contas públicas, nomeadamente as decorrentes da descida do IRS, o pagamento extraordinário às pensões e outras medidas adicionais, nomeadamente relacionadas com o cumprimento da meta dos 2% junto da NATO, que poderá obrigar ao aumento das despesas com defesa. Entretanto, os dados em contabilidade pública até agosto continuam a apontar para um cenário positivo: o saldo terá ficado em cerca de 1,0% do PIB, com a receita a revelar-se mais dinâmica (refletindo os menores reembolsos de IRS). O aumento da receita pública (de 8,0%) superou o da despesa (6,1%), que, também nesta ótica, é suportada pelas despesas com pessoal e transferências correntes (neste caso, já a refletir o pagamento extraordinário às pensões mais baixas).

**Rácio de NPLs mantém-se em mínimos históricos no 2T.** O rácio de NPLs manteve-se inalterado nos 2,3%, mas com dinâmicas distintas entre segmentos. Mais concretamente, o rácio das empresas não financeiras manteve-se inalterado nos 4,0%, enquanto para crédito à habitação e consumo & outros fins, diminuiu 0,1 p. p., para 1,1% e 6,1%, respetivamente. De igual modo, a percentagem de empréstimos em *stage 2* (ver gráfico) diminuiu 0,3 p. p., para 9,1% no 2T, destacando-se as reduções em todos os segmentos de crédito; assim sendo, no 2T, 7,9% dos empréstimos à habitação estavam em *stage 2*, enquanto para o consumo & outros fins e SNF o rácio atinge os 11% e os 11,4%, respetivamente. Considerando o contexto macroeconómico (economia a crescer, mercado de trabalho robusto, rendimentos das famílias a aumentar e a situação financeira das empresas mais sólida) e financeiro (com as taxas de juro em níveis inferiores aos do passado recente), não é esperado um agravamento da qualidade da carteira de crédito.

## Índice de Preços da Habitação

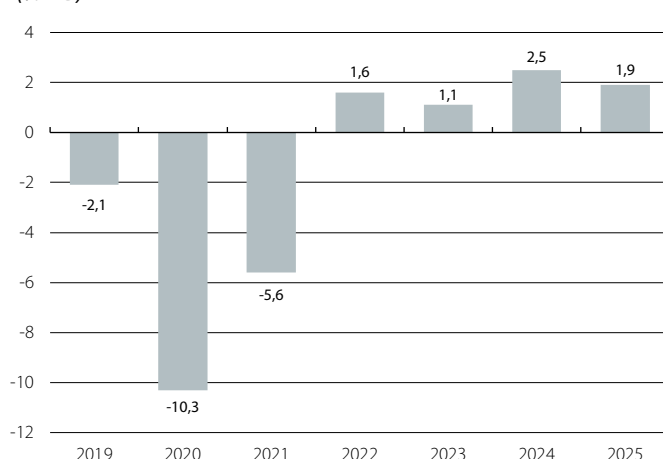
Variação média anual (%)



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

## Saldo Orçamental no 2T de cada ano (Contabilidade Nacional)

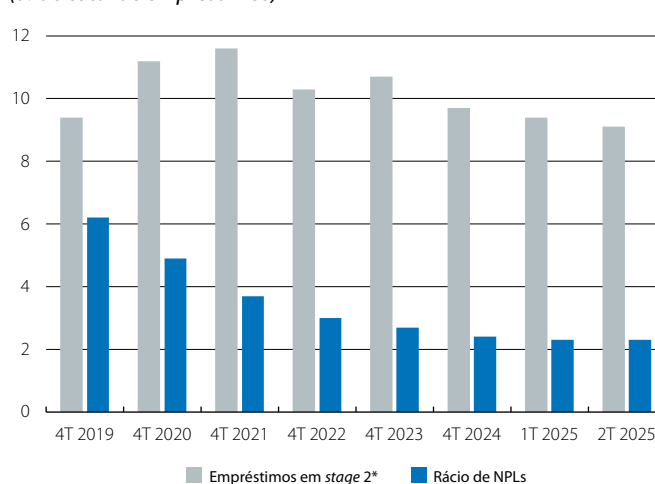
(% PIB)



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

## Empréstimos em stage 2 e rácio de NPLs

(% do total de empréstimos)



Nota: \* Empréstimos cujo risco aumentou significativamente, mas sem estarem em incumprimento.  
Fonte: BPI Research, com base nos dados do BdP.

Novo cenário macroeconómico

Em setembro revisitámos o nosso cenário macroeconómico e incluímos nova informação disponível. Esta revisão volta a ocorrer em ambiente de incerteza a nível global, mas já com alguma clarificação no que se refere à (sempre em mudança) nova política comercial norte-americana. Internamente, a redução das taxas de IRS com efeitos retroativos a janeiro de 2025 e a atribuição de uma contribuição extraordinária aos pensionistas, tenderá a ser um suporte importante do crescimento da economia na segunda metade do ano,<sup>1</sup> mas poderá introduzir alguma volatilidade no comportamento trimestral do PIB. Para além destes fatores, os indicadores qualitativos e quantitativos, entretanto conhecidos vieram confirmar a perspetiva que temos para a economia portuguesa, ou seja, a atividade continua suportada por um mercado de trabalho forte e recuperação de rendimentos, mas também por um movimento de recuperação (ainda moderado) do investimento. Para tal contribuem as taxas de juro, em descida acentuada face aos máximos de 2024; a política orçamental de claro apoio ao crescimento; e a envolvente internacional que, apesar de todos os riscos, se tem mostrado bastante resiliente.

**PIB:** mantivemos a previsão de 1,6% para o crescimento em 2025 e a expectativa de aceleração para 2% em 2026. A desaceleração em 2025 será em muito determinada pelo comportamento das componentes da procura externa. O desempenho das exportações ficará aquém do observado em anos anteriores, em parte refletindo a debilidade das economias de alguns dos principais parceiros comerciais, em parte reflexo da entrada em velocidade cruzeiro da atividade turística, reduzindo o seu contributo para o crescimento. Por outro lado, as importações têm-se revelado fortes, consequência do movimento de antecipação de compras antes da alteração da política comercial dos EUA, mas também resultado da força da procura interna, suportada pelo consumo privado.<sup>2</sup> Para 2026, a expectativa é de que a economia continue a beneficiar de um conjunto de fatores que suportam o cresci-

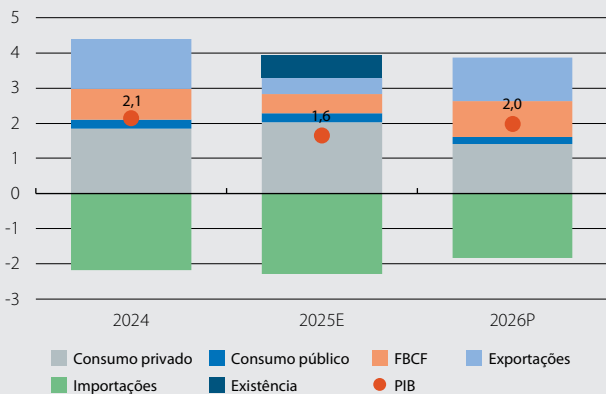
1. Relembramos que em 2024, foram implementadas medidas semelhantes – alterações nas taxas de IRS com efeitos retroativos desde janeiro, que se refletiram na aplicação de tabelas específicas nos meses de setembro e outubro e pagamento extraordinário aos pensionistas em outubro – com impacto significativo no rendimento disponível das famílias e no consumo. De facto, no 4T 24 o PIB em cadeia cresceu 1,2%, corrigindo no trimestre sucessivo com uma queda de 0,3%.  
2. No 3T 25, o consumo privado terá um impulso extraordinário associado ao aumento do rendimento disponível das famílias em 900 milhões associados à redução das taxas do IRS com efeitos retroativos e ao pagamento extraordinário a pensionistas, que as famílias recebem neste trimestre, e para o qual se estima um impacto de +2 décimas no consumo privado e de +1 décima no PIB. O impacto é calculado, utilizando a elasticidade entre o rendimento disponível e o consumo privado em 2023 e 2024 e admitindo que as restantes componentes do PIB não se alteram.

Novo cenário macroeconómico (%)

|                         | 2024 | 2025 | 2026 |
|-------------------------|------|------|------|
| <b>PIB</b>              |      |      |      |
| setembro 2025           | 1,9  | 1,6  | 2,0  |
| julho 2025              | –    | 1,6  | 2,0  |
| <b>Inflação</b>         |      |      |      |
| setembro 2025           | 2,4  | 2,3  | 2,1  |
| julho 2025              | –    | 2,1  | 2,0  |
| <b>Tx Desemprego</b>    |      |      |      |
| setembro 2025           | 6,4  | 6,3  | 6,4  |
| julho 2025              | –    | 6,3  | 6,4  |
| <b>Preços Habitação</b> |      |      |      |
| setembro 2025           | 9,1  | 15,8 | 6,3  |
| julho 2025              | –    | 12,4 | 4,1  |

Fonte: BPI Research.

PIB: crescimento real e contributos das componentes (% e p. p.)



