

IM07

INFORMAÇÃO MENSAL
JULHO-AGOSTO 2025



ECONOMIAS E MERCADOS INTERNACIONAIS

ECONOMIA INTERNACIONAL

Dependências das importações e urgências competitivas para a indústria europeia

O difícil adeus da UE à energia russa

Índia vs. China: uma perspetiva de crescimento

ECONOMIA ESPANHOLA

O recente padrão de crescimento do emprego em Espanha favoreceu o crescimento da produtividade?

A tecnologia e a complexidade são exportadas de Espanha?

ECONOMIA PORTUGUESA

Novas medidas, novos compromissos internacionais: será o fim do excedente orçamental?

O turismo português prepara-se para o Verão

Financiamento titulado ESG em Portugal: análise quantitativa

INFORMAÇÃO MENSAL**Julho-Agosto 2025**

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

BPI Research (DF-EEF)

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

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

deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista Chefe

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com

research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista Chefe

José Ramón Díez

Diretor de Economias e

Mercados Internacionais

Oriol Aspachs

Diretor de Economia Espanhola

Sandra Jódar

Diretora de Planeamento Estratégico

Adrià Morron Salmeron

e **Oriol Carreras**

Coordenadores da *Informação Mensal*

Data de fecho desta edição:

9 de julho de 2025

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

12 *Dependências das importações e urgências competitivas para a indústria europeia*

15 *O difícil adeus da UE à energia russa*

17 *Índia vs. China: uma perspetiva de crescimento*

22 ECONOMIA PORTUGUESA

24 *Novas medidas, novos compromissos internacionais: será o fim do excedente orçamental?*

26 *O turismo português prepara-se para o Verão*

28 *Financiamento titulado ESG em Portugal: análise quantitativa*

31 ECONOMIA ESPANHOLA

33 *O recente padrão de crescimento do emprego em Espanha favoreceu o crescimento da produtividade?*

36 *A tecnologia e a complexidade são exportadas de Espanha?*

Finanças Públicas (também) em Destaque

Um novo foco de preocupação pode ser acrescentado ao complexo panorama económico global: a saúde das finanças públicas. Desta vez, o gatilho não será um país emergente ou do sul da Europa. O novo governo dos EUA aprovou um plano fiscal que, segundo as estimativas iniciais, manterá o défice público americano em níveis muito elevados nos próximos anos, na ordem dos 7% do PIB, e poderá colocar a dívida pública numa trajetória ascendente preocupante, aumentando 15 p. p. para 130% do PIB nos próximos cinco anos. A tudo isto acresce a deterioração das perspetivas de crescimento para a principal economia do mundo, em resultado da política económica implementada. Desde novembro de 2024, a previsão de crescimento para este ano foi reduzida em mais de 0,5 p. p., e as perspetivas de crescimento a médio prazo também estão a deteriorar-se.

A experiência dos últimos anos mostra que a confiança na sustentabilidade das finanças públicas pode evaporar-se rapidamente. Foi o que aconteceu recentemente no Reino Unido, quando Liz Truss anunciou um plano fiscal com cortes profundos nos impostos que colocaram as finanças públicas britânicas em risco. Há mais de 10 anos, durante a crise financeira mundial, o aumento dos prémios de risco dos chamados PIIGS foi também repentino e pronunciado. Além disso, é importante considerar que, durante estes episódios, a aversão ao risco dos investidores aumenta, pelo que o aperto das condições financeiras tende a ser generalizado e a situação de cada economia não é adequadamente diferenciada. Isto exige esforços redobrados quando os ventos são favoráveis.

Neste contexto, Portugal tem-se destacado positivamente, embora não esteja imune a um potencial agravamento das condições financeiras globais. E sobretudo, nos próximos anos, a redução do rácio da dívida pública estará dificultada pelo aumento do peso dos juros e pela menor expansão da atividade económica (incluindo volume e preços). Se não vejamos: a dívida pública portuguesa encerrou 2024 ligeiramente acima dos 95% do PIB, um nível superior ao da maioria das economias desenvolvidas, nomeadamente da União Europeia (ou da UEM), que registou 82% (87,7% na UEM), embora inferior ao de grandes economias como Espanha, França, Itália, Estados Unidos e Japão. Portugal evidenciou-se favoravelmente desde a pandemia, pois foi o país que mais corrigiu o aumento do endividamento público. Em 2024, o rácio de dívida pública situava-se 21 p. p. abaixo dos níveis de 2019, que contrasta com aumentos registados em praticamente todas as economias.

Nos últimos anos, as duas principais alavancas para a queda do rácio de dívida pública foram a manutenção de um saldo primário positivo (excluindo os juros), graças a uma política orçamental prudente (ainda que considerada expansionista) e, sobretudo, o forte crescimento económico. Segundo o Banco de Portugal, a redução do rácio de dívida pública no período 2022-2024, em 29 p. p., ficou totalmente a dever-se ao efeito «aumento do denominador», quase repartido de igual forma entre o aumento do PIB real e aumento dos preços. Para a variação do numerador, ou seja, da dívida total, o aumento do peso dos juros praticamente foi compensado pelo saldo primário positivo, fruto da política orçamental prudente.

Numa análise prospetiva, parece-nos que as duas principais alavancas para novas quedas da dívida se mantêm, embora o crescimento nominal vá ponderar num grau muito menor. Recordamos que o saldo público encerrou 2024 em 0,7% do PIB, mas múltiplas instituições têm alertado para a possibilidade para que resvale para um défice já este ano, incluindo o Banco de Portugal, o Conselho de Finanças Públicas e o BPI Research (ver neste Relatório Mensal «Novas medidas, novos compromissos internacionais: será o fim do excedente orçamental?»). Ainda assim, esta situação seria significativamente melhor que a das grandes economias, que registaram défices expressivos, nomeadamente EUA, França e Reino Unido (7,3%, 5,8% e 5,7%, respetivamente), o que permite a redução da dívida, ainda que gradual e desde que o crescimento se mantenha dinâmico. Neste sentido, é de salientar que, até à data, o ritmo de crescimento do PIB português tem sido robusto entre as economias desenvolvidas, com quase 90% delas a apresentarem piores números em 2024. Tudo isto contribuiu para que o prémio de risco da dívida pública portuguesa mantivesse uma trajetória descendente, situando-se abaixo do da França, da Itália ou mesmo de Espanha.

Mas para reforçar esta posição, as contas públicas têm de ser manuseadas com pinças e o crescimento económico terá de se manter relativamente dinâmico. Neste sentido, é fundamental que o crescimento da produtividade apresente uma melhoria face aos números da última década. Entre 2014 e 2024, o PIB por hora trabalhada cresceu apenas 0,4% ao ano, em média. No entanto, os números mais recentes são mais animadores. De facto, desde a pandemia o crescimento da produtividade duplicou, atingindo 1,0% ao ano, em média. Em relação ao saldo orçamental, no curto prazo, tudo indica que o compromisso com a prudência orçamental manter-se-á, suportado também pelo crescimento esperado da atividade económica. No entanto, a médio prazo, a pressão sobre as despesas públicas aumentará, devido ao aumento das despesas com defesa, cuidados de saúde e benefícios sociais, o que tornará o ajustamento mais difícil. Ao mesmo tempo, as receitas públicas em Portugal estão próximas da mediana dos países desenvolvidos, pelo que não parece haver espaço para as reforçar. Além disso, observa-se também que praticamente todos os países desenvolvidos com um PIB per capita superior ao de Portugal apresentam uma maior eficiência do setor público, de acordo com o indicador do Banco Mundial, que mede a qualidade dos serviços públicos e a eficácia das políticas públicas. Existe um espaço significativo para melhorias nesta área, crucial para impulsionar o progresso económico e reduzir a desigualdade.

Oriol Aspash e Paula Carvalho
Julho 2025

Cronologia

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).	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.
ABRIL 2025 2 <i>Liberation Day</i>: 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.	MARÇO 2025 4 A Comissão Europeia apresenta a sua proposta para reforçar as capacidades de defesa da UE (plano <i>ReArm Europe</i>). 6 O BCE reduziu as taxas de juro em 25 p. b. e colocou a taxa depo em 2,50%.
FEVEREIRO 2025 1 Trump assina as primeiras ordens executivas com medidas protecionistas contra a China, Canadá e México. 10-11 Cimeira de Ação sobre Inteligência Artificial em Paris, com a participação de governos, organizações e empresas de mais de 100 países.	JANEIRO 2025 10 O programa Copernicus da UE indica que 2024 foi o ano mais quente de que há registo e o primeiro a ultrapassar a marca de 1,5 °C acima da média pré-industrial. 30 O BCE reduziu as taxas de juro em 25 p. b. e baixou a taxa depo para 2,75%.

Agenda

JULHO 2025 1 Zona Euro: estimativa do IPC (junho). 2 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (junho). 9 Espanha: contas financeiras (1T). 10 Portugal: comércio internacional (maio). 15 China: PIB (2T). 18 Portugal: balança de pagamentos (maio). 22 Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (maio). 24 Espanha: inquérito à população ativa (2T). Conselho de Governadores do Banco Central Europeu. 29 Espanha: previsão do PIB (2T). 29-30 EUA: FED: FOMC (Comité de Mercado Aberto). 30 Espanha: estimativa do IPC (julho). Portugal: PIB flash (2T). Zona Euro: PIB (2T). Zona Euro: índice de sentimento económico (julho). EUA: PIB (2T). 31 Espanha: execução orçamental do Estado (junho). Portugal: estimativa do IPC (julho). Portugal: execução orçamental (junho). Portugal: atividade turística (junho).

Tarifas e dependências estratégicas: duas faces da mesma moeda

Passado metade do ano, a lista de questões em aberto na agenda económica internacional mantém-se considerável (níveis tarifários finais, risco geopolítico, ajustamento da inflação nos EUA, enfraquecimento do dólar, etc.), limitando a visibilidade sobre o desempenho da atividade no curto prazo, precisamente quando entramos num período do ano com elevada sensibilidade do setor financeiro a qualquer surpresa negativa. O balanço continua, portanto, instável, embora a resiliência do ciclo económico e dos mercados financeiros às distorções causadas por um risco geopolítico cada vez mais proeminente continue a surpreender. Para já, fatores como a solidez do mercado de trabalho, a sólida posição financeira do setor privado, o dinamismo do setor tecnológico e o regresso das taxas de juro à zona neutra (com exceção dos EUA) parecem estar a compensar o efeito das perturbações acumuladas desde janeiro. No entanto, no curto prazo, a incerteza poderá continuar a afetar as decisões dos consumidores e das empresas, bem como a atuação dos bancos centrais.

Assim sendo, o resultado final das negociações tarifárias determinará a trajetória do desempenho económico internacional nos próximos trimestres e poderá abrir cenários bastante heterogéneos. Não só o ponto de chegada é importante, mas também como e quando será alcançado. Por enquanto, embora haja muitos detalhes por conhecer e tenha sido definido um novo prazo para as negociações (1 de agosto), o nível tarifário médio final dos EUA poderá aproximar-se dos 15%, consistente com as premissas por detrás da maioria dos cenários centrais de previsão, que, no nosso caso, colocariam o crescimento global este ano em 2,9%, apenas um passo abaixo das taxas de atividade anteriores ao ruído provocado pelas tarifas. Neste sentido, embora os dados de atividade do segundo trimestre, a publicar no final de julho, proporcionem maior visibilidade para avaliar o impacto no crescimento provocado pelas tensões tarifárias –através dos canais de comércio, dos preços e das expectativas– a sensação é de que, durante o primeiro semestre do ano, o efeito líquido terá sido moderado e inferior aos sinais antecipados pelos indicadores de confiança. A divulgação dos dados de inflação de junho, bem como dos lucros das empresas do segundo trimestre, também lançará alguma luz sobre a forma como o custo dos aumentos das tarifas nos EUA está a ser distribuído entre os consumidores, as empresas e os exportadores. O mais importante, porém, é que nada foi definitivamente quebrado, uma

vez que o risco de efeitos não lineares com um impacto potencial muito elevado, como a disrupção das cadeias de abastecimento, foi minimizado.

Será mais difícil extrapolar tendências a longo prazo, embora tudo esteja a conduzir a um mundo mais fragmentado, com barreiras crescentes entre blocos comerciais e uma procura generalizada de autonomia estratégica, um conceito inicialmente centrado na segurança e defesa e agora a mudar para um foco predominantemente económico. O problema é que, dados os laços económicos que se têm formado nas últimas décadas (ver «Dependências de Importação e Urgências Competitivas para a Indústria Europeia» neste mesmo *Relatório Mensal*), as decisões de política comercial não serão inócuas para o crescimento potencial futuro. No caso da Europa, a percentagem da oferta de produtos manufaturados (não energéticos) coberta por importações extra-UE aumentou de 15% para 25% nos últimos vinte anos, incluindo produtos industriais com elevado conteúdo tecnológico onde esta dependência é cada vez maior, como os componentes eletrónicos (64,8%) ou os equipamentos de telecomunicações (82,5%). Tudo isto reflete a perda de competitividade do setor transformador europeu (e o aumento da complexidade das exportações chinesas, cada vez mais semelhantes às europeias), o que gerou dependências estratégicas muito significativas, realçando a necessidade de acelerar o roteiro da Comissão Europeia (bússola da competitividade) com base nos Relatórios Draghi e Letta. Neste contexto, explicaria também a urgência demonstrada por países como a Alemanha em chegar a um acordo rápido com os EUA, uma vez que não só está em causa um mercado fundamental para uma gama de produtos europeus altamente sensíveis (automóveis, setor agrícola, etc.), como também a dependência dos EUA, embora moderada (3% da oferta total), afeta setores estratégicos (farmacêuticos, equipamento de transporte, etc.). Esta procura pela competitividade perdida da indústria europeia, ao mesmo tempo que procura otimizar as relações comerciais com as duas maiores potências económicas no mundo pós-globalização, irá moldar o futuro da Europa a médio prazo. Em última análise, embora seja difícil acreditar que «tarifa» seja a palavra mais bonita do dicionário depois de «amor», como acredita Trump, continuará a ser a mais importante para os nossos cenários económicos a curto prazo. E para o comportamento dos mercados financeiros durante um período altamente sensível do ano.