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

mento. Internamente, o consumo continuará forte, suportado pela força do mercado de trabalho, pela atualização do valor da remuneração mínima garantida, que beneficiará famílias de mais baixos rendimentos com elevada propensão para o consumo e pela permanência dos custos de financiamento reduzidos face ao histórico recente. Este último fator juntamente com a entrada do PRR na sua reta final tenderá a favorecer o investimento. Para o PIB, consideramos que os riscos para a nossa previsão em 2025 estão ligeiramente enviesados, refletindo a recente revisão em alta do crescimento do PIB no 1S 25 realizada pelo INE.<sup>3</sup>

3. Com a publicação das Contas Nacionais por Setor Institucional para o 2T 25, o INE reviu as séries históricas do PIB que se traduziu: na revisão em alta do crescimento em 2023 e 2024 e nos dois primeiros trimestres de 2025. As revisões foram de mais 5 décimas em 2023, para 3,1%, de mais 2 décimas em 2024 para 2,1%. Em 2025, afinal a contração no 1T foi de 0,3% e não de 0,4% e o crescimento no 2T foi de 0,7% e não 0,6%.

**Inflação:** tem revelado maior resistência à queda, por um lado refletindo o comportamento de preços de importantes *commodities* nos mercados internacionais, nomeadamente alimentares, e por outro pela resistência à queda dos preços dos serviços, em grande parte resultado da robustez da despesa das famílias e do turismo. Assim, a trajetória do índice de preços do consumidor ao longo de 2025 revelou-se menos benigna do que o antecipado anteriormente, forçando à revisão em alta da inflação média para 2,3%. Contudo, o processo de desinflação não foi interrompido, antecipando-se a aproximação dos 2% no final de 2026. Este movimento será favorecido pela moderação do ritmo de crescimento dos salários na segunda metade de 2025 e em 2026.

**Mercado de trabalho:** mantivemos as previsões para a taxa de desemprego em 2025 e 2026 em, respetivamente, 6,3% e 6,4%. Apesar dos dados continuarem a revelar máximos no emprego, optámos por adotar uma postura mais conservadora para a evolução do emprego na segunda metade do ano, admitindo uma posição mais cautelosa das empresas num cenário de tarifas mais elevadas.

**Mercado imobiliário:** a resiliência à moderação continua elevada neste mercado. O desequilíbrio entre oferta e procura, o bom momento do emprego, a redução das taxas de juro e as medidas fiscais de apoio à compra de casa pela população mais jovem, contribuíram para que os preços das casas crescessem 4,7% no 2T, acima do esperado em julho, obrigando à revisão em alta da previsão para o crescimento dos preços dos imóveis residenciais em 2025, antecipando um avanço de 15,8% no ano, consideravelmente acima dos 9,1% registados em 2024. Para 2026, antecipamos um abrandamento considerável, que se apoia em sinais de que os preços, quando medidos por índices alternativos ao IPH, registam uma ligeira moderação que deverá manter-se na medida em que há sinais de que a oferta está a recuperar – o número de construção de novos fogos mantém tendência de crescimento, e as novas medidas sobre o mercado de arrendamento poderão impulsionar este segmento; o movimento da oferta poderá ser acompanhado por um arrefecimento da procura, refletindo menor acessibilidade das famílias ao mercado imobiliário, moderação do setor do turismo, contribuindo para crescimentos mais sustentáveis.



# PRR em Portugal: nível de execução e comparação com os outros países da União Europeia

Em dezembro de 2024, o BCE<sup>1</sup> publicou um estudo que contém revisões às previsões elaboradas em 2021 para o impacto incremental que o NGEU trará ao crescimento da economia da Zona Euro. Estima-se agora que as despesas públicas e as reformas estruturais relacionadas com este pacote tenham potencial para aumentar o PIB da Zona Euro entre 0,4%-0,9% até 2026 (inicialmente previa-se um impacto de até 1,5%) e entre 0,8%-1,2% até 2031, dependendo da produtividade do capital e do grau de absorção dos fundos deste programa. Estas novas previsões resultam do facto de o impacto até 2023 ter ficado abaixo do esperado pelo BCE, tendo-se verificado um incremento entre 0,1%-0,2%, inferior à expectativa de 0,5%. Este desvio face à previsão inicial é justificado pela reduzida capacidade administrativa a nível dos governos e autarquias e pela alteração/redução dos contratos de aquisição (em resposta aos estrangulamentos do lado da oferta e à inflação mais elevada). Outro motivo apontado é a subestimação do tempo necessário para implementar certas medidas estruturais.

O nível de investimento público na UE fixou-se em 3,6% do PIB em 2024, sendo que Portugal encontra-se abaixo da média (2,7%). Atrás de Portugal, encontram-se apenas Espanha e Irlanda. No entanto, o dado para 2024 corresponde ao valor mais elevado desde 2011, ano esse em que o valor de investimento público em percentagem do PIB nacional atingiu os 3,5%. Os fundos do PRR representam uma oportunidade crucial para impulsionar os níveis de investimento, tanto público quanto privado. A sua utilização estratégica é fundamental para modernizar a economia, aumentar a competitividade e promover uma transição verde e digital. Desta forma, o Banco de Portugal<sup>2</sup> estima que o rácio do investimento público no PIB aumente para 3,7% em 2026 e que reduza em 2027 para 3,1%.

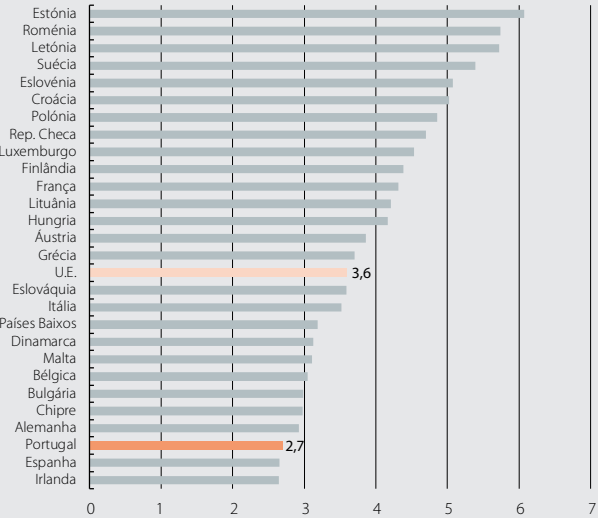
## Ponto de situação em Portugal

A dotação<sup>3</sup> de Portugal (já totalmente aprovada) fixou-se em 22,2 mil milhões de euros (16,3 e 5,9 mil milhões de euros em subvenções e em empréstimos, respetivamente), com o objetivo de financiar 117 investimentos e 44 reformas (estando 41% destes projetos relacionados com metas climáticas e 21% com o apoio para a transição digital). O programa está dividido em três dimensões – resiliência, transição climática e transição digital. A primeira absorverá 71% dos fundos, a segunda 18% e a terceira 11%, no caso do programa português. **No final de**

1. Ver «Four years into NextGenerationEU: what impact on the euro area economy?».  
2. Ver Boletim Económico (jun/2025).  
3. Com base no relatório mais recente (referente a 24/09/2025) publicado no «Recuperar Portugal».

## Investimento público em 2024

(% do PIB)



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

## Aprovações e pagamentos a beneficiários diretos e finais

| (até 24 de setembro)                      | Aprovado (milhões euros) | Pago (milhões euros) | Taxa de pagamento (%) |
|-------------------------------------------|--------------------------|----------------------|-----------------------|
| Famílias                                  | 326                      | 266                  | 81,6                  |
| Inst. da economia solidária e social      | 821                      | 312                  | 38,0                  |
| Empresas                                  | 6.380                    | 3.229                | 50,6                  |
| Excluindo ENESII* em consórcios           | 5.489                    | 2.769                | 50,4                  |
| ENESII* em consórcios com empresas        | 891                      | 459                  | 51,5                  |
| Inst. do sistema científico e tecnológico | 660                      | 222                  | 33,6                  |
| Inst. Ensino Superior                     | 844                      | 353                  | 41,8                  |
| Escolas                                   | 1.038                    | 606                  | 58,4                  |
| Autarquias e áreas metropolitanas         | 4.436                    | 1.282                | 28,9                  |
| Entidades públicas                        | 5.270                    | 1.902                | 36,1                  |
| Empresas públicas                         | 2.994                    | 918                  | 30,7                  |
| Total (milhões euros)                     | 22.769                   | 9.090                | –                     |
| (% total PRR)                             | 102%                     | 41%                  | –                     |

Nota: \* Entidades não Empresariais do Sistema de Investigação e Inovação.  
Fonte: BPI Research, com base em dados do «Recuperar Portugal».

**setembro de 2025, 9,1 mil milhões de euros já haviam sido entregues aos beneficiários finais (41% da dotação), +11 p. p. em relação ao final de 2024.**

Analizando por tipo de beneficiário, 28% dos montantes estão previstos serem entregues a empresas (já tendo recebido mais de metade), 23,1% a entidades públicas e 19,5% a autarquias. As famílias constituem o grupo que já recebeu mais fundos em termos relativos (81,6% do total aprovado). A execução dos projetos ao nível das autarquias e empresas públicas permanece a baixo ritmo, com

cerca de 30% dos fundos orçamentados já entregues. De notar que existem projetos ao nível do SNS cuja concretização aparenta estar em risco, como é o caso da construção do Hospital Lisboa Oriental. Do lado dos projetos da habitação também se registam atrasos na execução, devido à capacidade instalada para dar resposta às várias solicitações de construção civil (só foram pagos 34% do total orçamentado).