José Ramón Díez

Final de período, exceto quando é especificado o contrário

Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2019	Média 2020-2022	2023	2024	2025	2026
TAXAS DE JURO							
Dólar							
Fed funds (limite inferior)	3,18	0,54	0,67	5,25	4,25	4,00	3,25
SOFR 3 meses	3,62	1,01	1,07	5,37	4,37	4,07	3,35
SOFR 12 meses	3,86	1,48	1,48	4,95	4,19	3,75	3,41
Dívida pública 2 anos	3,70	1,04	1,21	4,46	4,24	4,10	3,90
Dívida pública 10 anos	4,69	2,57	1,76	4,01	4,40	4,60	4,50
Euro							
Depo BCE	2,05	0,20	-0,30	4,00	3,09	1,75	2,00
Refi BCE	3,05	0,75	0,20	4,50	3,24	1,90	2,15
€STR	-	-0,54	-0,38	3,90	3,06	1,70	2,06
Euribor 1 mês	3,18	0,50	-0,32	3,86	2,89	1,74	2,10
Euribor 3 meses	3,24	0,65	-0,21	3,94	2,83	1,76	2,11
Euribor 6 meses	3,29	0,78	-0,07	3,93	2,63	1,91	2,14
Euribor 12 meses	3,40	0,96	0,10	3,68	2,44	2,09	2,18
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,35	-0,21	2,55	2,02	1,89	1,97
Dívida pública 10 anos	4,30	1,54	0,14	2,11	2,22	2,30	2,40
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	1,69	0,18	2,77	2,26	2,48	2,63
Dívida pública 5 anos	3,91	2,19	0,38	2,75	2,48	2,67	2,84
Dívida pública 10 anos	4,42	3,17	0,99	3,09	2,90	3,00	3,20
Prémio de risco	11	164	85	98	68	70	80
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	3,33	0,07	2,33	2,03	2,01	2,14
Dívida pública 5 anos	3,96	3,94	0,35	2,42	2,15	2,31	2,49
Dívida pública 10 anos	4,49	4,67	0,96	2,74	2,68	2,85	3,10
Prémio de risco	19	314	82	63	46	55	70
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,13	1,09	1,05	1,14	1,15
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,87	0,86	0,83	0,81	0,80
EUR/JPY (yenes por euro)	129,56	126,41	129,91	156,99	161,18	158,00	154,00
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	80,1	71,0	77,3	73,1	61,7	62,8
Brent (euros/barril)	36,4	62,5	63,9	70,9	69,8	54,1	54,6

Previsões

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

Economia internacional

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

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

Previsões

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

Economia portuguesa

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

Previsões

Economia espanhola

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

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

Previsões

Nem o risco geopolítico nem as ameaças comerciais estão a travar os ativos de risco

Contenção do impacto do aumento do risco geopolítico. A escalada de tensões no Médio Oriente com os ataques entre Israel, os EUA e o Irão foi curta, intensa mas contida. O mesmo aconteceu com a reação dos mercados financeiros. Em apenas uma semana, o preço do crude Brent recuperou 20%, passando de 66 para 79 dólares, antes de cair 15% em cinco dias, após o anúncio de uma trégua. Entretanto, o preço do Brent consolidou-se em níveis em torno dos 67 e 68 dólares por barril, depois de os fundamentos terem voltado a orientar a dinâmica dos preços num contexto de excesso de oferta, em que a OPEP+ vai também avançar com a reversão do corte de 2,2 milhões de barris implementado em 2023. Em agosto, a produção aumentará em 548.000 bpd, acelerando a partir de aumentos consecutivos de 411.000 bpd em maio, junho e julho. Outros ativos financeiros reagiram de forma mais cautelosa. No dia dos bombardeamentos dos EUA, o S&P 500 caiu apenas 1,5%, o dólar valorizou-se 0,3% e o ouro, um ativo tradicional de refúgio, subiu 3%, regressando rapidamente aos níveis anteriores. Depois deste curto episódio, os mercados retomaram as tendências já observadas no mês anterior: taxas de juro soberanas mais estáveis na Zona Euro, sem choques ou surpresas por parte do BCE; taxas nos EUA a evoluir de acordo com as expectativas da política orçamental, sem impacto significativo dos riscos orçamentais do novo projeto de lei orçamental (o OBBBA) ou das ameaças de tarifas. E os mercados bolsistas estão a avançar de forma resiliente, apesar das tensões comerciais, o que pode refletir o otimismo dos investidores em relação à possibilidade de a Casa Branca conseguir finalmente chegar a acordos com os seus parceiros comerciais, ou simplesmente a descrença de que Trump volte a impor tarifas recíprocas.

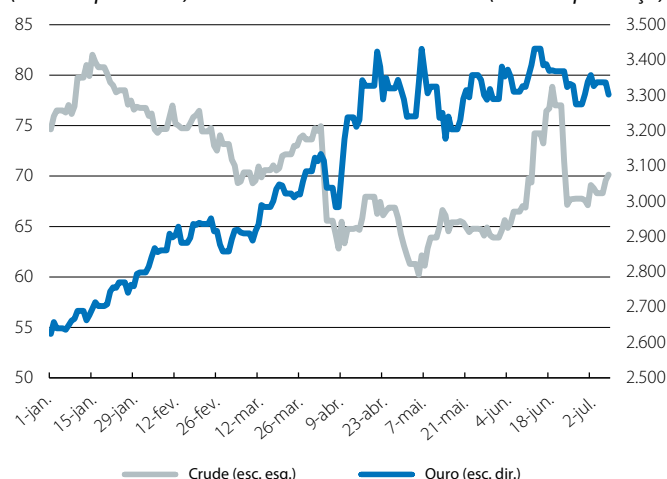
O BCE baixa as taxas e chega ao «fim de um ciclo monetário». Tal como previsto, em junho, o BCE reduziu as taxas em 25 p. b. (depo em 2,00%). A atual situação foi caracterizada por Lagarde como «o fim do ciclo monetário», que atingiu a normalização da inflação após as perturbações causadas pela COVID-19 e pela guerra na Ucrânia. Antecipando a nova fase do ciclo, abre-se um leque de cenários num ambiente que o BCE descreveu como de incerteza «excecional», tendo o banco central reiterado a sua estratégia dependente dos dados para as próximas reuniões. No entanto, Lagarde avaliou que a atual orientação da política monetária está bem posicionada para responder à incerteza, sinalizando pouca vontade de voltar a aliviar a pressão em julho. A expectativa dos mercados financeiros é de que as taxas se mantenham inalteradas na próxima reunião e de que haja um novo corte de 25 p. b. na última parte do ano.

Fed em pausa e opiniões divididas. Também não foi surpreendente a Reserva Federal, que manteve a taxa dos *fed funds* no intervalo 4,25%-4,50%, prolongando pela quarta vez consecutiva a pausa iniciada este ano. Mais uma vez, justificou a decisão argumentando que precisa de mais clareza sobre o impacto das tarifas nos preços e na atividade antes de voltar a agir, e considera que a força da economia lhe permite fazer uma nova pausa. Com a atualização das previsões macroeconómicas, a Fed não alterou a sua avaliação qualitativa de um cenário de inflação mais elevada e

Matérias-primas

(Dólares por barril)

(Dólares por onça)

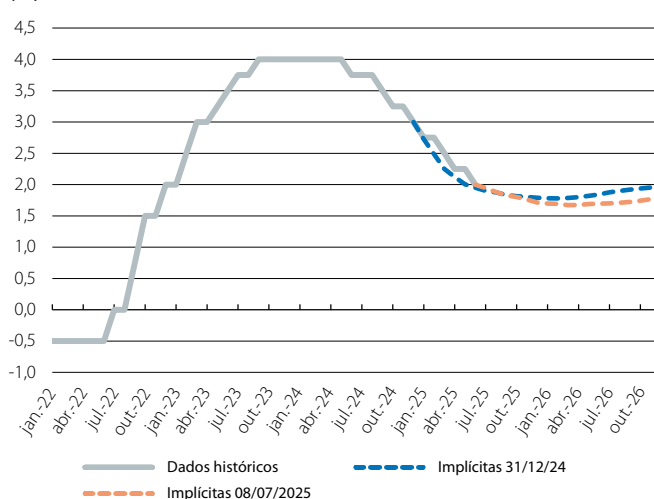


Nota: O crude refere-se ao barril de Brent.

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

BCE: taxa depo

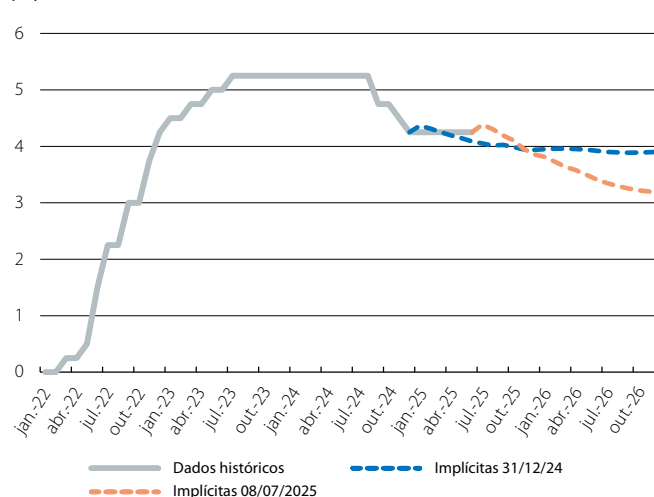
(%)



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

Reserva Federal: taxa fed funds

(%)



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

crescimento mais baixo, embora tenha aumentado a magnitude do impacto devido a tarifas mais elevadas do que as inicialmente estimadas. Mais relevantes foram as projeções das taxas de juro no *dot plot*. O gráfico apresentou dois blocos bem definidos e de dimensões semelhantes no seio do FOMC: por um lado, um grupo mais cauteloso que prevê apenas uma descida das taxas este ano ou mesmo nenhuma; por outro lado, uma ala mais flexível que continua a projetar pelo menos dois cortes. Tal dispersão de expectativas evidenciou a crescente incerteza quanto à trajetória da política monetária e reforça a estratégia de dependência dos dados. Os mercados financeiros preveem que a Fed retomará a flexibilização monetária após o verão, com dois cortes de 25 p. b. este ano.

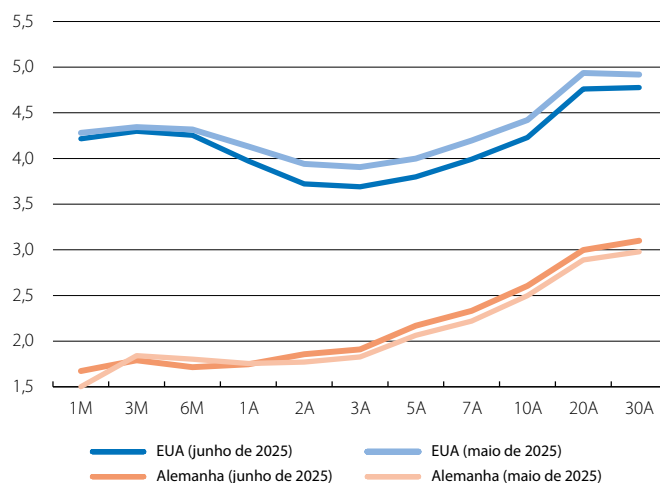
As expetativas em matéria de política orçamental e monetária orientam as taxas soberanas. Não tendo havido surpresas por parte do BCE nem alterações nas tendências subjacentes da economia da Zona Euro, as taxas soberanas na região mantiveram-se relativamente estáveis durante a primeira metade do mês. Com a notícia da nova proposta de orçamento da Alemanha, que implica um aumento da despesa pública, as taxas soberanas recuperaram de forma generalizada, fechando o mês de junho até 10 p. b. acima do final do mês anterior. Nos EUA, porém, as taxas soberanas oscilaram com as descidas iniciais ao longo da curva impulsionadas pelas expetativas de uma Fed mais acomodatória (que poderá cortar as taxas até três vezes este ano) face ao aparente impacto limitado, por agora, que as tarifas estão a ter nos dados da inflação. Contudo, os bons dados sobre o emprego em junho invertiram a tendência e cimentaram a expetativa de que a Fed permanecerá em pausa até depois do verão, levando a uma recuperação das taxas dos *treasuries* desde o início de julho até ao fecho desta publicação.

As tensões geopolíticas não são suficientes para impulsionar o dólar. Não obstante o aumento das tensões geopolíticas e da incerteza comercial, a moeda norte-americana enfraqueceu quase 3% em junho face aos seus principais pares, atingindo o seu nível mais baixo desde 2021. A trégua entre os países envolvidos no conflito do Médio Oriente, que aumentou a apetência por ativos de risco, e as oscilações das taxas de juro soberanas dos EUA levaram à queda da moeda. Além disso, as perspetivas de deterioração orçamental nos EUA continuaram a pesar. A desvalorização do dólar foi particularmente acentuada em relação ao euro, que está atualmente a ser transacionado a cerca de 1,18 por dólar (quase 15% mais do que no início do ano).

Mercados bolsistas: otimistas, incrédulos ou ambos? Num contexto de forte incerteza geopolítica, e com a aproximação da data de expiração da pausa nas tarifas recíprocas, os mercados bolsistas mundiais tiveram um mês positivo (o índice MSCI All Country World ganhou +4,3% em junho). Os índices norte-americanos lideraram os ganhos, impulsionados pela tecnologia, com o S&P 500 a atingir um novo máximo histórico. O mês terminou assim com os mercados bolsistas a reagirem menos às ameaças de Trump, naquilo a que alguns analistas chamaram *TACO trade* (Trump *Always Chickens Out* ou seja, «O Trump sempre recua»), refletindo a expetativa dos investidores de que o Presidente acabará por adiar ou renegar a sua ameaça. Por conseguinte, os mercados bolsistas encerraram o primeiro semestre do ano recuperando da turbulência de abril e exalando otimismo de que os acordos comerciais acabarão por ser alcançados e a economia global evitará uma guerra tarifária desordenada.

Curvas de rendimento soberano

Rendimento (%)

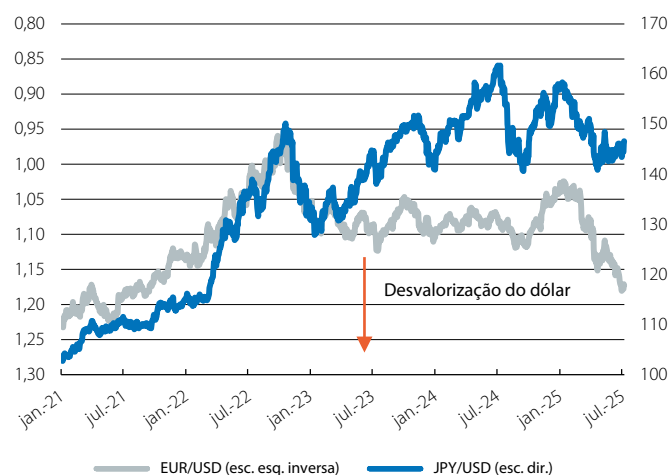


Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

Dólar face ao euro e ao iene

(Dólares por euro)

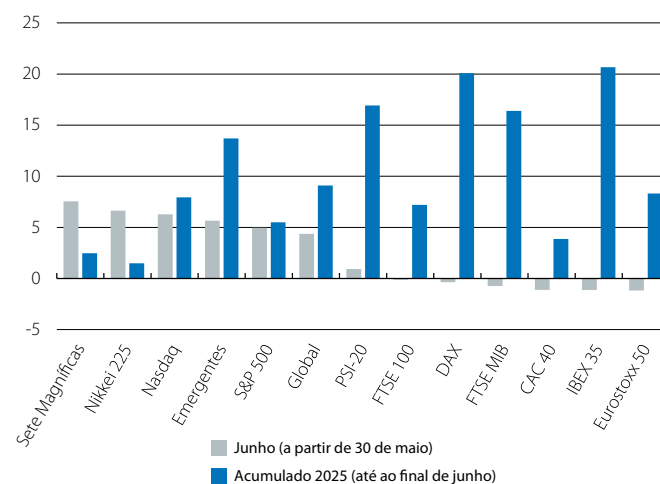
(Iene por dólar)



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

Índices bolsistas

Variação (%)



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

Taxas de juro (%)

	30-junho	31-maio	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2025 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	2,15	2,40	-25	-100,0	-210,0
Euribor 3 meses	1,94	2,00	-5	-77,0	-176,7
Euribor 12 meses	2,07	2,09	-2	-38,8	-150,6
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	1,76	1,77	-1	-48,5	-145,1
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	1,86	1,78	9	-22,1	-97,2
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,61	2,50	11	24,0	10,7
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,24	3,09	15	18,1	-17,7
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,06	2,98	8	20,7	-19,4
EUA					
Fed funds (limite inferior)	4,25	4,25	0	0,0	-100,0
SOFR 3 meses	4,29	4,32	-3	-1,3	-103,2
Dívida pública a 1 ano	3,97	4,10	-13	-17,6	-114,3
Dívida pública a 2 anos	3,72	3,90	-18	-52,2	-103,4
Dívida pública a 10 anos	4,23	4,40	-17	-34,1	-16,8

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	30-junho	31-maio	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2025 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	55	58	-3	-3,1	-6,9
Itraxx Financeiro Sénior	59	62	-3	-5,0	-13,1
Itraxx Financeiro Subordinado	101	107	-6	-11,2	-27,4

Taxas de câmbio

	30-junho	31-maio	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2025 (%)	Variação homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,18	1,13	3,9	13,8	10,0
EUR/JPY (ienes por euro)	169,8	163,5	3,9	4,3	-1,5
EUR/GBP (libras por euro)	0,86	0,84	1,8	3,7	1,3
USD/JPY (ienes por dólar)	144,0	144,0	0,0	-8,4	-10,5

Matérias-primas

	30-junho	31-maio	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2025 (%)	Variação homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	568,50	555,02	2,4	6,0	5,4
Brent (\$/barril)	67,61	63,90	5,8	-9,4	-21,8
Ouro (\$/onça)	3.303,14	3.289,25	0,4	25,9	42,0

Mercado acionista

	30-junho	31-maio	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2025 (%)	Variação homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	6.205	5.912	5,0	5,5	13,6
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	5.303	5.367	-1,2	8,3	8,4
Ibex 35 (Espanha)	13.992	14.152	-1,1	20,7	27,9
PSI 20 (Portugal)	7.456	7.388	0,9	16,9	15,1
Nikkei 225 (Japão)	40.487	37.965	6,6	1,5	2,3
MSCI emergentes	1.223	1.157	5,7	13,7	12,6

Equilíbrios que enganam, desequilíbrios que sustentam

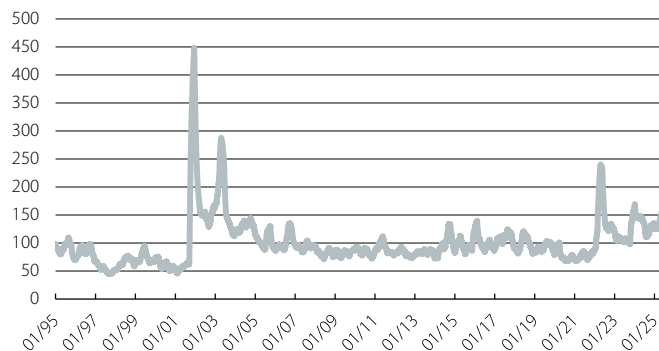
A geopolítica e a incerteza moldam o cenário mundial. O anúncio de uma trégua entre o Irão e Israel, no final de junho, após dias de ataques e bombardeamentos norte-americanos contra três bases do programa nuclear iraniano, veio juntar-se à série de tensões geopolíticas que têm marcado os últimos meses e anos. Muito embora a trégua tenha permitido dissipar os receios de um conflito regional prolongado e de uma interrupção do fornecimento de petróleo, o episódio veio recordar que a situação continua condicionada pela ameaça de novas interrupções do fornecimento. Simultaneamente, a cimeira dos líderes da NATO chegou a um acordo para aumentar as despesas com a defesa para 5% do PIB (3,5% + 1,5% adicional para cibersegurança, infraestruturas, etc.). A fragmentação do tabuleiro geopolítico a nível mundial, entre conflitos abertos ou em pausa em diferentes geografias, continuará a condicionar o cenário macroeconómico. Outra dimensão fundamental do ambiente económico é a incerteza. Contrariamente ao risco (geopolítico ou outro), este refere-se à impossibilidade de antecipar acontecimentos com qualquer grau de certeza ou probabilidade. A dimensão é particularmente visível nos dados sobre a incerteza das categorias, compilados a partir de grandes bases de dados de jornais dos EUA, onde, ao contrário de episódios anteriores, se regista uma subida generalizada em todas as categorias. Nos EUA, os principais índices de confiança dos consumidores deterioraram-se nos últimos meses, enquanto os inquéritos às empresas apontam a incerteza, as tarifas e os riscos geopolíticos como os principais desafios.

Tarifas: entre pausas, acordos, cartas e ameaças. No seguimento de uma pausa de 90 dias, Donald Trump assinou uma ordem executiva que prolonga a suspensão das tarifas até 1 de agosto. Decorridos estes dias, as tarifas recíprocas anunciadas a 2 de abril, o chamado *Liberation Day*, que provocaram graves perturbações nos mercados financeiros, serão, em princípio, restabelecidas. Nas cartas já enviadas a alguns dos seus maiores parceiros comerciais, a Casa Branca delineou as condições para os acordos bilaterais propostos e atualizou as tarifas que se aplicarão no caso de não haver acordo. Serão aplicadas tarifas de 25% ao Japão, à Coreia do Sul e à Malásia, de 30% à África do Sul, de 32% à Indonésia e de 36% à Tailândia (os mesmos níveis ou muito próximos dos anunciados em 2 de abril), enquanto ao Brasil serão aplicadas tarifas de 50%. Por outro lado, Trump anunciou um acordo com o Vietname (sem pormenores oficiais).

Uma política orçamental «grande e bela» nos dois lados do Atlântico. O projeto de lei aprovado pelo Congresso dos EUA centra-se na redução de impostos, incluindo a extensão permanente das reduções fiscais introduzidas em 2017, bem como novas deduções para gorjetas e horas extraordinárias, prometidas durante a campanha eleitoral. Quanto às despesas, destacam-se o aumento do orçamento para a defesa e a segurança nacional, a eliminação dos incentivos fiscais ligados ao IRA e os cortes nas despesas de saúde. Cálculos iniciais sugerem que o défice total poderá exceder 7% do PIB nos próximos anos, enquanto a dívida federal poderá ultrapassar os 125% do PIB, significativamente acima dos níveis atuais (mais de 100% do PIB). O Parlamento alemão, por seu lado, aprovou um projeto de orçamento para

Global: risco geopolítico

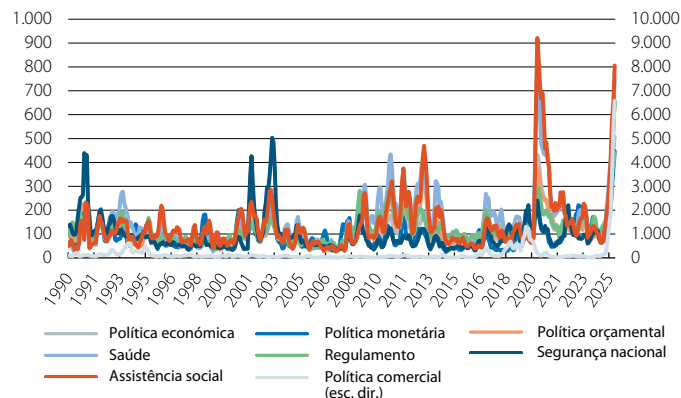
Índice (100 = média 1985-2019)



Notas: O índice é construído a partir de artigos de jornais, através da pesquisa de palavras-chave relacionadas com riscos geopolíticos nos arquivos eletrónicos de 10 jornais publicados em inglês. Um valor mais elevado para o índice indica um risco acrescido. É apresentada a média de 90 dias.
Fonte: BPI Research, com base nos dados de Caldara, D. e Iacoviello, M. (2022), «Measuring Geopolitical Risk» (descarregado de <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm> a 01/07/2025).

EUA: incerteza por categoria

Índice (100 = média 1985-2010)

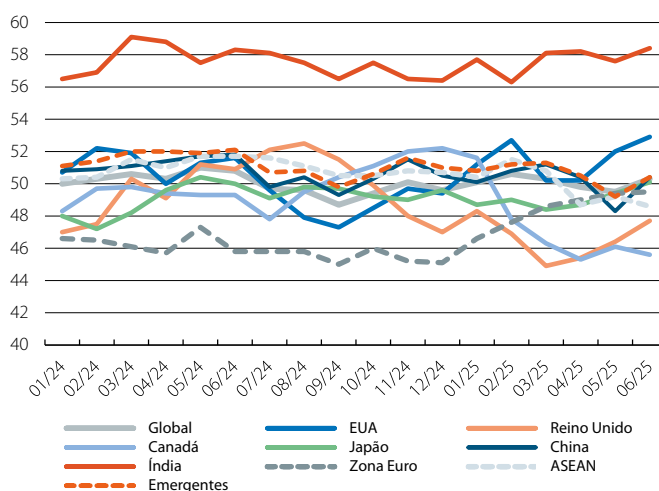


Notas: Os índices são construídos a partir de artigos de jornais através da pesquisa de palavras-chave relacionadas com a incerteza em diferentes domínios. Estes dados provêm da base de dados Access World News, que contém mais de 2.000 jornais americanos. Cada subíndice contém termos económicos, de incerteza e de política, bem como um conjunto de termos específicos de cada categoria. É apresentada a média de três meses. Cada série é normalizada para ter uma média de 100 no período de 1985 a 2010.

Fonte: BPI Research, com base em dados de Baker, S., Bloom, N. e Davis, S. (2016), «Measuring economic policy uncertainty», *The Quarterly Journal of Economics*, 131 (4), 1593-1636 (descarregado de https://www.policyuncertainty.com/categorical_epu.html a 01/07/2025).

Global: PMI da indústria transformadora

Índice



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

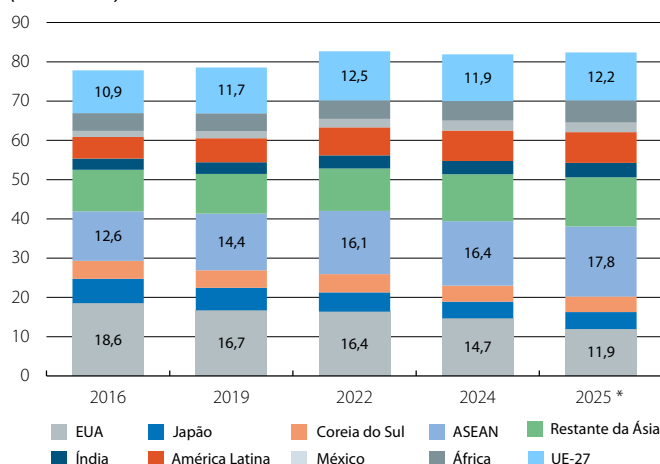
2025-2029, que prevê um aumento das despesas federais superior a 6,0% em 2025 e superior a 3,0% em 2026, devido ao aumento das despesas com a defesa e o investimento. Prevê-se também que, nos próximos anos, o déficit orçamental da Alemanha seja superior ao limite de 3% fixado pela UE.

Apesar da geopolítica, da incerteza e das tarifas, a economia global está a aguentar-se. Os resultados do PMI da indústria transformadora mundial situaram-se em 50,3 em junho e recuperaram o nível de março, após duas leituras abaixo de 50 em abril e maio. Relativamente a cada país, o PMI dos EUA situou-se em 52,9 (um máximo desde o início de 2022). Numa análise componente a componente, verifica-se um aumento da produção dos EUA no último mês, mas também das compras de *inputs* e do crescimento dos preços, sinais de uma trégua tarifária parcial e temporária. Na Zona Euro, o PMI da indústria transformadora situou-se em 49,5 (o valor mais elevado desde o verão de 2022), enquanto na China recuperou para 50,4, após uma breve queda em maio, o mesmo valor que para o conjunto das economias emergentes, onde também se registaram aumentos em junho. Os progressos globais no PMI da indústria transformadora em junho e a estabilidade do PMI global em cerca de 50 até agora este ano mostram uma economia global que continua a resistir a múltiplos choques e que está a avançar a um ritmo moderado. Entre outras testemunhas das perspetivas moderadas para a economia global estão as economias do Canadá e dos países da ASEAN, cujos PMI (45,7 e 48,8 no 2T, vs. 49,9 e 51,0 em 2024, respetivamente) indicam uma contração mais clara da atividade industrial no 2T.

Dados mistos do 2T, depois de um 1T de mais sombras do que luzes. A última estimativa do PIB do 1T dos EUA mostrou que a procura interna abrandou mais do que o esperado. Não obstante a variação do PIB ter permanecido inalterada (-0,1% em cadeia), é de salientar o ajustamento substancial do consumo privado, o principal motor da economia norte-americana nos últimos anos, com o crescimento em cadeia a abrandar 0,3 p. p. para 0,1%. Os dados económicos disponíveis para o 2T apontam para um trimestre de moderação. Nos EUA, as vendas a retalho caíram 0,9% em cadeia, no mês de maio. Já o «grupo de controlo» (que exclui componentes como veículos, gasolina ou restaurantes, e é considerado mais estável para medir a evolução da atividade) cresceu 0,4%, o que continua a apontar para uma robustez do consumo. Neste contexto, o mercado de trabalho dos EUA mantém-se forte. Durante o 2T, foram criados, em média, 150.000 empregos por mês, em comparação com 111.000 no 1T, enquanto a taxa de desemprego desceu de 4,3% para 4,1% em junho. As vendas a retalho na Zona Euro cresceram 1,8% em maio (vs. 2,7% em abril, 2,0% no 1T) e a taxa de desemprego subiu ligeiramente (6,3% em maio vs. 6,2% em abril), enquanto o índice de confiança ESI se manteve em baixa em junho (94 pontos vs. 94,8 anteriormente). Em maio, as vendas a retalho na China cresceram 6,4% (vs. 5,1% em abril), uma aceleração que pode ser atribuída aos programas de estímulo ao consumo de bens de consumo duradouros, que cresceram a taxas de dois dígitos. A produção industrial cresceu 5,8% em termos homólogos (vs. 6,1% em abril), num mês em que as exportações de bens abrandaram (+4,8% vs. +8,1% anteriormente). Apesar dos ventos contrários internos e externos, o gigante asiático está a crescer a um ritmo moderado, apoiado pela política orçamental e por um setor exportador que se está a adaptar a um ambiente difícil.

China: exportações

(% do total)

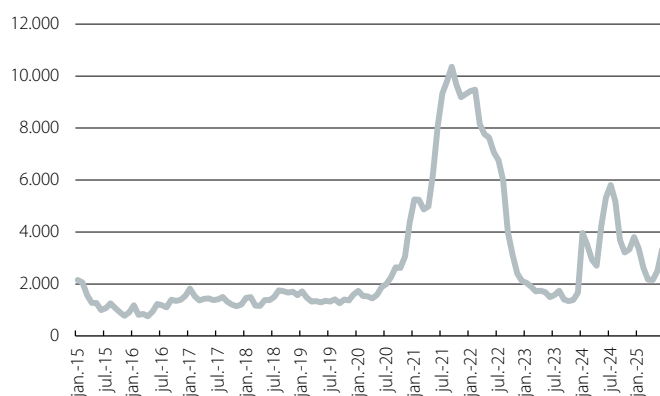


Nota: * Para 2025, são utilizados os dados de exportação acumulados entre janeiro e maio.

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

Global: preço de transporte de contentores

(Dólares por contentor de 40 pés de comprimento)

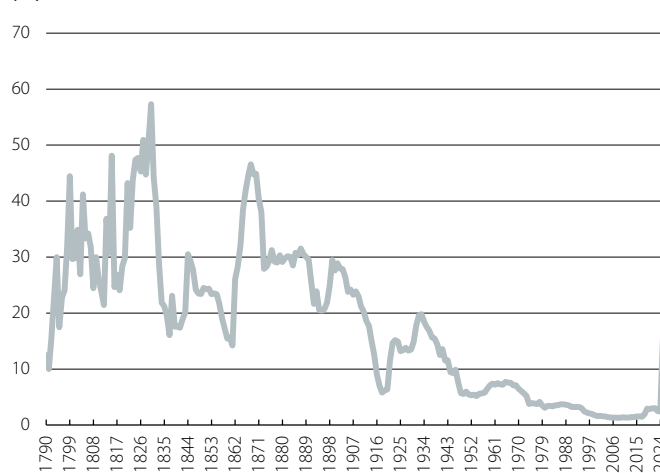


Nota: O Índice Mundial de Contentores (WCI), compilado pela Drewry, indica as taxas de frete de contentores no mercado spot para as principais rotas comerciais este-oeste. O índice composto representa uma média ponderada em termos de volume das oito rotas marítimas, que incluem: Xangai-Roterdão, Roterdão-Xangai, Xangai-Génova, Xangai-Los Angeles, Los Angeles-Xangai, Xangai-Nova York, Nova Iorque-Roterdão e Roterdão-Nova Iorque.

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

EUA: tarifa efetiva aplicada

(%)



Fonte: BPI Research, a partir de The Budget Lab da Universidade de Yale (descarregado de <https://budgetlab.yale.edu/research/effective-tariff-rates-and-economic-uncertainty-rapid-policy-environment>, a 01/07/2025).