### Comparação com os outros Estados-Membros

O desenvolvimento dos projetos aparenta estar atrasado, faltando menos de um ano e meio até ao término do prazo para a sua execução. Mas será este atraso apenas visível no caso português ou é algo transversal aos restantes Estados-Membros?

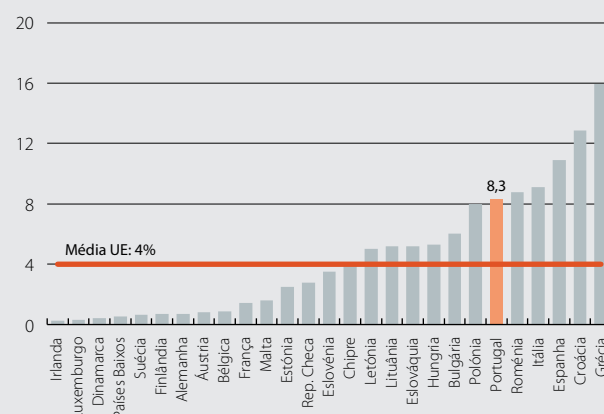
O montante concedido a Portugal no âmbito do PRR (22,2 mil milhões de euros) equivale a **8,3% do PIB**, percentagem superior à generalidade dos países (o montante do PRR equivale a sensivelmente 4% do PIB da UE). O país que mais recebeu, em percentagem do seu PIB, foi a Grécia, seguida da Croácia e Espanha. Em termos de montantes já entregues aos respetivos países, Portugal encontra-se ligeiramente acima da média (55%), com 57% do montante acordado já entregue ao país. França já recebeu 85% do montante aprovado. Do montante já recebido por Portugal, apenas 41% já foi efetivamente entregue aos beneficiários finais. É de prever que a entrega comece a aumentar de ritmo à medida que nos aproximamos do término do prazo de execução.

Portugal cumpriu até à data 40% do número de objetivos a que se propôs no âmbito do PRR (111 investimentos e 66 reformas), de um total de 438 objetivos. Desta forma, Portugal situa-se na média da UE. França é o país que tem mais objetivos cumpridos (82%), seguindo-se a Dinamarca (60% de cumprimento).

Em suma, a concretização dos projetos encontra-se aquém do desejado para a grande maioria dos países da UE, havendo 15 países com uma percentagem de objetivos cumpridos inferior ao de Portugal (aliás, Portugal posiciona-se precisamente na média dos países em termos de concretização de objetivos). O caso mais preocupante é a Hungria, que até ao momento ainda não cumpriu qualquer objetivo que tenha proposto.

Pedro Avelar

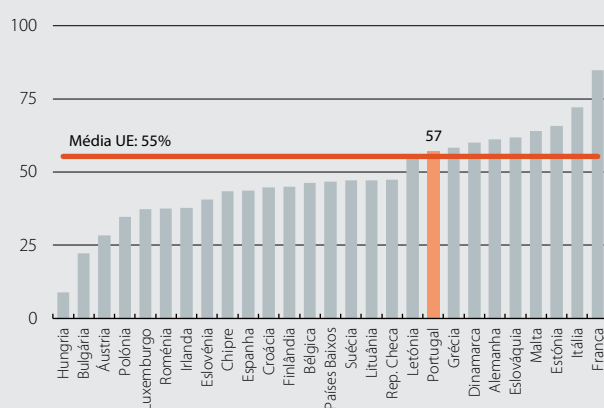
### Montante concedido via PRR aos Estados-Membros (% do PIB)



Nota: Valores extraídos a 24/09/2025.

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

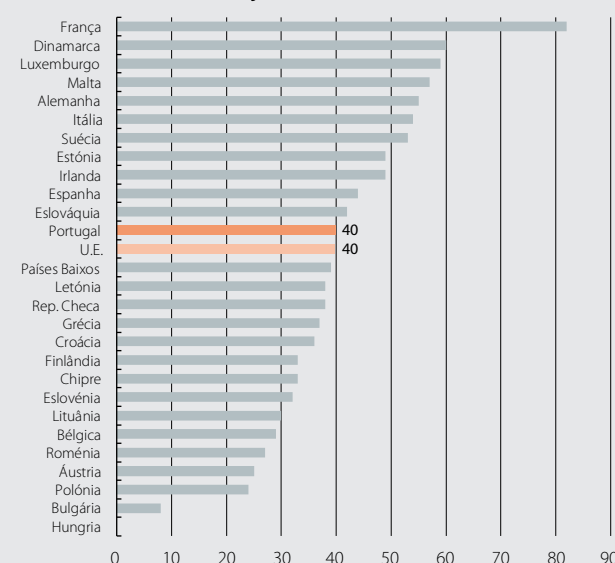
### Montantes entregues aos Estados-Membros (% do montante total aprovado pela C.E.)



Nota: Valores extraídos a 24/09/2025.

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

### Percentagem de cumprimento de objetivos (% do número total de objetivos)



Nota: Valores extraídos a 24/09/2025.

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

O setor da Pesca em Portugal

Pela sua localização geográfica com uma vasta zona costeira, Portugal apresenta desde logo uma vantagem competitiva no setor da Pesca. De facto, no âmbito comunitário, apenas Espanha e Portugal realizam captura de pescado em todas as sete zonas de pesca abrangidas pelas estatísticas de capturas da UE. Simultaneamente, o VAB do setor das Pescas equivale a apenas 0,2% no PIB nacional. Neste artigo, pretendemos dar a conhecer algumas características deste setor em Portugal, da sua evolução e do seu posicionamento.

Posicionamento no contexto europeu

No âmbito europeu, Portugal é um *player* relevante nas Pescas. Isto fica evidente quando analisamos os dados do emprego. A população portuguesa representa cerca de 2,4% da população da UE, mas a população portuguesa empregada na indústria pesqueira representa quase 9% do total da população da UE empregada na indústria pesqueira. Por sua vez, apesar deste peso de quase 9% no emprego, a produção pesqueira nacional representa somente 5,6% da produção pesqueira da UE (primeiro gráfico). Estes dados sugerem um *gap* de produtividade da nossa indústria pesqueira. Espanha lidera de forma destacada quer em termos de população empregada no setor (23,8%) quer de produção (22,7%). Em contraponto com o retrato nacional encontramos países como a Holanda e Dinamarca, em que o peso da sua produção pesqueira no seio da UE (7,5% e 11%, respetivamente) é muito maior do que o peso do seu emprego na pesca (1,9% e 1,3%, respetivamente).

Porque é que isto acontece? Devido às diferentes características destas indústrias entre países – alguns países (como Portugal) têm uma frota pesqueira composta por um número relativamente elevado de pequenos navios enquanto outros uma frota constituída por um número mais reduzido, mas de grandes navios. A frota pesqueira nacional em 2024 era composta por 6.817 embarcações, quase quatro vezes mais que a dinamarquesa (1.767), mas em termos de arqueação bruta<sup>1</sup> a frota portuguesa, com 84.091 gt, era apenas 1,3 vezes maior que a frota dinamarquesa. A frota pesqueira nacional apresenta também uma tendência continuada de diminuição de embarcações nos últimos 30 anos, semelhante ao que se passa no conjunto da UE (segundo gráfico): no final de 2024, o número de embarcações tinha encolhido 44% face a 1994 (–31% na UE).

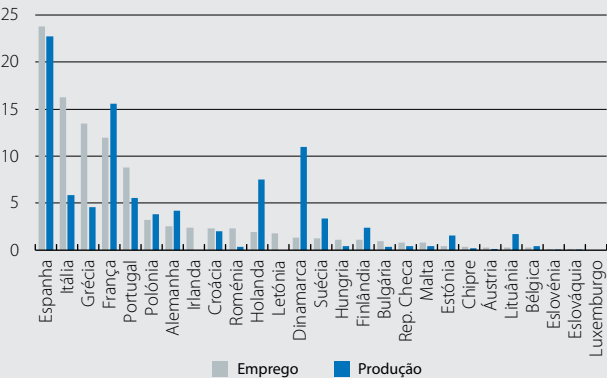
Capturas de pescado

Descrita brevemente a posição relativa do setor nacional no contexto europeu, importa agora perceber que tipo

1. Arqueação bruta, ou *gross tonnage* (gt), refere-se à medida do volume total de uma embarcação ou navio.

Quotas de emprego e produção na indústria pesqueira

(% do total da UE, 2022)

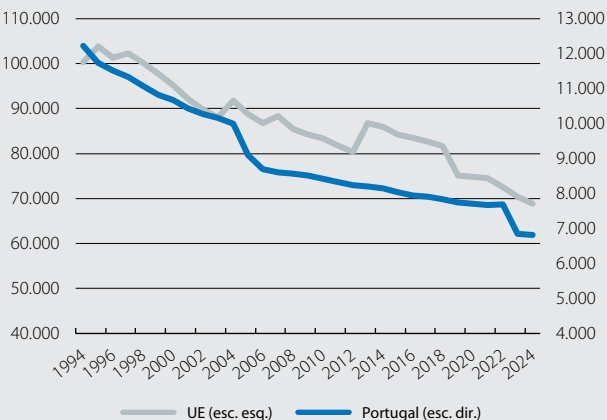


Notas: Dados da produção de Portugal referem-se a 2021. Dados da produção da Irlanda e Letónia não disponíveis.