Dependências das importações e urgências competitivas para a indústria europeia

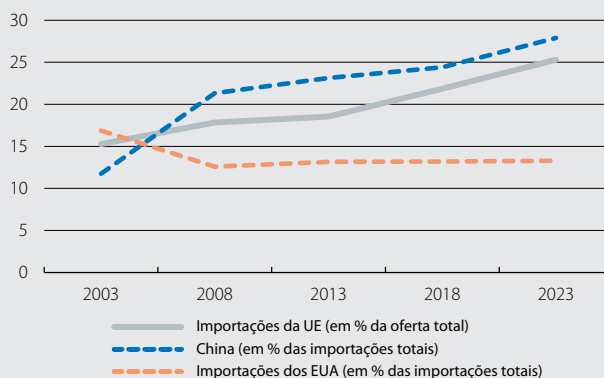
No cenário geopolítico global cada vez mais complexo e fragmentado, a ideia de autonomia estratégica na UE passou de um conceito de segurança e defesa puro para um conceito mais amplo com um elevado conteúdo económico.¹ A lógica é simples: maior capacidade de produção própria dá-lhe maior liberdade na política internacional. A desvinculação da energia russa é um bom exemplo disso (ver «O difícil adeus da UE à energia russa» na presente *Informação Mensal*). O mesmo acontece com as atuais negociações comerciais com os EUA. Com a ameaça de tarifas de 20% anunciada por Trump a 2 de abril e uma possível escalada do protecionismo em setores-chave, como as indústrias automóvel e farmacêutica, a UE adotou um perfil comedido nas suas respostas,² mantendo uma retórica menos dura em relação à China (*de-risking* versus *de-coupling*).³ É possível que se trate de um posicionamento estratégico, mas nenhuma destas decisões é difícil de compreender à luz das dependências de importação acumuladas até agora neste século, desde os minerais críticos aos fatores de produção intermédios e aos produtos finais.⁴ Neste caso, centramo-nos no setor da indústria transformadora, excluindo o ramo da energia.

A perda de competitividade industrial é de longa data

Do fornecimento total de produtos manufaturados não energéticos na UE,⁵ a parte coberta por importações não comunitárias aumentou de 15% em 2003 para 25% em 2023, com

UE: dependência das importações de produtos manufaturados não energéticos

(%)

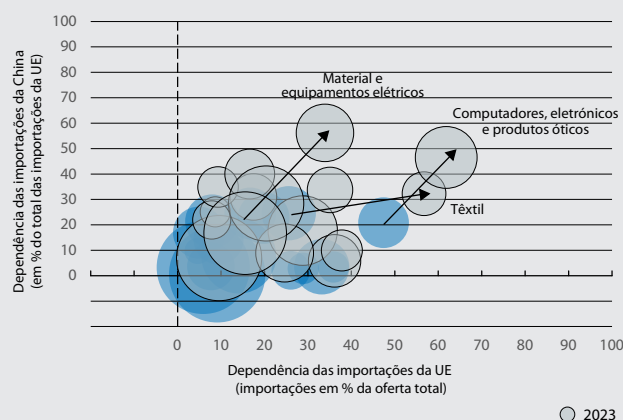


Nota: A oferta total da UE é a soma da produção e das importações.

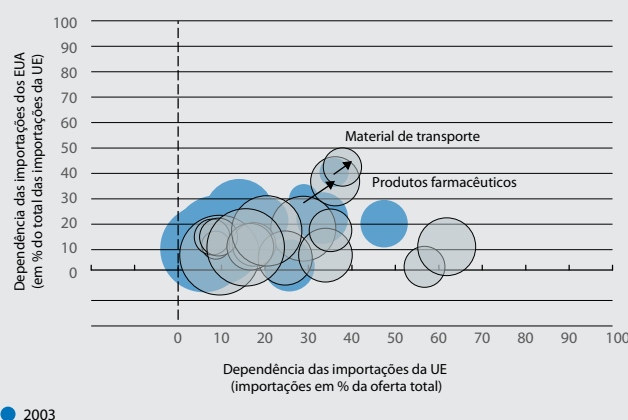
Fonte: BPI Research, com base nos dados do Eurostat e do COMTRADE.

um aumento particularmente acentuado na última década (ver primeiro gráfico). Esta tendência reflete a consolidação da perda de competitividade observada no setor transformador europeu desde o início do século,⁶ que continua a ocorrer em paralelo com o ganho de quota de mercado global dos produtos chineses⁷ e das importações da UE (para cerca de 30% em 2023, representando 7% da oferta total da indústria transformadora não energética). Por seu lado, a dependência dos EUA, que no início do período era superior à da China,

UE: dependência da indústria transformadora não energética da China, por grupos de produtos



UE: dependência dos EUA de produtos manufaturados não energéticos, por grupos de produtos



Nota: Dependência de importação para 16 grupos de produtos ao nível da divisão NACE. O tamanho da bolha é proporcional ao peso de cada grupo de produtos na oferta total.

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

- Damen, M. (2022), «EU strategic autonomy 2013-2023: From concept to capacity», Parlamento Europeu.
- Ver Focus «Onde estamos e para onde vamos com as tarifas dos EUA?» no IM06/2025.
- García-Herrero, A. (2023), «The EU's concept of *de-risking* hovers around economic diversification rather than national security», Bruegel.
- Comissão Europeia (2021), «Strategic dependencies and capacities».
- A oferta total da UE é definida como a soma da produção interna nos diferentes Estados-Membros e das importações totais extra-UE.
- Marschinski, R. e Martínez-Turégano, D. (2020), «The EU's shrinking share in global manufacturing: a value chain decomposition analysis», National Institute Economic Review, n.º 252.
- Ver capítulo 3 em Joint Research Centre (2022). «China 2.0 – Status and foresight of EU-China trade, investment, and technological race», Comissão Europeia.

manteve-se relativamente estável nos últimos 15 anos (cerca de 13% das importações e 3% da oferta).

As dependências da China abrangem um amplo espectro produtivo

Observa-se, por grupo de produtos, que o aumento da dependência das importações da UE em relação à China foi um fenómeno generalizado, que não só afetou intensamente as manufaturas de menor conteúdo tecnológico, como a indústria têxtil, mas também se estendeu a outras indústrias mais avançadas, como a eletrónica ou o fabrico de máquinas e equipamentos (ver o segundo gráfico e o quadro).

De facto, a dependência da Europa em relação à China no que diz respeito ao vestuário e ao calçado tem vindo a diminuir desde há uma década a favor de outros produtores do Sudeste Asiático mais competitivos, como o Vietname, o que reflete a modernização das capacidades de produção no seu setor industrial. Neste contexto, poderíamos assistir a uma situação semelhante de «saturação» da parte das importações de computadores e de outros produtos eletrónicos provenientes da China (como componentes, telemóveis ou equipamentos de precisão), que representavam quase 50% das compras extracomunitárias em 2023 (20% em 2003) e perto de 30% da oferta total neste setor (10% no início do período).

O principal setor da indústria transformadora que não parece estar a abrandar a sua crescente dependência da UE é o dos materiais e equipamentos elétricos (para consumo, como os eletrodomésticos, ou para uso industrial, como as baterias e os geradores), em que a China representa agora quase 60% das importações e 20% do fornecimento total (o dobro do que há 10 anos). E mais incipientemente, também com intensidade ainda moderada, refira-se o aumento do peso da produção chinesa na oferta europeia de produtos químicos e automóveis desde 2018, o que levou, neste último caso, a investigações por práticas anticoncorrenciais e à adoção de medidas protecionistas por parte da UE.⁸

As dependências dos EUA são moderadas, mas afetam setores estratégicos

No caso dos EUA, a sua parte nas importações da UE tem-se mantido relativamente estável para a maioria dos produtos manufaturados não energéticos. Entre as exceções mais notáveis contam-se a indústria farmacêutica (produtos básicos e especiais) e a indústria do equipamento de transporte, em que os produtos americanos atingiram 35% das compras extracomunitárias e 15% da oferta total (ver terceiro gráfico), níveis de dependência que excedem largamente os da China em ambos os setores. Mais pormenorizadamente, destaca-se o setor da aeronáutica e do espaço, em que quase dois terços das importações europeias provêm dos EUA, representando quase 30% da oferta total destes produtos na UE (ver quadro).

8. Ver <https://trade.ec.europa.eu/access-to-markets/en/news/eu-commission-imposes-countervailing-duties-imports-battery-electric-vehicles-bevs-china>.

Principais produtos manufaturados não energéticos com maior dependência das importações na UE (2023)

	Oferta total (milhares de milhões de euros)	Importações		
		Totais (% do total) (de oferta)	Da China (% do total) (de importações)	A partir dos EUA (% do total das importações)
Especialidades farmacêuticas	291	34,3	2,0	38,7
Produtos básicos de ferro, aço e ferroligas	194	28,0	10,3	1,1
Aeronáutica e espaço, e suas máquinas	149	44,8	3,5	63,8
Componentes eletrónicos	119	64,8	38,7	5,5
Equipamentos de telecomunicações	109	82,5	57,7	4,2
Instrumentos e material médico e dentário	99	40,8	14,9	30,6
Equipamentos de medição, verificação e navegação	90	28,4	19,9	26,5
Computadores e equipamentos periféricos	87	81,0	63,0	5,6
Produtos farmacêuticos básicos	78	43,2	18,1	25,7
Alumínio	73	33,8	4,0	1,9
Pilhas e acumuladores elétricos	66	47,2	81,1	2,5
Óleos e gorduras	66	32,3	0,9	2,4
Motores elétricos, geradores e transformadores	53	29,2	43,5	8,7
Eletrodomésticos	52	39,5	65,2	1,7
Máquinas para as indústrias extrativas e de construção	50	25,9	26,8	8,3
Equipamentos elétricos e eletrónicos para veículos automóveis	42	32,3	7,6	4,0
Metais preciosos	42	44,4	0,6	9,0
Calçado	38	57,0	34,7	0,7
Assentos e suas partes; peças de móveis	36	27,4	63,8	1,1
Transformação e conservação de peixes, crustáceos e moluscos	36	35,8	8,0	3,3
Eletrónicos de consumo	36	52,0	70,0	2,2
Ferramentas	34	27,4	44,1	7,9
Pneus e câmaras de borracha	34	27,8	30,8	2,8
Aduos e compostos azotados	31	26,7	3,7	5,8
Lâmpadas e aparelhos elétricos iluminação	30	32,8	70,9	2,7

Nota: Grupos de produtos de 4 dígitos da classificação PRODCOM com valor mínimo de fornecimento total de 10 mil milhões de euros e uma dependência mínima de 25% das importações; excluindo grupos que se referem a conjuntos de produtos sem uma descrição específica (por exemplo, «Outros»...).

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

O sonho competitivo de Draghi não será alcançado sem esforço

A Comissão Europeia propõe um roteiro para relançar a competitividade do nosso mercado único, um projeto ambicioso que vai na direção certa para enfrentar os desafios económicos estruturais e geoestratégicos.⁹ A realização dos seus objetivos exige, no entanto, um compromisso coordenado dos Estados-Membros que deve ir além da comunhão que surge em situações extremas, como as que levaram a UE à beira do abismo em várias ocasiões nos últimos 20 anos (a última das quais, o que parece ser o fim do guarda-chuva de segurança atlântico). A propósito do empenho necessário, vale a pena recordar que o amplo salto competitivo da China faz parte de uma estratégia de longa data para melhorar o poder de compra dos seus cidadãos. Para caminhar na mesma direção, é urgente chegar a um consenso para revitalizar o investimento europeu¹⁰ e resolver a atual escassez de mão de obra com as competências e os conhecimentos necessários para impulsionar setores-chave da economia.¹¹

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

10. Ver Focus «Radiografia do abrandamento do investimento na UE» no IM05/2025

11. Ver Focus «Um mercado de trabalho europeu em mutação: o papel da imigração e dos novos empregos» no IM06/2025.

O difícil adeus da UE à energia russa

A UE apresentou em 6 de maio o seu roteiro,¹ que foi acompanhado de uma proposta legislativa² apresentada em 17 de junho para acabar com a dependência energética da Rússia em relação ao petróleo, ao gás e à energia nuclear (as importações russas de carvão já foram eliminadas através de sanções). Desde o início do conflito em fevereiro de 2022, devido às sanções e à procura de parceiros mais fiáveis, as importações de energia russas foram significativamente reduzidas, embora continuem a representar uma parte importante da matriz energética europeia. Ainda que gradual, a eliminação das importações de energia da Rússia não será simples nem isenta de obstáculos e exigirá esforços de coordenação significativos por parte dos Estados-Membros (como já aconteceu com a eliminação do trânsito de gás russo através da Ucrânia, que terminou em dezembro de 2024) para construir um sistema energético sustentável, seguro e competitivo.

Da energia russa à diversificação

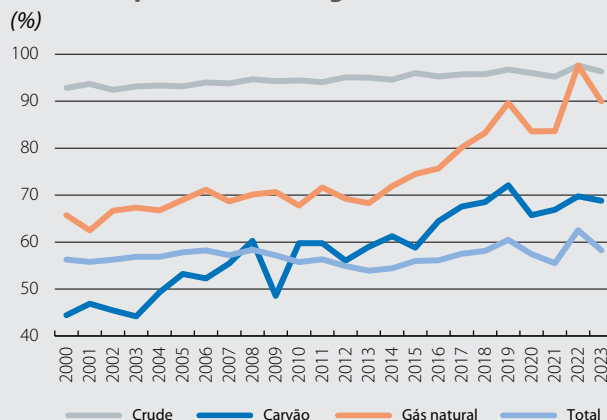
A União Europeia continua a ser altamente dependente da energia importada. O rácio de dependência energética situava-se em 58% em 2023 (últimos dados disponíveis),³ uma redução de pouco mais de 4 pontos em relação a 2022 e ligeiramente inferior a 2019, mas ainda ligeiramente acima da média de 2000-2019 (quando era inferior a 57%).

A invasão russa da Ucrânia pôs em evidência a necessidade urgente de transformar o cabaz energético da UE, uma tarefa complexa tendo em conta que a Rússia era, na altura, o principal fornecedor de energia da UE (30% das importações totais de energia da UE em 2021 provinham da Rússia e esta percentagem foi reduzida para 5,3% em 2024).⁴ Para tal, foi apresentado pela Comissão, em maio de 2022, o plano REPowerEU (que tem como principal fonte de financiamento o Mecanismo de Recuperação e Resiliência). O seu objetivo é poupar energia, produzir energia limpa, diversificar o aprovisionamento energético da UE e combinar de forma inteligente os investimentos e as reformas.

Há ainda algum caminho a percorrer, mas já se registaram progressos em várias destas frentes. As importações rus-

1. Os Estados-Membros devem elaborar, até ao final do ano, um plano que defina a forma como irão contribuir para a redução das importações de energia da Rússia.
2. A proposta inclui, entre outras questões, a proibição de novos contratos de gás russos a partir de janeiro de 2026 e a rescisão de contratos de longo prazo antes do final de 2027.
3. O rácio de dependência energética mostra a proporção de energia que uma economia tem de importar. Define-se como a importação líquida de energia dividida pela energia bruta disponível, expressa em percentagem.
4. É calculado com o montante das importações em euros. Mediante consulta da base de dados do Eurostat (ds-045409) e tendo em conta os seguintes produtos: 2701, 2709, 2710, 271111, 271121, 284410, 284420 e 840130).

Rússia: dependência energética da UE

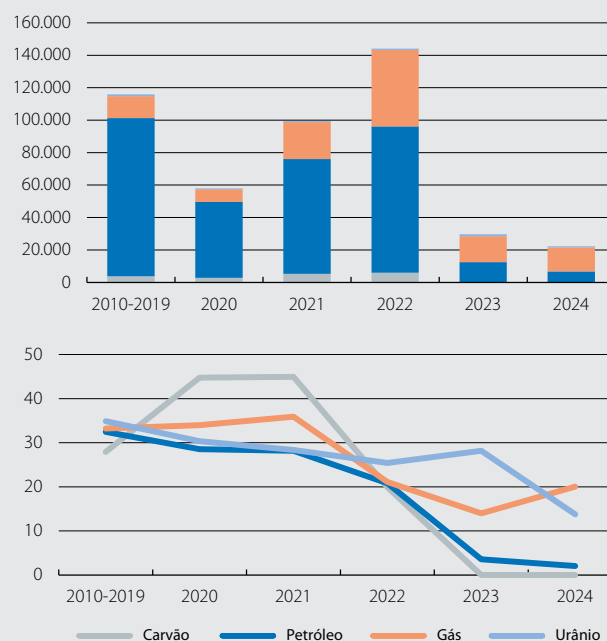


Nota: A dependência energética é definida como as importações líquidas de energia divididas pela energia bruta disponível.

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

Rússia: Importações de energia da UE

Milhões de euros (em cima) e % do total (em baixo)



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

sas de petróleo passaram assim de cerca de 29% em 2021 para apenas 2,5% em 2024 (ver segundo gráfico). Os EUA passaram a ser o principal fornecedor de petróleo da UE (em 2021, eram o segundo maior fornecedor, atrás da Rússia), seguidos da Noruega e do Cazaquistão, que aumentaram significativamente o seu peso.

No setor do gás natural, os progressos também foram substanciais, com 45% das importações de gás natural da UE (canalizado ou sob a forma de gás natural liquefeito [GNL]) provenientes da Rússia em 2021 e diminuindo para 19% em 2024. A Rússia continua a ser o segundo maior fornecedor de GNL, mas a uma distância considerável dos EUA.

Este decréscimo explica-se sobretudo pelo aumento das importações de GNL de países como os EUA e a Noruega (que foi o principal fornecedor de gás à UE em 2024, com 33% do total e maioritariamente em gás de gasoduto, já que em GNL esta classificação foi liderada pelos EUA), mas também pela redução do consumo de gás no continente (que em 2024 foi ligeiramente inferior a 20% em comparação com 2021; todos os anos desde 2022 registaram reduções, à exceção de 2024, em que aumentou 1% em relação a 2023). A UE adotou várias medidas para assegurar a sua capacidade de continuar a importar GNL no futuro. Com efeito, desde 2022, a construção e expansão de terminais de regaseificação tem sido uma prioridade (por exemplo, na Alemanha, onde não existiam terminais de GNL antes de 2022 e que muito rapidamente pôs em funcionamento vários terminais de regaseificação flutuantes). Adicionalmente, as interconexões foram reforçadas para redistribuir o gás dos portos para o interior do continente e estão a ser assinados contratos de longo prazo com fornecedores-chave como os EUA, o Qatar e a Argélia. Houve também um aumento da capacidade de armazenamento e foram estabelecidos níveis de reserva, a fim de garantir a segurança energética nos meses de maior procura.

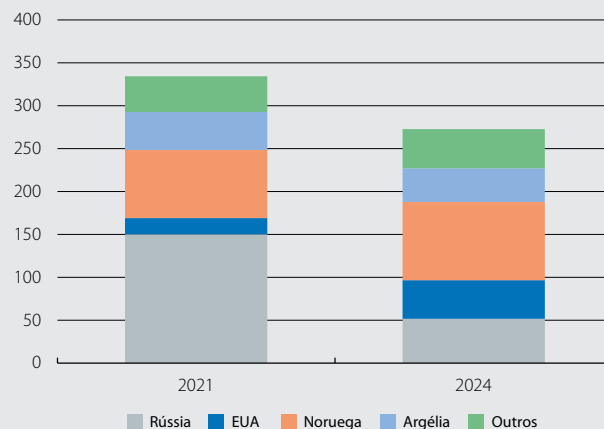
Contudo, a evolução das importações russas de urânio constitui uma exceção; a redução foi limitada, uma vez que, em 2024, ainda se encontravam quase ao mesmo nível que em 2022 (apenas 2% menos em valor monetário, embora o seu peso no total das importações europeias tenha sido significativamente reduzido para 14%, contra 25% em 2022). Representam uma pequena parte das importações totais de energia, mas são um produto essencial para o funcionamento dos reatores nucleares, que produzem cerca de 25% da eletricidade da UE. O decréscimo das importações provenientes da Rússia foi compensado por um aumento significativo das aquisições de urânio canadiano, que representou 31% do total das importações de urânio da UE em 2024, contra 18% em 2022.

O papel crescente das energias renováveis

Mais um pilar do plano REPowerEU era aumentar a quota de energias renováveis na produção de energia (com um objetivo de 42,5% da produção total de energia da UE a partir de energias renováveis até 2030). Em 2023 (últimos dados disponíveis), 24,5% do consumo final bruto de energia na UE provinha de fontes renováveis, e a quota de energias renováveis no *cabaz* elétrico europeu tem vindo a crescer de forma constante, atingindo 47,2% do total da eletricidade líquida produzida na UE em 2024 (ver quarto gráfico), embora existam diferenças significativas entre países. Entre as tecnologias mais proeminentes contam-se a energia eólica e a energia hidroelétrica (que representam mais de dois terços da produção renovável), tendo a energia solar registado também um crescimento significativo e consolidado a sua posição como fonte fundamental na transição energética do continente.

Gás natural importado pela UE

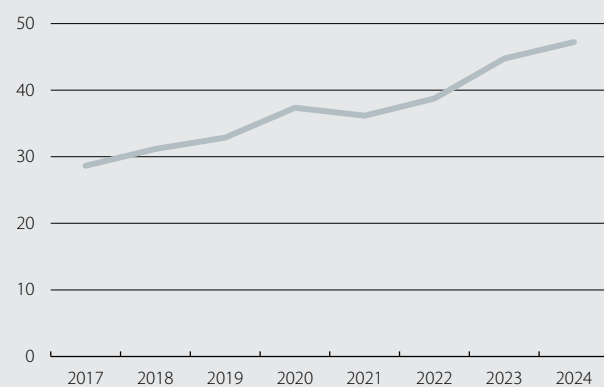
(Milhares de milhões de metros cúbicos)



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

Eletricidade de fontes renováveis

(% do total)



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

A desconexão energética da Rússia está no bom caminho, mas ainda há trabalho a fazer

A desconexão da Rússia está a progredir, tal como a mudança do modelo energético da UE, e os progressos em apenas três anos são notáveis: a dependência do petróleo e do gás russos foi drasticamente reduzida, o abastecimento foi diversificado e a transição para as fontes renováveis foi acelerada. Subsistem, no entanto, desafios importantes, como a elevada dependência das importações de energia em geral, a redução limitada no caso do urânio russo ou a necessidade de reforçar as infraestruturas de interconexão e de armazenamento. Neste contexto, a Bússola para a Competitividade estabelece um roteiro claro: a transição para um sistema energético mais limpo, mais resistente e acessível será fundamental não só para a segurança energética, mas também para a competitividade industrial e a sustentabilidade económica da UE a longo prazo. Contudo, a UE apresenta desvantagens competitivas na cadeia de valor das tecnologias limpas, desde o acesso a matérias-primas essenciais até ao fabrico de baterias e painéis solares, em que está fortemente dependente de países terceiros.

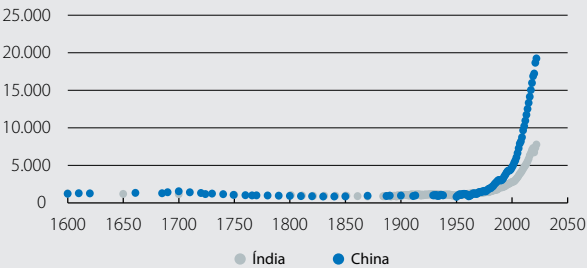
Índia vs. China: uma perspectiva de crescimento

A ascensão da Índia e da China como potências económicas tem sido uma das mudanças mais profundas na economia global nas últimas décadas, desvendando um cenário até então dominado pelas economias avançadas. Um artigo anterior explorou ¹ o papel potencial da Índia no tabuleiro de xadrez económico mundial, salientando os seus rápidos progressos e as boas perspectivas de crescimento a médio prazo. A Índia encontra-se, porém, num estágio de desenvolvimento diferente do da China. Para compreender as diferenças no seu desenvolvimento, adotaremos uma perspectiva de crescimento a longo prazo, com o objetivo de identificar os fatores que impulsionaram a economia indiana e as causas profundas da sua divergência em relação à China.

A roda do dharma e os seus eixos de direção: capital, trabalho e produtividade

Até à década de 1970, a Índia e a China tinham níveis de rendimento semelhantes. A despeito de trajetórias históricas muito diferentes, o PIB per capita em ambos os países rondava os 1.400 dólares (a preços constantes de 2011), muito longe de outras economias como o Japão (15.000), a Coreia do Sul, as Filipinas ou a Tailândia (3.000). Desde a década de 1980, as suas trajetórias de crescimento divergem claramente, o que tem sido objeto de muita discussão. Os dois países partilham características como uma vasta geografia, uma grande população e um crescimento económico acelerado nas últimas décadas (o PIB da China aumentou 10 vezes em 40 anos, o da Índia 5 vezes).

Índia e China: PIB real per capita (Dólares internacionais de 2011)



Nota: São utilizados preços internacionais constantes de 2011, que ajustam o nível do PIB à inflação e às diferenças de custo de vida entre países. As fontes primárias para os dados sobre a Índia são Broadberry, S.N., Custodis, J. e Gupta, B. (2015), «India and the great divergence: an Anglo-Indian comparison of GDP per capita, 1600-1871», *Explorations in Economic History*, 55, 58-75, e para a China Xu, Y. Z. et al. (2016), «Chinese National Income, ca. 1661-1933», *Australian Economic History Review*, 57(3), 368-393 e Wu, H. X. (2014), «China's growth and productivity performance debate revisited – Accounting for China's sources of growth with a new data set», *The Conference Board Economics Program Working Paper Series EWP#14-01*.
Fonte: BPI Research, com base nos dados da Maddison Project Database (MPD).

No entanto, os seus modelos de crescimento foram diferentes. O desenvolvimento do setor da indústria transformadora da China tem-se destacado, impulsionado pela abertura comercial e pela atração de investimento direto estrangeiro (IDE), um fenómeno conhecido como o choque chinês na economia mundial.² A Índia, por outro lado, baseou o seu crescimento na expansão do setor dos serviços. Com base numa decomposição do crescimento por fatores de produção, designada por contabilidade do crescimento, é possível identificar as fontes do lado da oferta que influenciaram esta trajetória.

Fontes de crescimento: Índia, China e Ásia Emergente, 1970–2024
Média anual (%) e contribuições dos fatores (p. p.)

	1970-2024			1970-1989			1990-1999			2000-2014			2015-2024		
	Índia	China	Ásia emergente	Índia	China	Ásia emergente	Índia	China	Ásia emergente	Índia	China	Ásia emergente	Índia	China	Ásia emergente
Crescimento do PIB	5,5	8,2	4,9	4,2	8,1	5,2	5,6	9,5	4,8	6,8	9,3	5,1	5,7	5,5	4,0
Trabalho (quantidade)	0,9	0,8	1,0	1,3	1,7	1,4	0,9	0,8	1,0	0,5	0,3	0,7	0,4	-0,3	0,6
Trabalho (qualidade)	0,7	0,3	0,2	1,1	0,3	0,2	0,6	0,2	0,3	0,5	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
Capital (TIC)	0,5	0,4	0,5	0,1	0,1	0,4	0,8	0,3	0,7	0,9	0,8	0,5	0,4	0,7	0,2
Capital (não TIC)	2,7	4,9	3,2	2,0	4,0	3,6	2,5	5,3	3,1	3,7	6,5	2,9	3,0	4,1	3,1
PTF	0,7	1,8	-0,1	-0,2	2,2	-0,4	0,8	3,0	-0,4	1,3	1,3	0,7	1,6	0,8	-0,1
Produção por trabalhador	4,6	7,4	3,9	2,9	6,5	3,8	4,7	8,7	3,8	6,3	9,0	4,4	5,2	5,8	3,4

Notas: Outras economias asiáticas emergentes incluem o Bangladesh, o Camboja, a Indonésia, a Malásia, Myanmar, o Paquistão, as Filipinas, o Sri Lanka, a Tailândia e o Vietname. A contribuição do capital para o crescimento mede o crescimento da oferta de capital, seja em edifícios, máquinas ou software. O capital TIC refere-se a ativos de tecnologia, informação e comunicação. A contribuição do fator trabalho mede o crescimento da oferta de trabalhadores (quantidade) e o aumento das suas competências (qualidade). A produtividade total dos fatores (PTF) refere-se à eficiência com que o capital e o trabalho são utilizados no processo de produção.
Fonte: BPI Research, com base em dados do The Conference Board.

1. Ver Focus «Índia: a roda do dharma no caminho do desenvolvimento» no IM05/2025.
2. Ver, por exemplo, Autor, D., Dorn, D. y Hanson, G. (2016). «The China shock: Learning from labor-market adjustment to large changes in trade», *Annual Review of Economics*, 8(1), 205-240.

Na primeira tabela, apresenta-se a composição do crescimento do PIB da Índia, da China e de um conjunto de economias emergentes asiáticas entre 1970 e 2024, mostrando a contribuição do trabalho, do capital e da produtividade total dos fatores (PTF).³ O crescimento da produção por trabalhador é também analisado separadamente. O caso da China é notável pelo seu crescimento sustentado ao longo de todo o período. Muito embora as contribuições (absolutas) do crescimento da população ativa tenham sido semelhantes, o crescimento da produção por trabalhador na China foi quase duas vezes superior ao da Índia até à década de 2010.

As fontes de crescimento apresentam duas fases distintas. Durante as décadas de 1980 e 1990, a China registou um forte crescimento da produtividade, acompanhado de um elevado investimento de capital. Pelo contrário, a Índia registou uma contribuição de capital inferior, mesmo em comparação com outras economias asiáticas emergentes, e um crescimento da produtividade inferior a 1%. O crescimento da produtividade na China abrandou a partir da década de 2000, embora o investimento em capital tenha permanecido elevado, explicando entre 75% e 90% do seu crescimento no último quarto de século. Por outro lado, na Índia, registou-se uma aceleração tanto da produtividade como da contribuição do capital.

A economia indiana em perspetiva

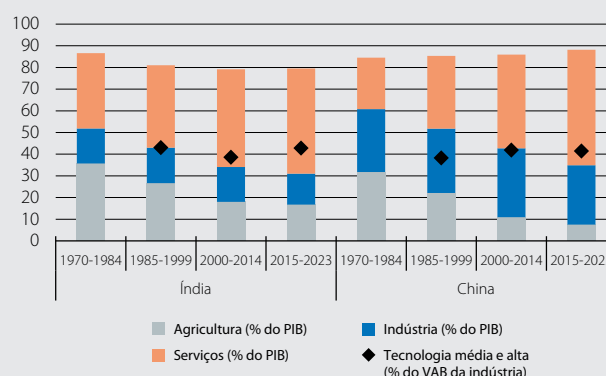
Estas diferenças nas contribuições dos fatores de produção traduzem as transformações estruturais e as reformas realizadas em ambos os países. Relativamente à Índia, a mão de obra deu um maior contributo relativo, tanto em quantidade como em qualidade. Quanto à quantidade, este facto explica-se pelas tendências demográficas e pelo declínio gradual da taxa de participação da mão de obra chinesa. Em contrapartida, embora a informalidade tenha vindo a diminuir nas últimas décadas, é ainda muito elevada na Índia. O país tem uma das taxas mais elevadas de informalidade do emprego na região (perto de 80%) e uma elevada disparidade na produtividade do trabalho entre os setores formal e informal.⁴ Acresce que a partici-

3. Este período pode ser dividido, na Índia, em período pré-reforma (antes de 1991), quando a Índia estava principalmente dependente do eixo soviético, e período pós-reforma, com a introdução de reformas de liberalização económica após a crise cambial de 1991. A chegada ao poder do atual líder Narendra Modi, em 2014, reforçou a dinâmica de reforma. No caso da China, este período é marcado pelo fim da Revolução Cultural (nos anos 70) e pelas reformas de Deng Xiaoping (a partir dos anos 80), pela entrada na OMC (em 2001) e pela subida ao poder de Xi Jinping (em 2013).