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

Frota pesqueira

Número de embarcações



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

Captura de pescado por principais zonas de pesca

(% da quantidade pescada)

| Zona de pesca            | %    |
|--------------------------|------|
| Atlântico Noroeste       | 9,7  |
| Atlântico Nordeste       | 82,6 |
| Atlântico Centro-Leste   | 3,7  |
| Mediterrâneo e Mar Negro | 0,02 |
| Atlântico Sudoeste       | 2,3  |
| Atlântico, Sudeste       | 0,9  |
| Oceano Índico, Ocidental | 0,8  |

Fonte: BPI Research, com base nos dados do Eurostat (2021).

de capturas são feitas pela nossa indústria pesqueira, onde, em que quantidades e valores. O último detalhe disponível no Eurostat mostra que mais de 80% da quantidade capturada pela nossa indústria pesqueira é feita no Atlântico Nordeste embora a abrangência esteja bem patente no facto da nossa frota inclusivamente pescar em águas do Oceano Índico. O conjunto dos Peixes marinhos representam a maior fatia da quantidade pescada em 2024 (83,3%), seguidos dos moluscos (15%) e crustáceos (1,3%). Como o preço médio dos moluscos e crustáceos é mais elevado, a expressão das capturas destas categorias em valor é maior: moluscos (27,4%) e crustáceos (6,7%). Assim, o valor transacionado em lota em 2024 gerou uma receita de 337,6 milhões de euros, -0,6% face a 2023, fruto de um decréscimo de 3,2% da produção e apesar do aumento do preço médio descarregado que aumentou 5,9% (passou de 2,47 eur/kg para 2,62 eur/kg). As espécies com maior quantidade capturada foram a sardinha (26,2% do total), a cavala (15%) e o carapau (11,7%). Mas em valor transacionado em lota as espécies com maior peso foram o polvo (11,7% do total), a sardinha (10%) e o atum (7,2%).

A jusante destas transações em lota temos a Indústria Transformadora da Pesca e Aquicultura. Nos últimos dados que dispomos (2023) e na agregação dos subsectores de «congelados», «secos e salgados» e «preparações de conservas», esta indústria registou vendas na ordem dos 1.700 milhões de euros e uma produção total de 263 mil toneladas, o que é praticamente o dobro das toneladas capturadas nesse ano pela frota pesqueira nacional, pon-do evidência a necessidade de importação de pescado.

Comércio externo

Ao nível do comércio externo de bens de pesca,<sup>2</sup> o saldo manteve-se negativo e agravou-se para quase 1,3 mil milhões de euros, com as importações a crescerem a um ritmo ligeiramente superior ao das exportações. As transações intra-UE foram responsáveis por 60,4% deste défice. No horizonte dos últimos 20 anos, contudo, a taxa média de crescimento anual das exportações (6,9%) supera a das importações (4,8%). No terreno das exportações, o grupo das «Preparações e Conservas de peixe» é o mais representativo (24,5% do total), tendo o valor aumentado 12,9% face a 2023 sobretudo pelas exportações destinadas a Espanha (principal cliente destes produtos). No campo das importações, os «Peixes secos, salgados, fumados» são o grupo mais importado (19,8% do total), com um aumento de valor importado de 8,7% face a 2023 que é explicado sobretudo pelas compras oriundas da Noruega. Os «Peixes frescos ou refrigerados» seguem-se como segundo grupo importado mais revelante (17,3% do total) com crescimento de 6,8% face a 2023 alicerçado no aumento das compras a Espanha e Marrocos. Assim, no

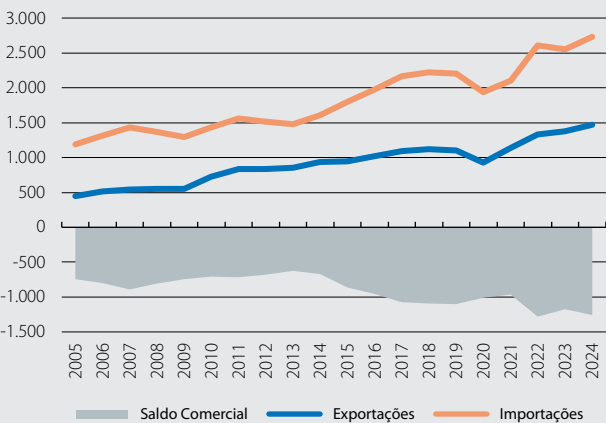
2. Inclui as conservas.

Tipo de peixe capturado em 2024

|                               | Em % da           |             |
|-------------------------------|-------------------|-------------|
|                               | Quantidade (ton.) | Valor (eur) |
| Peixes de água salobra e doce | 0,1               | 0,4         |
| Peixes marinhos               | 83,3              | 64,9        |
| Crustáceos                    | 1,3               | 6,7         |
| Moluscos                      | 15,0              | 27,40       |
| Espécies quálicas diversas    | 0,3               | 0,6         |

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

Comércio externo de bens de pesca  
(Milhões de euros)



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

último ano, o grupo das «Preparações e Conservas de peixe» foi o único a apresentar saldo comercial positivo (95,8 milhões de euros) em contraste com o grupo dos «Peixes secos, salgados, fumados» que mantiveram o maior défice (-491,8 milhões de euros).

Em suma, neste setor o país beneficia da sua tradição marítima, de uma extensa zona económica exclusiva e um mercado interno em que o consumidor garante uma procura robusta.<sup>3</sup> Por outro lado, tem uma frota de pesca ainda com algumas características artesanais, risco de sobre-exploração de algumas espécies e dependência de importação de outras.

Tiago Belejo Correia

3. Portugal regista dos maiores consumos per capita de peixe entre os países europeus.

## A competitividade das empresas portuguesas – uma perspetiva setorial

Como indicado num artigo anterior,<sup>1</sup> Portugal tem apresentado um gap de produtividade alarmante face à União Europeia, justificado por uma reduzida dimensão corporativa e uma especialização em setores de baixo valor acrescentado. Mas quais são estes setores?

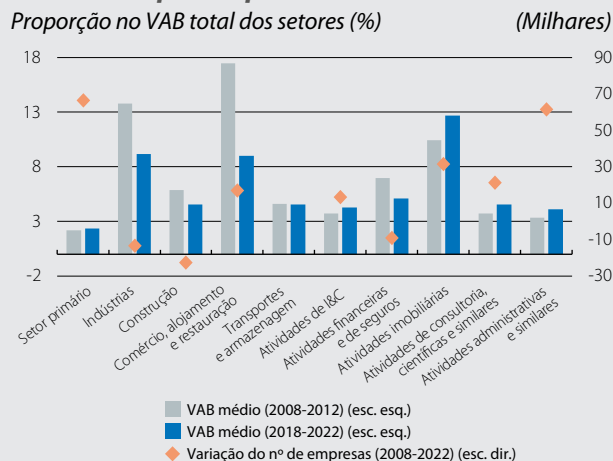
Analisando o gráfico 1, podemos ver que o comércio (incluindo alojamento e restauração), as indústrias, as atividades financeiras e de seguros e a construção foram os setores que mais reduziram o seu contributo económico pela ótica de produção (valor acrescentado bruto – VAB), entre os períodos 2008-2012 e 2018-2022 (respetivamente, -8,4 p. p., -4,6 p. p., -1,9 p. p. e -1,3 p. p.). No caso do comércio, o nº de empresas variou pouco (+17 mil) e nos outros três setores referidos até diminuiu. Por outro lado, as atividades imobiliárias foram o segmento cuja proporção no VAB total mais cresceu (+2,3 p. p., em linha com a trajetória dos preços da habitação e com o aumento do nº de empresas), seguido das atividades de consultoria, científicas e similares (+0,8 p. p.), das atividades administrativas e similares (+0,7 p. p.) e das atividades de informação e comunicação (I&C) (+0,5 p. p.).

Esta reconfiguração e a menor concentração da estrutura empresarial no setor secundário e no comércio, alojamento e restauração –, geralmente menos intensivos em tecnologia e conhecimento, – e uma aposta crescente em ramos do setor terciário com uma forte componente técnica ou intelectual (à exceção das atividades financeiras) sinaliza uma evolução positiva em termos de especialização em áreas de elevado crescimento potencial, porém também evidencia algumas fragilidades.

Tendo em conta o gráfico 2, a produtividade do trabalho tem-se mantido reduzida no setor primário, tem diminuído nas atividades de I&C, e tem aumentado nas atividades financeiras e de seguros, apesar das quedas verificadas no nº de empresas e do seu peso no VAB agregado. Estes dados sugerem que o investimento por parte das empresas não tem acompanhado as necessidades operacionais ou que os recursos estão a ser alocados de forma ineficiente, visto que: (i) um aumento relevante do nº de empresas na agricultura não se traduziu em ganhos significativos de VAB em termos relativos; (ii) houve simultaneamente uma aposta maior em atividades tecnológicas e perdas de produtividade, como se pode ver no caso das atividades de I&C; e (iii) o setor financeiro perdeu relevância económica, mas viu os seus níveis de produtividade a aumentarem.