4. Veja, por exemplo, Ohnsorge, F. e Yu, Shu (2022), «The Long Shadow of Informality: Challenges and Policies», Banco Mundial. O caráter informal generalizado está associado a uma vasta gama de obstáculos ao desenvolvimento. Paralelamente a uma produtividade do trabalho mais baixa, o acesso ao financiamento no setor privado é menor, a acumulação de capital físico e humano é mais lenta, os recursos orçamentais são mais reduzidos, as taxas de pobreza são mais elevadas e a desigualdade de rendimentos é maior. Em média, as empresas informais são menos produtivas, empregam trabalhadores menos qualificados, têm um acesso mais limitado ao financiamento e não têm economias de escala.

Índia e China: composição setorial

Valor acrescentado bruto (VAB) de cada setor (%)



Notas: Em relação à China, os dados da indústria transformadora para 1970-1999 são estimados com base na composição setorial dos setores da agricultura e dos serviços em cada ano e no VAB total histórico da soma dos três setores. Os setores ISIC (International Standard Industrial Classification of All Economic Activities) 24, 29, 30, 31, 32, 33, 34, 35 (excluindo 351), que inclui o setor químico, maquinaria, equipamento elétrico, eletrónico e de precisão, e equipamento de transporte, de acordo com a classificação do Banco Mundial, são considerados indústrias transformadoras de média e alta tecnologia. Esta repartição não inclui setores como os serviços de utilidade pública, a construção ou a exploração mineira.

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

pação das mulheres no mercado de trabalho continua a ser baixa (cerca de 30% vs. 60% na China) e que uma parte significativa da mão de obra se encontra ainda em setores de baixa produtividade, como a agricultura e a construção. No que respeita à qualidade, a Índia fez grandes progressos no domínio da educação nas últimas décadas. Refira-se, por exemplo, que a taxa de alfabetização dos adultos aumentou de 50% na década de 1990 para mais de 75% atualmente (atingindo quase 100% entre os jovens), enquanto a taxa de conclusão do ensino secundário inferior atingiu quase 90% entre o grupo etário relevante (contra 60% no início da década de 2000).⁵

No que respeita ao capital, a sua contribuição tem aumentado constantemente desde os anos 90, tornando-se o principal motor do crescimento. Esta dinâmica deve-se às reformas de liberalização económica iniciadas nessa década, que estimularam o investimento nacional e estrangeiro e promoveram o desenvolvimento de serviços de capital intensivo. Registou-se também um aumento progressivo do investimento público, financiado por receitas fiscais mais elevadas.

A aceleração da produtividade da Índia está associada a reformas estruturais que melhoraram a afetação de recursos a setores de maior valor acrescentado. Os progressos institucionais (como o reforço da autonomia do banco central da Índia) contribuíram para um longo período de estabilidade política e económica, enquanto o desenvolvimento de infraestruturas digitais impulsionou a inovação e a inclusão financeira.

Apesar dos progressos, a Índia enfrenta desafios significativos. A sua convergência com as economias de rendi-

5. Comparativamente, a taxa de alfabetização da população adulta da China já tinha atingido 90% no início da década de 2000 e a taxa de conclusão do ensino secundário inferior tem sido de 100% desde o final da década de 2000.

mento mais elevado dependerá da sua capacidade para manter o processo de transformação estrutural. Tal implica reafetar a mão de obra a setores mais produtivos e avançar para a fronteira tecnológica, especialmente na indústria transformadora. O investimento na educação, as reformas do mercado de trabalho e a continuação das melhorias institucionais serão fundamentais para sustentar o crescimento a longo prazo. Não obstante o aumento da contribuição de capital, a Índia tem ainda margem para a aumentar, por exemplo, através da eliminação das barreiras ao investimento direto estrangeiro e ao comércio internacional, o que poderia dar um impulso adicional à economia indiana, apoiando o crescimento do segundo gigante asiático, que aspira a ser o primeiro.

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

ESTADOS UNIDOS

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	04/25	05/25	06/25
Atividade									
PIB real	2,9	2,8	3,0	2,7	2,5	2,0	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	5,2	3,4	3,3	3,6	4,1	4,8	5,3	4,6	...
Confiança do consumidor (valor)	105,4	104,5	98,9	102,2	110,6	99,8	85,7	98,4	93,0
Produção industrial	0,2	–0,3	0,0	–0,4	–0,3	1,3	1,4	0,6	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	47,1	48,2	48,5	47,3	48,2	50,1	48,7	48,5	49,0
Habitacões iniciadas (milhares)	1.421	1.371	1.343	1.338	1.387	1.401	1.392	1.256	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	312	330	329	332	336	340	339	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,6	4,0	4,0	4,2	4,1	4,1	4,2	4,2	4,1
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,3	60,1	60,1	60,0	59,9	60,0	60,0	59,7	59,7
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,0	–2,8	–2,8	–2,9	–3,0	–3,5	–3,7	–3,7	...
Preços									
Taxa de inflação geral	4,1	3,0	3,2	2,6	2,7	2,7	2,3	2,4	...
Taxa de inflação subjacente	4,8	3,4	3,4	3,2	3,3	3,1	2,8	2,8	...

JAPÃO

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	04/25	05/25	06/25
Atividade									
PIB real	1,4	0,2	–0,6	0,8	1,3	1,7	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	35,1	37,2	37,2	36,9	36,1	34,7	31,2	32,8	34,5
Produção industrial	–1,4	–3,0	–3,5	–1,8	–2,5	2,5	0,5	–0,1	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	7,0	12,8	13,0	13,0	14,0	12,0	–	–	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,6	2,5	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–3,0	–1,1	–1,0	–1,1	–1,0	–0,9	–0,8	–0,7	...
Preços									
Taxa de inflação geral	3,3	2,7	2,7	2,8	2,9	3,8	3,5	3,4	...
Taxa de inflação subjacente	3,9	2,4	2,2	2,0	2,3	2,7	3,0	3,2	...

CHINA

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	04/25	05/25	06/25
Atividade									
PIB real	5,4	5,0	4,7	4,6	5,4	5,4	–	–	–
Vendas a retalho	7,8	3,3	2,6	2,7	3,8	3,6	5,1	6,4	...
Produção industrial	4,6	5,6	5,9	5,0	5,6	6,8	6,1	5,8	...
PMI indústrias (oficial)	49,9	49,8	49,8	49,4	50,2	49,9	49,0	49,5	49,7
Setor externo									
Balança comercial ^{1,2}	865	995	864	897	995	1.085	1.109	1.130	...
Exportações	–5,1	4,6	4,4	5,4	10,0	5,7	7,9	4,5	...
Importações	–5,5	1,1	2,5	2,2	–1,7	–7,0	–0,3	–3,4	...
Preços									
Taxa de inflação geral	0,2	0,2	0,3	0,5	0,2	–0,1	–0,1	–0,1	...
Taxa de juro de referência ³	3,5	3,1	3,5	3,4	3,1	3,1	3,1	3,0	3,0
Renminbi por dólar	7,1	7,2	7,2	7,2	7,2	7,3	7,3	7,2	7,2

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

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

ZONA EURO

Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	04/25	05/25	06/25
Vendas a retalho (variação homóloga)	-1,9	1,2	0,3	2,1	2,1	1,9	2,7	1,8	...
Produção industrial (variação homóloga)	-1,6	-3,0	-3,9	-1,8	-1,5	1,4	0,8	...	...
Confiança do consumidor	-17,4	-14,0	-14,2	-13,0	-13,4	-14,1	-16,6	-15,1	-15,3
Sentimento económico	96,2	95,7	95,9	96,1	95,2	95,5	93,8	94,8	94,0
PMI indústrias	45,0	45,9	46,1	46,4	46,3	46,3	49,0	49,4	49,5
PMI serviços	51,2	51,5	51,7	52,7	53,1	52,6	50,1	49,7	50,5
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (variação homóloga)	1,4	1,2	1,0	1,0	0,8	0,7	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,6	6,4	6,4	6,3	6,2	6,3	6,2	6,3	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,1	3,4	3,4	3,4	3,5	3,6	3,7	3,7	...
França (% pop. ativa)	7,3	7,4	7,4	7,4	7,3	7,4	7,1	7,1	...
Itália (% pop. ativa)	7,7	6,6	6,7	6,3	6,2	6,3	6,1	6,5	...
PIB real (variação homóloga)	0,6	0,8	0,6	0,9	1,2	1,5	-	-	-
Alemanha (variação homóloga)	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	0,0	-	-	-
França (variação homóloga)	1,6	1,1	1,0	1,1	0,6	0,6	-	-	-
Itália (variação homóloga)	0,8	0,5	0,7	0,6	0,6	0,7	-	-	-

Preços

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

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	04/25	05/25	06/25
Inflação global	5,5	2,4	2,5	2,2	2,2	2,3	2,2	1,9	2,0
Inflação subjacente	5,0	2,8	2,8	2,8	2,7	2,6	2,8	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	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	04/25	05/25	06/25
Balança corrente	2,0	3,3	3,2	3,4	3,3	3,0	3,9	...	...
Alemanha	5,6	5,7	6,5	6,3	5,7	5,4	7,2	...	...
França	-1,0	0,4	-0,4	0,0	0,4	0,1	-0,1	...	...
Itália	0,1	1,1	0,9	0,9	1,1	1,1	1,4	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	94,7	95,0	95,1	95,6	94,2	93,5	96,9	96,2	97,2

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	04/25	05/25	06/25
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	2,7	0,8	0,4	1,0	1,4	2,2	2,6	2,5	...
Crédito às famílias ^{2,3}	1,7	0,5	0,3	0,5	0,9	1,5	1,9	2,0	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	4,6	4,9	5,1	4,9	4,4	3,9	3,5	...	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	4,4	4,6	4,8	4,7	4,3	4,0	3,8	...	...
Depósitos									
Depósitos à ordem	-8,5	-3,9	-5,5	-2,5	1,2	3,6	5,2	5,6	...
Outros depósitos a curto prazo	21,1	12,3	14,3	10,5	5,9	2,3	0,6	-0,1	...
Instrumentos negociáveis	20,3	20,3	19,8	22,1	18,6	15,5	10,7	11,2	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	2,7	3,0	3,1	3,0	2,6	2,2	2,0	...	...

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.

Atividade robusta, mas com alguns escolhos

Indicadores parcelares para 2T apresentam evolução moderadamente positiva. Os indicadores de sentimento evoluíram de menos para mais nos 3 meses do trimestre, com o indicador de sentimento económico da Comissão Europeia a situar-se em 107,4 em junho, indicativo de expansão da atividade, com melhoria da confiança em todos os setores, exceto consumidores (aqui o indicador global foi mais influenciado pela avaliação dos últimos 12 meses do que dos próximos 12, que na generalidade estão a melhorar). Os indicadores quantitativos (*hard data*), disponíveis apenas para maio também apresentam evoluções favoráveis: as compras e levantamentos com cartão deflacionados pelo IPC estão a crescer em torno de 7% em termos homólogos e 12% em cadeia; também as vendas de carros continuam fortes. O dinamismo no consumo (63% do PIB) é suportado pela robustez do mercado de trabalho e pelos ganhos de remuneração. Na frente externa, os sinais são menos favoráveis, mas atribuímos alguma probabilidade a que esta situação se altere, na medida em que no início do ano, o comércio internacional de bens foi influenciado pela alteração da política comercial dos EUA. A diluição deste efeito no resto do ano e o bom desempenho das exportações de serviços tenderão a corrigir o mau desempenho nos 4 primeiros meses. Mas neste campo, a incerteza continuará a dominar, sendo provável que o impacto das alterações na política aduaneira, o fraco crescimento dos principais parceiros comerciais e uma possível aceleração do investimento (com elevado conteúdo importado) se reflita num contributo negativo da procura externa para o crescimento em 2025.

Inflação sobe para 2,4% em junho (2,3% em maio). Trata-se do terceiro mês consecutivo de aumento do IPC Global, acompanhando da inflação subjacente (cifrou-se de igual modo nos 2,4%). A evolução recente da inflação dos produtos alimentares não transformados também tem surpreendido (em janeiro a inflação deste agregado foi de 1,8% tendo apresentado tendência de subida consecutiva até aos 4,7% registados em junho). Por sua vez, os preços na produção industrial continuam a apoiar a desinflação dos bens com o quinto registo negativo consecutivo em maio (-3,1%). O habitual desfasamento entre variações dos preços da produção e dos preços do consumidor traz boas perspetivas para os próximos meses, não esquecendo que estes deverão ser fortes ao nível do turismo e por consequência nos preços do agregado de serviços.

O mercado de trabalho não deixa de surpreender à medida que o ano avança. O emprego tem crescido de forma mais expressiva do que no ano passado e do que poderia indicar a (moderadamente positiva) atividade económica. De facto, o emprego cresceu, em média, nos primeiros 5 meses do ano 2,5% homólogo (face a 1,5% em igual período de 2024), com máximos da série a serem constantemente atingidos. Perante isto, quase 65% da população em idade ativa estava empregada em maio (perto do máximo de 65,1% registado em abril). Apesar de não termos dados mais recentes, a criação de emprego entre o 1T 2025 e o 1T 2019 (pré-pandemia) foi sobretudo através da construção, do comércio, das TIC, das atividades de consultoria, científicas, técnicas & similares e das atividades de saúde humana & apoio social, com um contributo de quase 7 p. p. para o crescimento de mais de 9% do emprego neste período. Estes sinais parecem apontar para um crescimento do emprego mais significativo do que o inicialmente esperado em 2025.

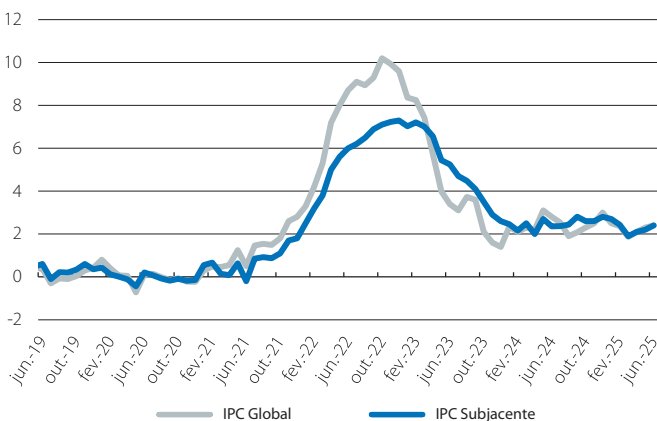
Variações homólogas, nível

		1T 2025	2T 2025	Abril 2025	Maio 2025	Junho 2025	Último mês disponível
Indicadores sintéticos	Indicador de clima económico (yoy)	2,5	2,5	2,3	2,7	2,8	Junho
	Indicador de sentimento económico (nível)	104,6	103,8	101,7	105,9	107,4	Junho
	Indicador diário de atividade (yoy)	2,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,6	Junho
Consumo	Indicador de confiança	-16,0	-18,3	-20,6	-16,0	-16,0	Junho
	Comércio por grosso e retalho (yoy)	2,9	1,8	0,0	3,6	-	Maio
	Vendas a retalho excl. Combustíveis	5,7	4,5	3,5	5,5	-	Maio
	Levantamentos e compras com cartão deflacionados (yoy)	5,9	6,9	7,1	6,7	-	Maio
	Venda de carros (yoy)	-1,7	13,4	8,2	18,6	14,8	Junho
Investimento	Indicador de FBCF	2,0	4,2	4,2	-	-	Abril
	Importações de bens de capital	6,6	-5,4	-5,4	-	-	Abril
Oferta	Vendas de cimento (yoy)	-2,4	-3,8	-5,5	-2,0	-	Maio
	Produção industrial (yoy)	-2,3	0,2	-2,1	2,6	-	Maio
Procura	Consumo eletricidade corrigido temperatura & dias úteis (yoy)	1,9	1,7	3,3	0,0	3,1	Junho
	Nº Turistas não residentes (yoy)	1,1	4,6	7,5	1,7	-	Maio
	Nº de voos (yoy)	2,0	5,8	6,4	5,3	4,3	Junho
Comércio exterior	Exportações de b&s (acum. ano, yoy)	2,8	1,4	1,4	-	-	Abril
	Importações de b&s (acum. ano, yoy)	5,3	4,2	4,2	-	-	Abril
Mercado de trabalho	Variação no desemprego registado (mil pessoas)	9,0	-7,0	-4,7	-9,4	-	Maio
	Variação no emprego (mil pessoas)	113,8	144,5	157,1	131,8	-	Maio

Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE, Comissão Europeia, Banco de Portugal, IEF, NECEP e REN.