Deduzimos que a especialização pode estar a ser contra-producente em alguns setores, não havendo investigação e inovação suficientes para dinamizar o capital humano ou

### VAB a preços correntes e variação do nº de empresas por setor

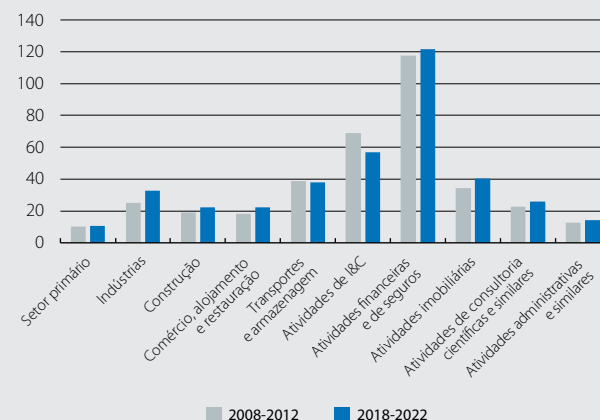


**Nota:** Não se incluem todos os setores de atividade de acordo com a classificação de atividades económicas (CAE), focando nos que se consideram mais relevantes.

**Fonte:** BPI Research, com base nos indicadores patrimoniais das empresas em Portugal do INE.

### Produtividade do trabalho por setor

VAB/Pessoas ao serviço (milhares de €, média do período)



**Nota:** Neste âmbito, a produtividade do trabalho consiste no VAB a preços de mercado sobre o nº de pessoas ao serviço.

**Fonte:** BPI Research, com base nos indicadores patrimoniais das empresas em Portugal do INE.

compensar a obsolescência dos ativos existentes. Em resultado, a convergência das empresas portuguesas para os níveis europeus e norte-americanos em termos de competitividade fica comprometida.

Abordamos agora o setor secundário ao detalhe. Utilizando a classificação europeia de intensidade tecnológica das indústrias manufatureiras<sup>2</sup> constatamos que em vários ramos, a variação do respetivo peso no VAB tem mostrado um comportamento dispar em Portugal (ver gráfico 3).

2. Consideram-se as indústrias de alta e média-alta tecnologia de elevado valor acrescentado, enquanto as de baixa e média-baixa tecnologia são consideradas como de baixo valor acrescentado.

1. IM09/2025: Os limites à produtividade e competitividade das empresas portuguesas.



Com efeito, no que toca aos ramos de maior intensidade tecnológica, como é o caso dos produtos informáticos, eletrónicos e óticos e aos veículos, Portugal não se tem especializado significativamente, registando um aumento do peso no VAB total consideravelmente inferior ao observado na Alemanha e em França no primeiro caso; e ao observado na Alemanha e em Itália no segundo. No entanto, tem mostrado boas perspectivas de especialização na indústria farmacêutica, com o seu peso no VAB total a aumentar 0,15 p. p. entre 2015 e 2022, um progresso apenas superado pela Alemanha e que se tem verificado no contributo positivo que os produtos deste ramo têm providenciado à procura externa, como analisado em artigos anteriores.

Nos ramos de média-baixa tecnologia, Portugal tem-se especializado mais em metais, um setor que tem vindo a sofrer perda de importância (em termos de VAB) entre as principais economias europeias.

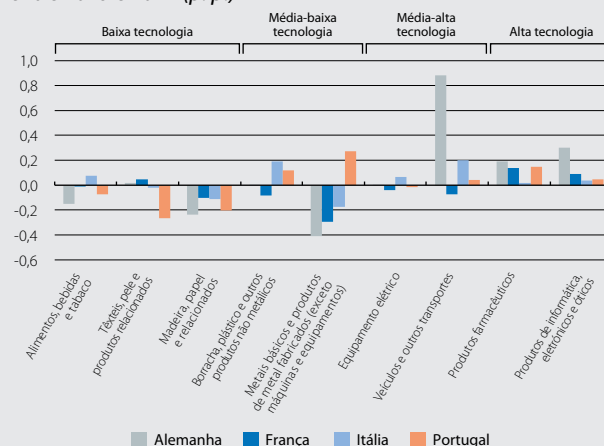
Nos ramos de menor intensidade tecnológica, Portugal lidera o decréscimo da importância dos têxteis e apenas perde para a Alemanha nos casos da madeira e afins e produtos alimentares. Concluimos que o problema de especialização em setores de baixo valor pode não ser justificado pela indústria manufatureira, notando-se algumas limitações, nomeadamente nos segmentos de veículos e produtos informáticos, eletrónicos e óticos, mas também potencialidades, como os produtos farmacêuticos.

Considerando que a competitividade limitada das empresas portuguesas pode ser atribuída, pelo menos em parte, ao investimento e inovação insuficientes, analisámos o índice sumário de inovação (ISI) da Comissão Europeia (ver gráfico 4). Considerando a média da UE como referência e comparando com as três maiores economias, Portugal apenas lidera nos sistemas de investigação atrativos (114,7% da UE); está em segundo lugar nos recursos humanos (104,5%) e financiamento e suporte (105,8%), em terceiro lugar no investimento em TI (91,9%) e nos impactos inovadores de empregos e vendas (114,8%) e está em último em todas as restantes rubricas relevantes,<sup>3</sup> incluindo investimentos empresariais (56,6%), PME inovadoras (109,6%), ativos intelectuais (78,3%), impactos inovadores do comércio (56,2%) e produtividade (85,9%). Consequentemente, apresenta um ISI composto inferior à média europeia e o mais baixo da Europa Ocidental (90,7%).

De facto, segundo o *European Innovation Scoreboard*, Portugal necessita sobretudo de expandir, a capacidade inovadora das empresas, o seu sistema financeiro, aumentando e otimizando os investimentos de capital de risco, a colaboração entre PME, as exportações de produtos tecnológicos e

## VAB em algumas indústrias de manufatura

Variação do peso no VAB a preços constantes (2020) total entre 2015 e 2022 (p. p.)

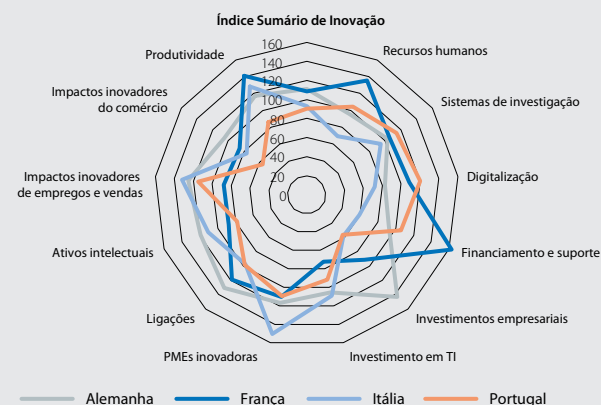


**Nota:** Indústrias de manufatura separadas de acordo com a classificação de intensidade tecnológica definida pelo Eurostat.

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

## Índice Sumário de Inovação (ISI) e rubricas pertinentes

(100 = União Europeia em 2025)



**Fonte:** BPI Research, com base no *European Innovation Scoreboard (2025)* da Comissão Europeia.

serviços «intensivos em conhecimento», tal como a produtividade.

Os pontos de melhoria identificados, juntamente com a aposta continua no desenvolvimento de processos mais eficientes, a especialização estratégica em setores de elevado valor acrescentado e a canalização de recursos para otimizar a produtividade dos que possuem menor valor constituem uma solução necessária para o problema estrutural de competitividade da economia portuguesa.

Tiago Miguel Pereira

3. Embora em algumas rubricas Portugal esteja acima da média europeia.

**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 | 07/25 | 08/25 | 09/25 |
|-----------------------------------------------------------------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Índice coincidente para a atividade                             | 3,5   | 1,8   | 1,5     | 1,8     | 1,7     | 1,7     | 1,7   | 1,6   | ...   |
| <b>Indústria</b>                                                |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Índice de produção industrial                                   | -3,1  | 0,8   | -0,2    | -0,4    | -2,3    | 1,2     | 2,4   | 3,1   | ...   |
| Indicador de confiança na indústria (valor)                     | -7,4  | -6,2  | -6,1    | -4,2    | -5,1    | -4,8    | -3,8  | -3,3  | -3,0  |
| <b>Construção</b>                                               |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Licenças de construção - habitação nova (número fogos)          | 7,5   | 6,5   | 13,4    | 23,6    | 39,1    | 17,9    | -6,0  | ...   | ...   |
| Compra e venda de habitações                                    | -18,7 | 14,5  | 19,4    | 32,5    | 25,0    | 15,5    | -     | -     | -     |
| Preço da habitação (euro / m <sup>2</sup> - avaliação bancária) | 9,1   | 8,5   | 8,5     | 13,2    | 15,8    | 17,4    | 18,7  | 18,1  | ...   |
| <b>Serviços</b>                                                 |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)                          | 19,0  | 6,3   | 7,8     | 6,3     | 4,6     | 4,0     | 3,9   | 3,3   | ...   |
| Indicador de confiança nos serviços (valor)                     | 7,7   | 5,6   | 2,4     | 10,9    | 12,5    | 6,6     | 12,8  | 13,5  | 12,4  |
| <b>Consumo</b>                                                  |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Vendas no comércio a retalho                                    | 1,1   | 3,2   | 3,7     | 5,0     | 4,5     | 4,8     | 6,2   | 4,5   | ...   |
| Indicador coincidente do consumo privado                        | 2,9   | 2,7   | 2,7     | 3,4     | 3,6     | 3,3     | 3,1   | 2,9   | ...   |
| Indicador de confiança dos consumidores (valor)                 | -28,6 | -18,0 | -14,3   | -14,3   | -15,5   | -17,9   | -15,7 | -16,2 | -16,5 |
| <b>Mercado de trabalho</b>                                      |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| População empregada                                             | 2,3   | 1,2   | 1,2     | 1,3     | 2,4     | 2,9     | 4,1   | 3,4   | ...   |
| Taxa de desemprego (% da pop. ativa)                            | 6,5   | 6,4   | 6,1     | 6,7     | 6,6     | 5,9     | 6,0   | 6,1   | ...   |
| <b>PIB</b>                                                      | 3,1   | 2,1   | 2,1     | 2,6     | 1,7     | 1,8     | -     | -     | -     |