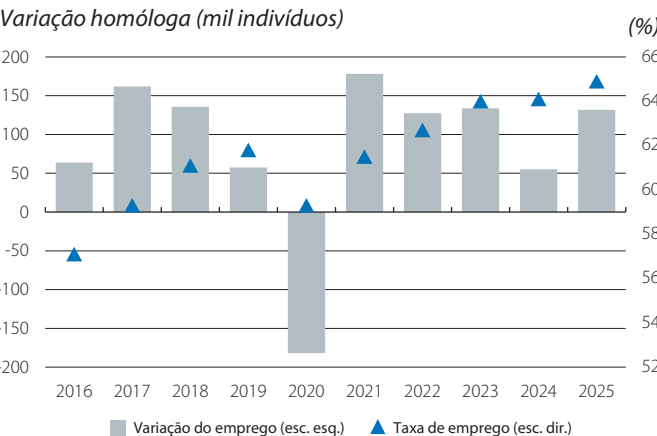
IPC

Var. homóloga (%)



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

Emprego: variação homóloga e taxa de emprego nos meses de maio de cada ano



Nota: Dados ajustados de sazonalidade.

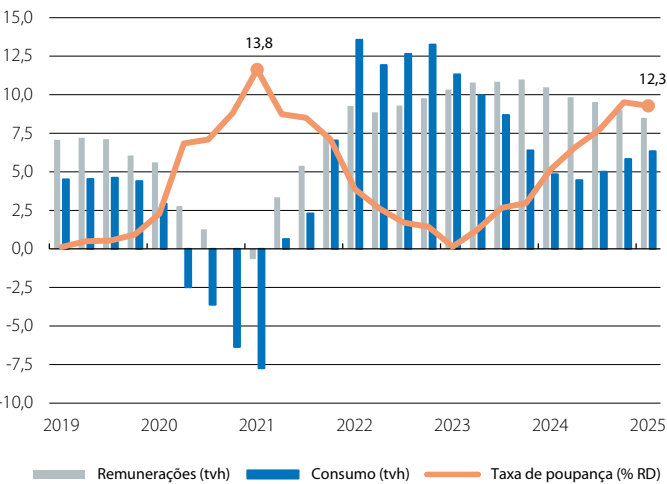
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

A economia portuguesa registou capacidade de financiamento equivalente a 2,2% do PIB. Com exceção das empresas não financeiras, todos os setores registaram saldos positivos. Nestas, as necessidades de financiamento representam 5,5% do PIB, menos 3 décimas face a 2024, refletindo aumento de stocks (mais que duplicaram face ao 4T 24), associado à antecipação de importações antes da alteração da política aduaneira norte-americana; e a redução do excedente de exploração, principalmente por incremento de 1,8% qoq das remunerações pagas. Por seu turno, a capacidade que as famílias têm de financiar os restantes setores equivale a 4,4% do PIB; e a taxa de poupança mantém-se próximo do máximo histórico (12,3% do rendimento disponível no 1T), resultado de um crescimento mais forte do rendimento nominal do que do consumo. A recuperação do rendimento é evidente também quando analisado a preços constantes e per capita, +0,5% em cadeia e 5,8% homólogo –continuando a ser um suporte importante ao consumo e ao investimento. Este último, sobretudo concentrado em habitação, cresceu 3,2% em cadeia e 12,3% homólogo. Entretanto, o Banco de Portugal publicou o património das famílias, que em 2024 aumentou para 1.071 mil milhões de euros em 2024, ou 376% do PIB, com o património financeiro a avançar 5,6% e o imobiliário 4%.

Setor do turismo regista 3,2 milhões de hóspedes em maio. Este registo representa um aumento de 2,6% face ao período homólogo de 2024 e foi acompanhado também do crescimento das dormidas (+1,3% homólogo). À semelhança dos meses anteriores, o crescimento foi sobretudo impulsionado pelos turistas residentes –as dormidas de residentes evoluíram 5,9% e as de não residentes chegaram mesmo a recuar em termos homólogos (–0,2%). Tudo somado, os proveitos totais do setor no acumulado do ano aumentaram 7,9%, com destaque para os proveitos gerados em hotéis de cinco e quatro estrelas (+8,3% e +7,8%, respetivamente). Com o aumento da incerteza geopolítica, as últimas surveys do setor são marcadas pelo tópico do *value for money* e do orçamento para viagens. Este será um aspeto crítico nas reservas para o período de verão.

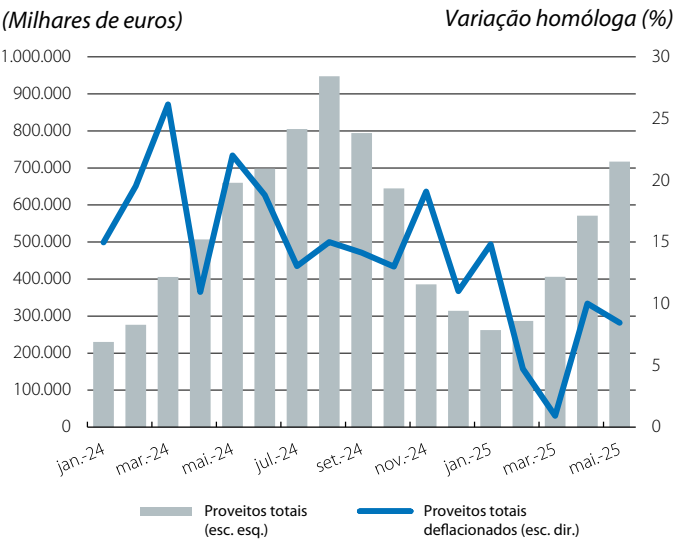
O saldo orçamental melhorou no acumulado dos primeiros 5 meses do ano, com a receita a superar largamente a despesa. O excedente de 0,5% do PIB registado até maio (–2,1% até maio de 2024) é suportado pelo aumento de 12,3% homólogo da receita, perante o comportamento da receita fiscal e contributiva. Neste ponto, destacam-se as contribuições para a Segurança Social, a receita de IRS e de IVA. O aumento expressivo do emprego (mencionado em cima) e a provável trajetória positiva dos salários explicam o desempenho das contribuições sociais, enquanto a redução dos reembolsos em sede de IRS e IVA explicam a comparação mais favorável face a 2024. De facto, estimamos que, sem este efeito (e mantendo-se tudo o resto constante), a receita total teria aumentado 10,5% e o saldo orçamental situar-se-ia num ligeiro défice. Também os dividendos pagos pela CGD em maio tiveram um efeito positivo. Por sua vez, o aumento da despesa (4,5%) deve-se ao comportamento das despesas com pessoal (com a atualização salarial dos funcionários públicos e valorização de carreiras), das transferências correntes (com, entre outros fatores, o aumento das pensões) e o investimento. Ainda assim, a desaceleração da atividade económica e as pressões adicionais resultantes de compromissos entretanto assumidos (como a redução do IRS e o investimento em defesa) aumentam a probabilidade de que o saldo orçamental entre em território ligeiramente negativo em 2025 (ver o focus «Novas medidas, novos compromissos internacionais: será o fim do excedente orçamental?», neste IM).

Famílias: poupança, consumo e remunerações
% do RD, variação homóloga (%)



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

Proveitos do turismo
(Milhares de euros)



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

Execução orçamental da Adm. Pública (acumulado até maio)

(% PIB, excepto quando indicado outra medida)

	2019	2023 *	2024	2025	Var. 2025 vs. 2019	Var.2025 vs. 2024 (milhões euros)
Receitas	36,0	35,2	34,4	36,9	1,0	5.043
Receita fiscal	19,2	19,0	17,9	19,3	0,1	2.807
Contribuições Seg. Social	9,6	10,0	10,3	10,6	1,0	998
Despesas	36,7	34,5	36,5	36,4	–0,3	1.948
Despesas com pessoal	8,6	8,4	8,5	8,8	0,2	872
Transferências correntes	15,8	15,0	16,7	16,3	0,6	456
Aquisição bens e serviços	5,1	5,1	5,1	5,0	–0,1	190
Juros	4,1	2,6	2,6	2,3	–1,7	–182
Investimento	1,8	2,0	1,9	2,1	0,3	333
Saldo orçamental	–0,7	0,7	–2,1	0,5	1,2	3.095

Nota: * Valor ajustado da transferência do Fundo de Pensões da CGD para a CGA.

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

Novas medidas, novos compromissos internacionais: será o fim do excedente orçamental?

O programa do Governo foi aprovado no dia 18 de junho e revela os 10 eixos prioritários do novo Executivo (num total de 150 medidas) para a próxima governação: destacamos pelo impacto potencial no contexto orçamental a valorização dos rendimentos do trabalho e poupança, o combate à crise na habitação, novas infraestruturas relevantes para o país e reforço estratégico do investimento em defesa no âmbito dos compromissos junto da NATO.¹ Apesar da ausência de um cronograma que nos permita concluir sobre o período de implementação das várias medidas, assim como o custo associado, neste artigo vamos tentar perceber qual o impacto de algumas das medidas nas contas públicas, assim como o efeito que terão no âmbito das novas regras orçamentais europeias.

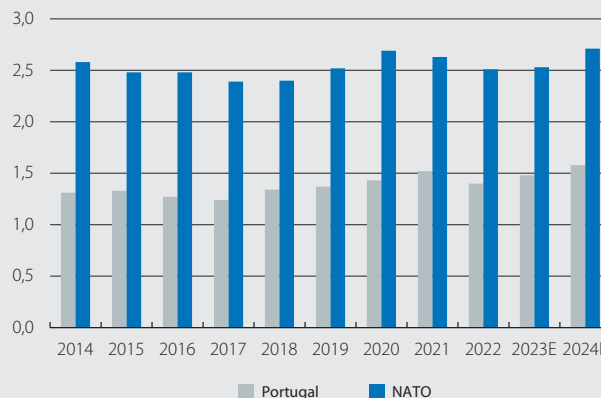
Mas antes de avançarmos concretamente no foco deste artigo, importa olhar, como ponto de partida, para o contexto económico. Quando fizemos a última revisão de cenário para as contas públicas, em abril, as expectativas eram de que a economia portuguesa crescesse acima dos 2,0% e que o crescimento do PIB nominal superaria os 5%. Neste contexto, e apesar das medidas já inscritas no OGE 2025 (como o IRS jovem), esperávamos que a receita fiscal e contributiva aumentasse cerca de 5% este ano e que o saldo orçamental mantivesse o sinal positivo dos últimos anos. A notícia de que a economia portuguesa contraiu no 1T colocou riscos para o crescimento do PIB no conjunto do ano, justificando a revisão em baixa da previsão do BPI Research.² Este novo contexto implica, por si só, uma menor expectativa para o crescimento da receita fiscal e contributiva (menor atividade económica vai gerar menos impostos), o que, na ausência de medidas adicionais, representaria uma perda em torno dos 0,2% do PIB face ao cenário de abril.

Ou seja, o ponto de partida é já mais frágil do que há uns meses, e isto sem contar com outros efeitos nefastos, entretanto exacerbados (como o aumento do preço do Brent, o escalar das tensões geopolíticas no Médio Oriente e o cenário de guerra tarifária, neste momento em suspense), e que podem implicar maiores custos energéticos, atividade mais fraca e/ou maiores custos de financiamento.

As novas medidas do Governo deverão acrescentar uma pressão adicional nas contas públicas. Mais concretamente, a redução adicional no IRS: o objetivo é de uma redução de 2.000 milhões de euros até 2029, dos quais 500

Gastos com defesa (conceito da NATO)

(% do PIB)



Nota: O valor estimado para Portugal para 2024 é o estimado pelo Governo.

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

milhões já este ano. Isto deverá englobar os salários até ao 8º escalão (ou seja, rendimentos até 83.696 euros), semelhante ao que tinha sido colocado a votação no ano passado e que acabou por ser rejeitado. Se, de forma distinta, esta medida avançar este ano, isto significa que haverá menos 0,2 p. p. do PIB de receita fiscal a entrar nas contas públicas de 2025.³ No entanto, o saldo orçamental beneficia este ano de efeitos positivos relacionados com o sector bancário e não previstos em sede de Orçamento de Estado, nomeadamente o pagamento adicional de dividendos por parte da CGD e do lado do Novo Banco; no conjunto, estas medidas (*one-off*) poderão compensar totalmente a perda de receita de IRS em 2025.

Outra pressão adicional decorre dos compromissos com a NATO, com o Executivo a antecipar o objetivo de gastos com defesa de 2% do PIB a alcançar já em 2025 (anteriormente previsto para 2029). Neste ponto, importa ter presente onde nos encontramos e o que falta para conseguirmos atingir os 2%. Assim, em 2024, de acordo com as estimativas do Governo e em linha com o conceito da NATO, Portugal gastou o equivalente a 1,58% do PIB, ou seja, cerca de 4.500 milhões de euros. Isto significa que, para atingir o objetivo dos 2% do PIB em 2025, Portugal teria de gastar mais de 1.200 milhões de euros adicionais (0,4% do PIB). De acordo com afirmações recentes do Ministro das Finanças, o esforço não deverá ser nesta ordem de grandeza, perante a possibilidade de reclassificar despesas

1. Para mais detalhe sobre o Programa, ver o documento disponibilizado no seguinte site: <https://www.portugal.gov.pt/pt/gc24/governo/programa-do-governo>.

2. Para mais informações, ver o focus «Novo cenário macroeconómico», do IM06/2025, onde explicámos melhor a revisão feita no cenário macroeconómico português.

3. Este impacto negativo poderia ser ligeiramente atenuado caso, no limite, as famílias consumissem a totalidade da poupança decorrente do menor pagamento de IRS, gerando um efeito positivo na maior arrecadação de outras receitas fiscais (como, por exemplo, de IVA). Estimámos que esse efeito positivo poderia rondar os 0,03 p. p. do PIB, o que significaria que em vez de um efeito negativo de 500 milhões de euros, estaríamos a falar de um efeito líquido em torno dos 400 milhões de euros.

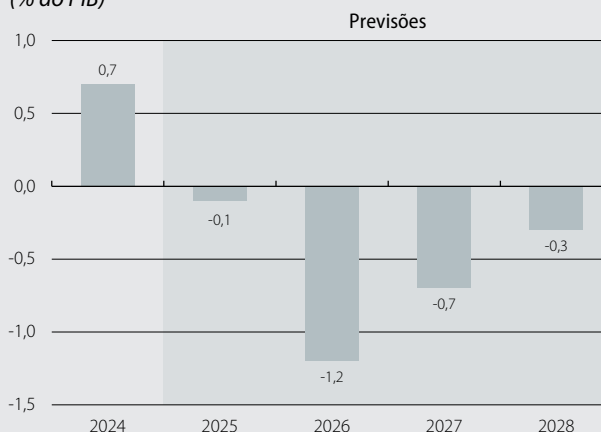
que já existam, mas que não estejam a ser contabilizadas como despesa com defesa. Ainda assim, para efeitos de análise neste artigo, vamos assumir essa totalidade.

Perante este cenário, e considerando as medidas expostas neste artigo, é possível que as contas públicas entrem em ligeiro território negativo em 2025. O que é que isto implica em termos de regras orçamentais europeias? Recordando as novas regras, o indicador chave atualmente é a evolução da despesa líquida primária, que, de acordo com o Plano Orçamental Estrutural de Médio Prazo para 2025-2028 e acordado com a Comissão Europeia, não deveria exceder um crescimento de 5,0% este ano. Com a incorporação destas medidas (e ressalvando que elas podem não ser aprovadas no Parlamento e que estamos a excluir da análise outras medidas para as quais não temos estimativa para o *timing* de implementação e/ou custo), estimamos que o crescimento da despesa líquida primária excederia os 4,7%, acima dos 3,4% que o Governo estimava em abril, no Relatório Anual de Progresso, mas, ainda assim, abaixo dos 5% acordados com a Comissão Europeia para este ano. No entanto, Portugal ativou a cláusula de derrogação nacional, que permite excluir da evolução da despesa líquida primária os gastos com despesa até ao limite de 1,5% do PIB por ano. Isto significa que, apesar da estimativa ligeiramente negativa para o saldo orçamental, para efeitos de cumprimento das regras europeias, Portugal continuaria a cumprir: estimamos que o crescimento da despesa líquida primária poderia aumentar ligeiramente acima dos 4% em 2025, colocando o *gap* face ao negociado abaixo dos 1.000 milhões de euros para este ano.