**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 | 07/25 | 08/25 | 09/25 |
|---------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Inflação global     | 4,4  | 2,4  | 2,2     | 2,6     | 2,3     | 2,2     | 2,6   | 2,8   | 2,4   |
| Inflação subjacente | 5,1  | 2,5  | 2,5     | 2,7     | 2,3     | 2,3     | 2,5   | 2,4   | 2,0   |

**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 | 07/25 | 08/25 | 09/25 |
|----------------------------------------------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Comércio de bens</b>                                  |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)          | -1,4 | 2,0  | 0,5     | 2,0     | 5,3     | 4,3     | 1,2   | ...   | ...   |
| Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)          | -4,0 | 2,0  | -1,1    | 2,0     | 5,4     | 6,9     | 5,8   | ...   | ...   |
| <b>Saldo corrente</b>                                    | 1,5  | 6,0  | 5,1     | 6,0     | 4,2     | 3,7     | 4,1   | ...   | ...   |
| Bens e serviços                                          | 4,1  | 6,5  | 6,4     | 6,5     | 5,2     | 4,5     | 4,9   | ...   | ...   |
| Rendimentos primários e secundários                      | -2,6 | -0,6 | -1,3    | -0,6    | -0,9    | -0,9    | -0,8  | ...   | ...   |
| <b>Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento</b> | 5,5  | 9,1  | 8,6     | 9,1     | 7,5     | 7,1     | 7,7   | ...   | ...   |

**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 | 07/25 | 08/25 | 09/25 |
|----------------------------------------------|-------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Depósitos<sup>1</sup></b>                 |       |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Depósitos das famílias e empresas            | -2,3  | 7,5  | 6,0     | 7,5     | 6,5     | 5,4     | 6,2   | 6,0   | ...   |
| À ordem                                      | -18,5 | -0,3 | -8,1    | -0,3    | 5,0     | 5,1     | 6,5   | 7,5   | ...   |
| A prazo e com pré-aviso                      | 22,2  | 15,3 | 22,6    | 15,3    | 7,8     | 5,8     | 5,9   | 4,6   | ...   |
| Depósitos das Adm. Públicas                  | -12,4 | 26,7 | 29,1    | 26,7    | 29,3    | 39,6    | 15,5  | 17,0  | ...   |
| <b>TOTAL</b>                                 | -2,6  | 7,9  | 6,7     | 7,9     | 7,1     | 6,4     | 6,5   | 6,3   | ...   |
| <b>Saldo vivo de crédito<sup>1</sup></b>     |       |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Setor privado                                | -1,5  | 1,9  | 1,1     | 1,9     | 3,3     | 4,9     | 5,3   | 5,6   | ...   |
| Empresas não financeiras                     | -2,1  | -1,0 | -0,6    | -1,0    | 0,1     | 2,2     | 2,2   | 2,6   | ...   |
| Famílias - habitação                         | -1,5  | 3,0  | 1,3     | 3,0     | 4,9     | 6,4     | 7,3   | 7,5   | ...   |
| Famílias - outros fins                       | 0,2   | 5,4  | 4,6     | 5,4     | 5,7     | 6,6     | 6,5   | 6,4   | ...   |
| Administrações Públicas                      | -5,5  | 0,6  | -4,1    | 0,6     | -8,0    | 3,8     | 1,4   | 2,4   | ...   |
| <b>TOTAL</b>                                 | -1,7  | 1,9  | 0,9     | 1,9     | 2,9     | 4,9     | 5,2   | 5,5   | ...   |
| <b>Taxa de incumprimento (%)<sup>2</sup></b> | 2,7   | 2,4  | 2,6     | 2,4     | 2,3     | 2,3     | -     | -     | -     |

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

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

## A economia espanhola desafia a conjuntura mundial e surpreende pela positiva

Em Espanha, a economia continua a mostrar um dinamismo notável, com um desempenho melhor do que o previsto, impulsionado pela procura interna (tanto o consumo privado como o investimento), graças, entre outros fatores, a uma situação financeira sólida das famílias e das empresas, a condições de financiamento favoráveis, à normalização da inflação e à força do mercado de trabalho.

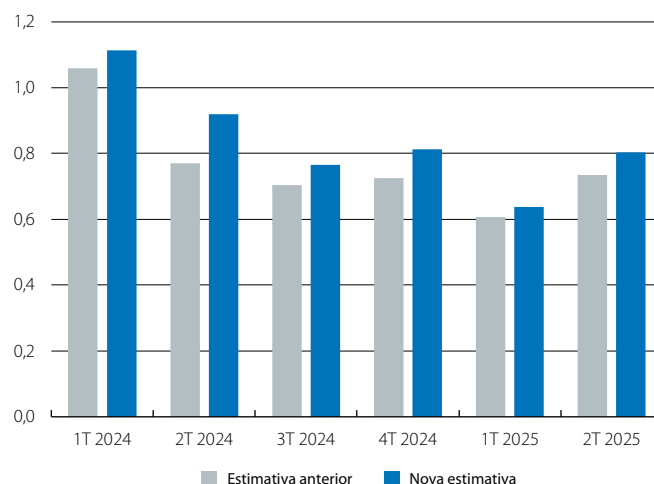
Este desempenho positivo excedeu as expetativas iniciais e compensou mesmo o impacto negativo de um aumento maior do que o previsto das tarifas americanas. Para além disso, o INE reviu em alta as suas estimativas anteriores do PIB, aumentando o seu nível em 0,5% e o crescimento em 2024 para 3,5%, contra os anteriores 3,2%, o que introduz um efeito de arrastamento positivo nas previsões. Em consequência, ajustámos a previsão de crescimento do PIB em 2025 para 2,9%, mais 5 décimas do que na estimativa anterior, e para 2,1% em 2026, mais 1 décima do que anteriormente.

A revisão estatística do INE melhora o ponto de partida. Segundo o INE, o crescimento do PIB em cadeia no 2T 2025 aumentou 0,1 p. p. para 0,8%, em comparação com 0,6% no trimestre anterior, o que significa que a economia espanhola conseguiu mesmo intensificar a sua taxa de crescimento num ambiente global não muito favorável. Nas novas estimativas, o INE também revê em alta as taxas de crescimento trimestrais para a maior parte de 2024. Tendo em conta a nova imagem, a procura interna está 9,0% acima do nível do 4T 2019, acima dos 8,3% anteriormente estimados, principalmente devido ao investimento, que está agora 11,4% acima do nível pré-pandémico, em vez de 6,8%; este é o resultado da revisão acentuada do investimento em construção não residencial de 0,5% abaixo para 9,4% acima.

A atividade continua o seu dinamismo no 3T 2025, com os PMI firmemente enraizados na zona de expansão, o turismo a atingir máximos históricos e o emprego a crescer a bom ritmo. O PMI do o setor dos serviços aumentou para 54,2 em média no 3T, mais 2 pontos do que no trimestre anterior, apoiado pela força da procura, especialmente nas atividades comerciais, que, por sua vez, são impulsionadas por um setor do turismo que, apesar de normalizar o ritmo de crescimento, continua a bater recordes. Com efeito, no período de julho-agosto chegaram ao país 22,3 milhões de turistas estrangeiros, que gastaram 32.842 milhões de euros, o que representa um crescimento de 2,3% e 6,4% em termos homólogos, respetivamente (ver o Focus «A setor do turismo fecha época alta com números sólidos» neste relatório). No que respeita à indústria, o PMI do setor transformador atingiu uma média de 52,6 em julho-setembro (50,0 no 2T); após o contexto internacional turbulento dos meses anteriores, tanto a produção como as novas encomendas estão a melhorar num contexto de reforço das expetativas. Por sua vez, o mercado de trabalho continua a ser um dos pilares do crescimento, com as inscrições na Segurança Social a aumentarem a uma taxa homóloga de 2,4% em setembro, ou seja, mais 500.000 trabalhadores do que há um ano.

### Espanha: PIB

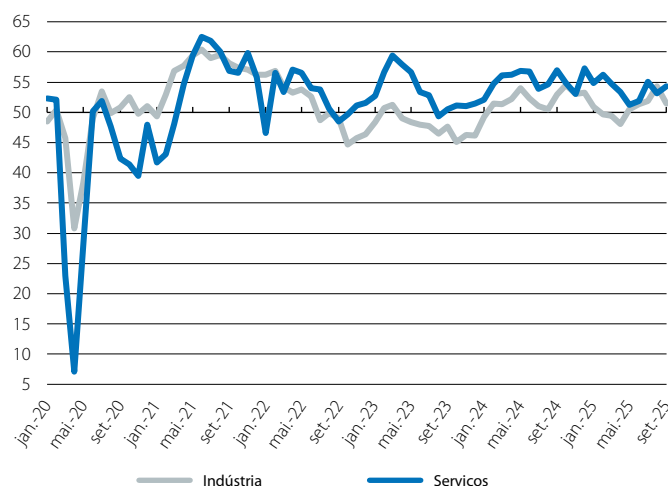
Variação em cadeia (%)



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

### Espanha: PMI

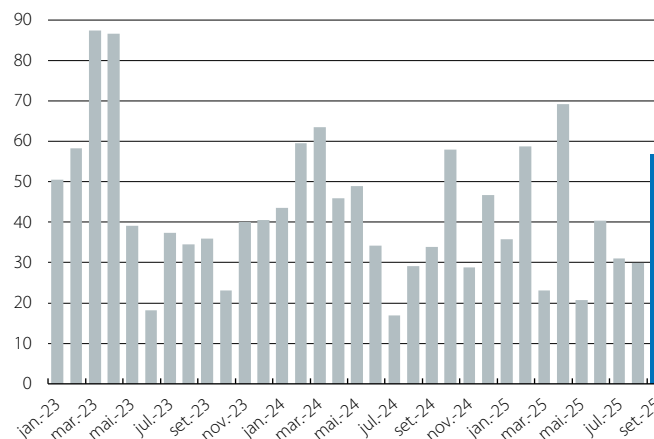
Índice (>50 expansão; <50 contração)



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

### Espanha: inscritos na Segurança Social

Variação mensal (milhares)



Nota: Série ajustada de sazonalidade.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Ministério da Inclusão, da Segurança Social e da Migração (Espanha).

Este vigor do mercado de trabalho traduziu-se num ritmo notável de crescimento do rendimento disponível bruto das famílias (RDB), que no 2T cresceu 6,0% em termos homólogos, impulsionado por um aumento de 7,0% das remunerações dos trabalhadores e ligeiramente acima do aumento das despesas das famílias (5,9%). Assim, a taxa de poupança, em termos acumulados nos últimos quatro trimestres, aumenta para 12,8% do RDB, face a 12,6% no trimestre anterior, um registo que se mantém bem acima da média 2015-2019 (7,2%), o que reforça a capacidade de despesa futura das famílias.

**Relativamente ao consumo, os indicadores mais recentes apontam para uma moderação da taxa de crescimento, após um 2T muito dinâmico.** Segundo o indicador do BPI Research, a atividade de cartões em Espanha cresceu 2,7% em termos homólogos no 3T, face a 4,3% no trimestre anterior, embora com um perfil de menos a mais ao longo do trimestre. Sinais mais favoráveis vêm dos registos de automóveis de passageiros, cujo crescimento acelerou no 3T para 16,9% em termos homólogos (13,7% anteriormente), o mais forte desde o 1T 2023, enquanto em termos anualizados os registos ultrapassaram 1,1 milhões de unidades, o valor mais elevado desde antes do início da pandemia.

**As pressões inflacionistas estão contidas.** Em setembro, de acordo com a estimativa rápida do IPC, a inflação global aumentou 2 décimas de ponto percentual para 2,9%, a taxa mais elevada desde fevereiro, mas isso deveu-se a um efeito de base nos combustíveis e na eletricidade, uma vez que os seus preços caíram menos do que em setembro de 2024; de facto, a inflação subjacente, que exclui a energia e os alimentos não transformados, caiu 1 décima para 2,3%. A retoma da inflação iniciada em maio deverá ter chegado ao fim e, nos próximos meses, em consonância com a contenção dos preços da energia e dos produtos alimentares frescos prevista pelos mercados, esperamos que a inflação se mantenha numa trajetória descendente, fechando o ano perto dos 2%.

**O mercado imobiliário mantém-se dinâmico.** As transações imobiliárias voltaram a aumentar fortemente em julho (13,7% em termos homólogos) e registaram um crescimento generalizado entre regiões e por tipo de habitação, com a procura de habitação nova (22,3%) a ser mais dinâmica do que a de habitação usada (11,6%). Este ano, o balanço mostra um mercado residencial muito dinâmico, onde as vendas cresceram 19% e ultrapassaram as 422.200 transações, os sete primeiros meses mais movimentados desde 2007. Uma política monetária mais acomodatória, o bom momento económico, a força do mercado de trabalho e o crescimento demográfico explicam este dinamismo da procura de habitação face a uma oferta que, embora reativada, é insuficiente. Nos últimos 12 meses, até maio, foram licenciadas 132.000 novas habitações, em comparação com uma taxa de criação de agregados familiares superior a 190.000, de acordo com as Estatísticas Contínuas da População. Este desequilíbrio entre a oferta e a procura faz com que os principais indicadores de preços da habitação continuem a registar crescimentos assinaláveis, como é o caso do valor de avaliação da habitação livre publicado pelo Ministério da Habitação e da Agenda Urbana (3,0% em cadeia no 2T vs. 3,1% no 1T) ou do preço da habitação do INE (4,0% em cadeia vs. 3,5% no 1T).

## Espanha: evolução do IPC

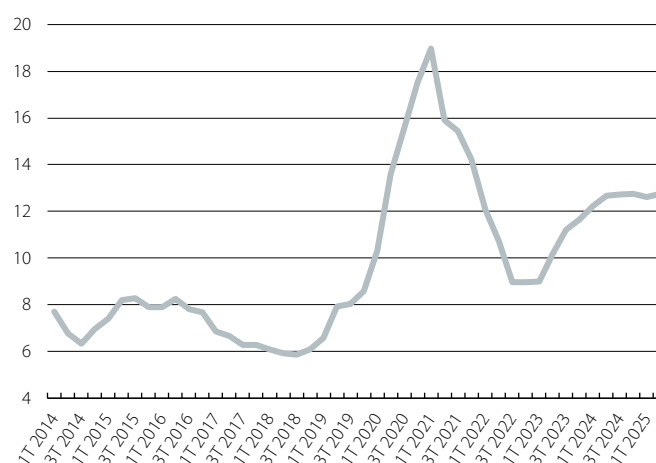
Variação homóloga (%)



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

## Espanha: taxa de poupança das famílias

(% do rendimento disponível bruto)

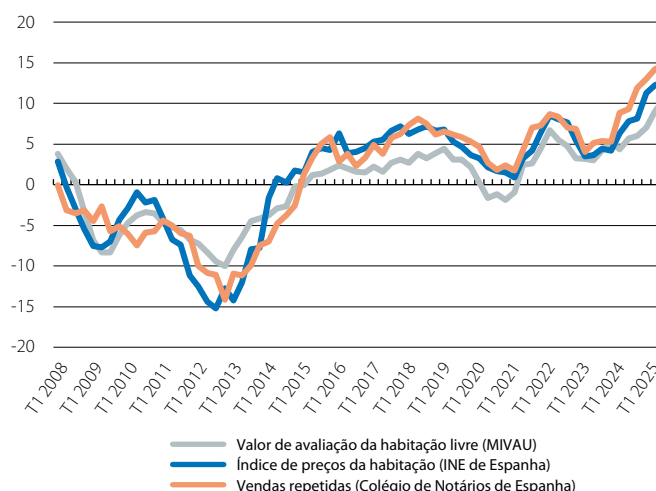


Nota: Dados acumulados de quatro trimestres.

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

## Espanha: preço da habitação

Variação homóloga (%)



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

## O setor do turismo fecha a época alta com números sólidos

A época alta do setor do turismo em Espanha surpreendeu positivamente em 2025. Ao contrário dos anos anteriores, em que se assistiu a um crescimento mais lento do turismo na época alta, as taxas de crescimento do verão deste ano assemelharam-se às da época baixa. Estes dados positivos confirmam a nossa opinião de que o crescimento no setor do turismo está a normalizar-se em níveis sólidos, e a nossa previsão de que o PIB do turismo crescerá 2,7% em 2025 e 2,5% em 2026.

As despesas turísticas internacionais registadas nos terminais de pagamento automático do CaixaBank cresceram 7,7% em termos homólogos nos meses de julho e agosto de 2025. Este valor é muito próximo dos 7,9% registados nos primeiros seis meses de 2025. Tal evolução sugere que o turismo internacional continua a apresentar uma procura sólida, mesmo num contexto de normalização após os excelentes dados pós-pandemia.

Por mercado, os principais mercados emissores tiveram um desempenho sólido. As despesas turísticas provenientes do Reino Unido aumentaram 9,7%, enquanto as provenientes de França aumentaram 9,6%. Não obstante o abrandamento da economia alemã, as despesas dos turistas alemães aumentaram 7,4% na época alta, ultrapassando largamente os 3,5% registados nos primeiros seis meses.

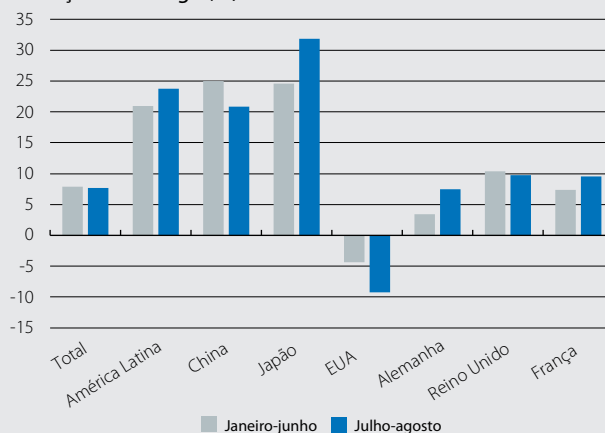
Apesar de os mercados desenvolvidos terem demonstrado força de uma forma transversal, observamos alguma discrepância nos mercados de longo curso. O turismo proveniente dos EUA registou uma quebra significativa (-9,2%), superior aos -4,4% registados nos primeiros seis meses do ano. Este declínio é compensado por excelentes registos noutros mercados de longo curso, como a China, o Japão e a América Latina, todos com um crescimento superior a 20%. Constatamos que as despesas de turismo da América Latina aceleraram significativamente a partir de dezembro de 2024.

O turismo doméstico também registou progressos este verão, embora de forma mais discreta. Em julho e agosto, as despesas do turismo doméstico aumentaram 3,1%, um pouco menos do que os 4,1% registados entre janeiro e junho. Destaca-se o aumento dos gastos em restauração que, segundo os dados dos TPA do CaixaBank, aumentaram 13,2% em termos homólogos no verão de 2025.

Graças ao crescimento robusto e diversificado do turismo internacional, o balanço da época alta é positivo. Este bom desempenho confirma as nossas previsões para o setor, que esperamos que contribua com 0,35 p. p. para o crescimento do PIB este ano e 0,33 p. p. em 2026.

### Espanha: despesas de turismo internacional

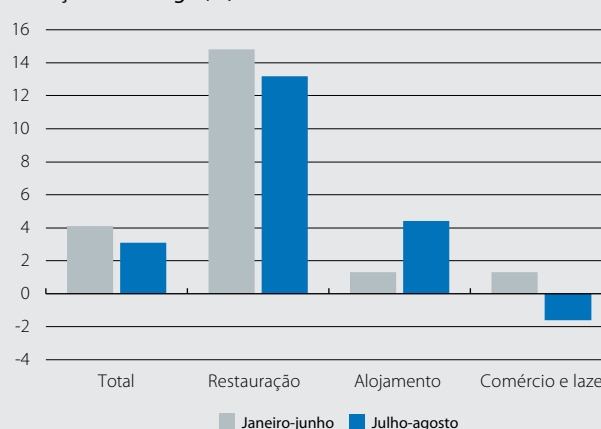
Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, com base nos dados dos TPA do CaixaBank.

### Espanha: despesas do turismo interno

Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, com base nos dados dos TPA do CaixaBank.



**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 | 07/25 | 08/25 | 09/25 |
|------------------------------------------------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Indústria</b>                               |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Índice de produção industrial                  | -1,6  | 0,4   | -0,2    | 1,3     | -0,7    | 1,4     | 2,5   | ...   | ...   |
| Indicador de confiança na indústria (valor)    | -6,5  | -4,9  | -3,0    | -5,9    | -5,4    | -5,2    | -4,5  | -5,8  | -4,7  |
| PMI das indústrias (valor)                     | 48,0  | 52,2  | 51,5    | 53,6    | 50,0    | 50,0    | 51,9  | 54,3  | 51,5  |
| <b>Construção</b>                              |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Licenças de novas construções (acum. 12 meses) | 0,5   | 16,7  | 10,2    | 16,7    | 20,1    | 14,8    | 14,1  | ...   | ...   |
| Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)  | -10,2 | 9,7   | -1,4    | 9,7     | 17,0    | 22,9    | 22,3  | ...   | ...   |
| Preço da habitação                             | 4,0   | 8,4   | 8,2     | 11,3    | 12,2    | 12,7    | ...   | ...   | ...   |
| <b>Serviços</b>                                |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)         | 18,9  | 10,1  | 12,3    | 10,1    | 8,1     | 6,3     | 5,6   | 5,1   | ...   |
| PMI dos serviços (valor)                       | 53,6  | 55,3  | 55,2    | 55,1    | 55,3    | 52,2    | 55,1  | 53,2  | 54,3  |
| <b>Consumo</b>                                 |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Vendas a retalho <sup>1</sup>                  | 2,5   | 1,8   | 2,6     | 2,9     | 3,4     | 5,1     | 4,7   | 4,5   | ...   |
| Matrículas de automóveis                       | 16,7  | 7,2   | 1,7     | 14,4    | 14,0    | 13,7    | 17,1  | 17,2  | 16,4  |
| Indicador do sentimento económico (valor)      | 100,5 | 103,0 | 105,5   | 101,5   | 103,3   | 103,1   | 104,3 | 101,7 | 104,7 |
| <b>Mercado de trabalho</b>                     |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| População empregada <sup>2</sup>               | 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 <sup>3</sup>     | 2,7   | 2,4   | 2,3     | 2,4     | 2,3     | 2,2     | 2,3   | 2,3   | 2,4   |
| <b>PIB</b>                                     | 2,5   | 3,5   | 3,6     | 3,7     | 3,2     | 3,1     | ...   | ...   | ...   |

**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 | 07/25 | 08/25 | 09/25 |
|---------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Inflação global     | 3,5  | 2,8  | 2,2     | 2,4     | 2,7     | 2,2     | 2,7   | 2,7   | 2,9   |
| Inflação subjacente | 6,0  | 2,9  | 2,6     | 2,5     | 2,2     | 2,3     | 2,3   | 2,4   | 2,3   |

**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 | 07/25 | 08/25 | 09/25 |
|----------------------------------------------------------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Comércio de bens</b>                                  |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)          | -1,4  | 0,2   | -1,8    | 0,2     | 3,3     | 2,0     | 1,6   | ...   | ...   |
| Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)          | -7,2  | 0,1   | -3,1    | 0,1     | 4,2     | 4,1     | 4,3   | ...   | ...   |
| <b>Saldo corrente</b>                                    | 40,9  | 50,7  | 50,5    | 50,7    | 47,8    | 49,1    | 48,9  | ...   | ...   |
| Bens e serviços                                          | 57,5  | 66,3  | 65,9    | 66,3    | 63,5    | 64,3    | 63,8  | ...   | ...   |
| Rendimentos primários e secundários                      | -16,5 | -15,7 | -15,5   | -15,7   | -15,7   | -15,2   | -14,9 | ...   | ...   |
| <b>Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento</b> | 57,8  | 68,7  | 68,9    | 68,7    | 66,6    | 68,1    | 67,9  | ...   | ...   |

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

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

|                                              | 2023  | 2024 | 3T 2024 | 4T 2024 | 1T 2025 | 2T 2025 | 07/25 | 08/25 | 09/25 |
|----------------------------------------------|-------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Depósitos</b>                             |       |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Depósitos das famílias e empresas            | 0,3   | 5,1  | 4,3     | 5,1     | 4,6     | 3,9     | 4,8   | 5,1   | ...   |
| À ordem e poupança                           | -7,4  | 2,0  | -1,6    | 2,0     | 3,1     | 5,0     | 6,5   | 7,2   | ...   |
| A prazo e com pré-aviso                      | 100,5 | 23,5 | 47,5    | 23,5    | 12,6    | -1,5    | -3,6  | -5,1  | ...   |
| Depósitos das Adm. Públicas <sup>5</sup>     | 0,5   | 23,1 | 14,8    | 23,1    | 24,4    | 25,5    | 15,7  | 9,0   | ...   |
| <b>TOTAL</b>                                 | 0,3   | 6,3  | 5,1     | 6,3     | 5,9     | 5,4     | 5,7   | 5,4   | ...   |
| <b>Saldo vivo de crédito</b>                 |       |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Setor privado                                | -3,4  | 0,7  | -0,3    | 0,7     | 1,7     | 2,6     | 2,6   | 2,7   | ...   |
| Empresas não financeiras                     | -4,7  | 0,4  | -0,6    | 0,4     | 1,6     | 2,5     | 2,2   | 2,5   | ...   |
| Famílias - habitação                         | -3,2  | 0,3  | -0,7    | 0,3     | 1,4     | 2,3     | 2,4   | 2,8   | ...   |
| Famílias - outros fins                       | -0,5  | 2,3  | 1,2     | 2,3     | 3,1     | -261,5  | 3,9   | 3,3   | ...   |
| Administrações Públicas                      | -3,5  | -2,6 | -5,4    | -2,6    | -0,3    | 5,3     | 12,7  | 14,8  | ...   |
| <b>TOTAL</b>                                 | -3,4  | 0,5  | -0,7    | 0,5     | 1,6     | 2,7     | 3,2   | 3,5   | ...   |
| <b>Taxa de incumprimento (%)<sup>6</sup></b> | 3,5   | 3,3  | 3,4     | 3,3     | 3,2     | 3,0     | 2,9   | ...   | ...   |

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

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

## ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

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

### INFORMAÇÃO MENSAL

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

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

### DAILY REPORT

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

### PULSO ECONÓMICO

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

### NOTAS BREVES

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

### FLASH NOTES

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

### FICHAS SÍNTESE PAÍS

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



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

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

© Banco BPI, S.A., 2025

© CaixaBank, S.A., 2025

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