Perante estes dados e considerando os desafios expetáveis para os próximos anos (nomeadamente as políticas

Portugal: saldo orçamental

(% do PIB)



Fonte: BPI Research.

da nova Administração norte-americana, os conflitos geopolíticos e os compromissos assumidos com a NATO, a par de uma eventual maior pressão sobre as contas públicas decorrente da fragmentação atual do Parlamento português e da qual poderão surgir medidas não antecipadas), importa ter presente a necessidade de manter uma trajetória prudente nas contas públicas, de forma a não pôr em causa o cumprimento das regras orçamentais europeias, nem a trajetória de descida sustentada do rácio de dívida pública, num contexto de expectável desaceleração da receita e maior crescimento da despesa num cenário de políticas invariantes. Isto é essencial para garantir que os holofotes dos mercados financeiros não voltam a incidir em Portugal, num contexto de agravamento das necessidades de financiamento no conjunto da Zona Euro.

Vânia Duarte

O turismo português prepara-se para o Verão

O turismo tem sido um suporte de resiliência da economia nacional. É destaque também a nível global, com registo recorde de receitas em 2024.¹ À entrada do período mais forte do setor, os meses de verão, fazemos um balanço das tendências e perspetivas que se verificam na fase inicial de 2025.

Turismo de residentes com melhor desempenho

Nos primeiros cinco meses deste ano recebemos 11,7 milhões de turistas (+438 mil vs. 2024) que realizaram 28,3 milhões de dormidas (+624 mil vs. 2024). Os dados deste período do ano revelam aspetos que importa sublinhar. O primeiro é que a taxa de crescimento do número de turistas é ligeiramente inferior à que se verificou no ano passado face a 2023. Isto entronca com a nossa visão que estima um crescimento deste dado em torno dos 5% para 2025, uma taxa equiparada à que se registou em 2024. Em segundo lugar, destacar que as dormidas crescem a um ritmo inferior ao ritmo dos hóspedes e inferior também ao ritmo de crescimento do ano anterior, evidenciando estadias ligeiramente mais curtas. Por fim, mas não menos importante, uma mudança completa acerca de quem está a sustentar esta dinâmica de crescimento: este ano são os turistas residentes que apresentam melhor desempenho (as dormidas de residentes crescem 6,1% e as de não residentes 0,7%). Em 2024 verificava-se um comportamento simétrico: as dormidas de residentes até maio evoluíam apenas 0,7% (as de não residentes evoluíam 6,1%). Por mercado emissor, os maiores aumentos em número de turistas não residentes tiveram origem nos EUA, Polónia e Canadá; e, os maiores recuos vieram da França, Brasil e Alemanha.

Proveitos crescem mais no segmento alto

Com o aumento de hóspedes e dormidas seria de esperar o incremento dos proveitos totais nos estabelecimentos de alojamento turístico, que se veio a verificar. Face aos primeiros cinco meses de 2024 os proveitos evoluíram 7,9%. Para avaliar se este incremento também ocorreu em termos reais (ou seja, descontando a variação dos preços), deflacionámos² a série o que confirmou um aumento médio de 7,8%.³ Por sua vez, os proveitos exclusivamente com origem em aposento aumentaram 8,0%, e em termos regionais, destacadamente, evidenciou-se a RA Madeira (+22,7%) seguida da RA Açores (+15,9%) e Península da Setúbal (+11,3%). O comportamento mais modesto foi na Grande Lisboa (+2,6%).

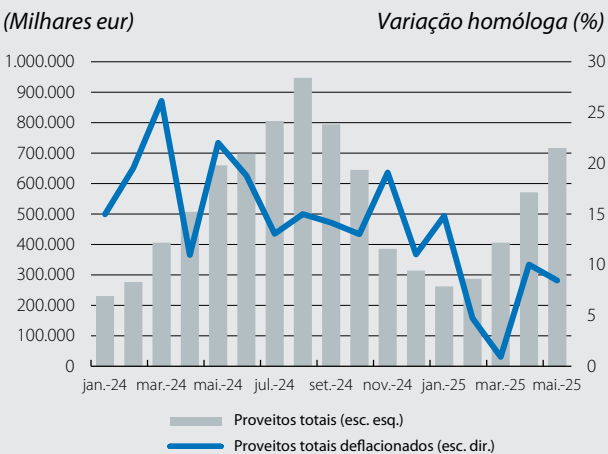
1. Ver World Bank Group, Tourism Watch – Quarterly Report, abril 2025.
2. Deflacionámos com base no IPC da Hotelaria e Restauração.
3. Em março a variação real de proveitos foi praticamente nula resultado de efeitos de calendário, ou seja, pelo efeito dos períodos de férias associadas à Páscoa, que este ano ocorreu em abril, enquanto no ano anterior se concentrou, essencialmente, em março.

Dinâmica do Turismo

	Maio year-to-date	
	2025 vs. 2024	2024 vs. 2023
Hóspedes	3,9	5,3
Residentes	6,1	1,9
Não residentes	2,4	7,6
Dormidas	2,3	4,5
Residentes	6,1	0,7
Não residentes	0,7	6,1

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

Proveitos do turismo



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

Por tipologia de alojamento sobressaem os aumentos de proveitos nos hotéis de segmento mais alto (4 e 5 estrelas) e nos estabelecimentos de turismo rural e de habitação. Estes últimos prolongam a boa tendência que já vinha de 2024 onde o crescimento dos proveitos anuais (+18%) já tinha sido superior ao da Hotelaria como um todo (+12%). Para o aumento dos proveitos ter sido mais pronunciado nos estabelecimentos de 5 estrelas adiantamos três razões. Uma, o facto de serem as famílias com maior disponibilidade financeira aquelas que também têm mais disponibilidade para viajar ao longo de todo o ano e especificamente nesta fase inicial de época baixa. Depois, o facto de a RA Madeira ter uma maior percentagem de hotéis de 5 estrelas face ao total de oferta de estabelecimentos turísticos⁴ e ter sido a região onde os proveitos mais aumentaram. Por fim, sabemos que historicamente cerca de 40% das dormidas dos turistas dos EUA (como vimos, o mercado emissor

4. Com dados de final de 2023, a RA Madeira era a segunda região do país com maior percentagem de hotéis de 5 estrelas face ao total da oferta de estabelecimentos turísticos, apenas superada pela Grande Lisboa.

com maior aumento de hóspedes) são feitas em hotéis de 5 estrelas.

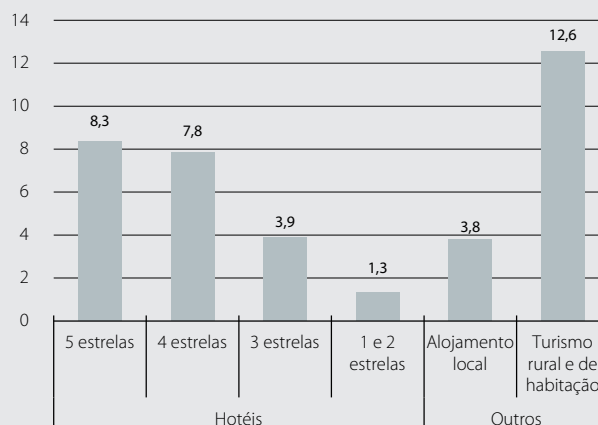
Ao nível das contas externas o setor confere suporte no acumulado do ano (até abril). As exportações de turismo ascenderam a mais de 7,2 mil milhões de euros, crescendo a um ritmo de 5,5% homólogo, ligeiramente superior ao ritmo de crescimento das importações de serviços de turismo (+5,3%). Na verdade, já na segunda metade de 2024 fez-se notar dinamismo no número de viagens de portugueses para o estrangeiro o que não invalida que o saldo da balança turística seja amplamente positivo, explicando até abril 61% do saldo (positivo) da balança de serviços. Não obstante, isto não foi suficiente para que o saldo da balança comercial (70,2 milhões de euros) não recuasse significativamente face a abril de 2024 (1.188 milhões de euros), principalmente pelo efeito conjugado do aumento das importações de bens (+4,6%) por comparativo com as exportações de bens (-1,3%). Com base nestes números estimamos que o saldo acumulado da balança turística dos últimos 12 meses ascenda a 7,3% do PIB.

Tendências e soft data

O evento da nova administração Trump começa a marcar o sentimento e as perspetivas para o desempenho do setor turístico mundial e também aqui a incerteza é pedra de toque. As tensões comerciais aumentaram os riscos de abrandamento económico o que por sua vez se poderá traduzir em menor procura por viagens. Em paralelo cresce um sentimento desfavorável que demove as viagens com destino aos EUA devido à postura mais unilateral e a um controlo de fronteiras mais musculado. O reflexo disto no turismo português não é totalmente claro porque efeitos opostos podem ocorrer. Por um lado, os turistas dos EUA têm sido um dinamizador do turismo nacional e um abrandamento da economia norte-americana com aumento de inflação e pressão nos orçamentos familiares poderá reduzir o apetite por viagens de longo curso. Por outro, uma menor procura dos europeus de viagens para os EUA poderá resultar em maior procura de viagens intra-Europa com benefício para Portugal.⁵

Com o aumento da incerteza outra das tendências a marcar os últimos *surveys* acerca do setor prende-se com o

Proveitos totais por tipologia de estabelecimento Var. ytd maio 2025 vs. yoy (%)



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

tópico do *value for money* e do orçamento para viagens. As principais preocupações atuais dos europeus quando escolhem um destino de viagem são os preços acessíveis (22%), seguidos da segurança do destino (18%) e a estabilidade meteorológica (14%).⁶ Portugal não é um destino particularmente competitivo ao nível do preço e isto poderá pesar na procura – na última *survey* (março 2025) a percentagem dos europeus que indicava Portugal como próximo destino de viagem reduziu-se face a abril de 2024, de 6,5% para 5,4%.⁷ Com efeito, os destinos turísticos europeus com melhor desempenho no início de 2025 foram os que ofereceram melhor *value for money* (Roménia, por exemplo) e alguns da Europa central e de leste que anteriormente eram vistos como estando demasiado perto do conflito na Ucrânia.

Por fim, realçar alguns dados e perspetivas positivas de dois mercados emissores: Canadá e China. No caso do Canadá é notícia o aumento da capacidade aérea para Portugal⁸ para dar resposta à tendência positiva que se tem verificado. No caso da China, o aumento das dormidas este ano situa-se em torno dos 20%, o que poderá inserir-se numa tendência que beneficia também outros países europeus.⁹

Tiago Belejo Correia

5. No relatório do 1T 2025 da European Travel Commission é reportado que o número de turistas europeus a visitar os EUA recuou 6%.

6. Monitoring Sentiment for Intra-European Travel Spring & Summer 2025 (European Travel Commission).

7. Ver nota de rodapé 6.

8. Novos voos da Air Canada entre Montreal e Porto, e, aumento da frequência dos voos entre Lisboa e Toronto.

9. Já na primeira administração Trump as viagens de chineses para os EUA reduziram-se a favor do aumento de viagens para a Europa.

Financiamento titulado ESG em Portugal: análise quantitativa

O tema da sustentabilidade é atualmente um dos tópicos mais discutidos a nível mundial. O Pacto Ecológico Europeu, lançando em 2019, constitui a estratégia de crescimento da UE baseado num conjunto de iniciativas com o propósito de ocorrer uma transição ecológica de forma eficiente e alcançar-se a neutralidade climática até 2050. Para o cumprimento destes objetivos, os bancos devem desenvolver, por iniciativa própria, projetos ESG,¹ apoiando igualmente os seus clientes na abertura de linhas de financiamento para o cumprimento de metas relacionadas com a transição ecológica, orientando fluxos de capital para atividades mais sustentáveis.

Em janeiro de 2019 ocorreu a primeira emissão de títulos de dívida ESG por parte de entidades residentes em Portugal, no montante de 1.000 milhões de euros, para aplicação em projetos de energia limpa. Desde então que entidades residentes de vários setores económicos têm recorrido a esta forma de obtenção de verbas para a concretização de projetos ligados a temas ESG. Em maio de 2025, as entidades residentes tinham emitido 14,7 mil milhões de euros nestes títulos, com destaque para as empresas não financeiras (77,5% do valor total) e o setor financeiro (22,5% do valor total). De notar que as administrações públicas portuguesas ainda não recorreram à emissão destes títulos.

De acordo com a informação divulgada pelo Banco de Portugal, os títulos de dívida ESG são classificados em:

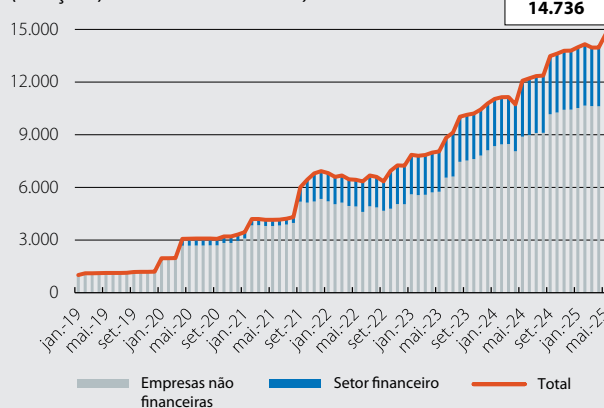
- Verdes – para financiamento de projetos relacionados com a proteção ambiental;
- Sociais – financiam projetos com objetivos de criarem impactos sociais positivos;
- Sustentáveis – para a realização de projetos que combinam a vertente ambiental e social;
- Ligadas à sustentabilidade – as verbas não apresentam restrições de utilização, no entanto as entidades emittentes comprometem-se a cumprir objetivos ESG pré-definidos nas fichas técnicas das emissões. A remuneração final destes títulos vai assim depender do cumprimento, ou não, desses objetivos.

No final de maio de 2025, as empresas não financeiras (SNF) apresentavam um stock de endividamento titulado ESG de 11,4 mil milhões de euros, um aumento de 28% face ao período homólogo. A categoria «verde» representa 78% do total do endividamento titulado ESG por parte de entidades deste setor. Os títulos ligados à sustentabilidade têm ganho peso desde 2023, motivado por uma emissão líquida de 855 milhões de euros em agosto desse ano.

O peso do financiamento ESG no total da dívida titulada emitida por empresas não financeiras tem vindo a aumen-

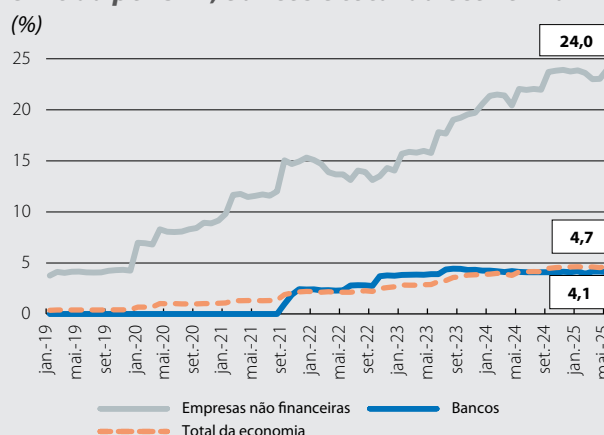
Montantes emitidos em títulos de dívida ESG, por setor emittente

(Posições, em milhões de euros)



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

Peso do endividamento ESG no total de dívida emitida por SNF, bancos e total da economia



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

tar, fixando-se em 24% em maio de 2025, +1,9 p. p. face ao período homólogo. Desta forma, existe evidência de que as empresas têm vindo a recorrer ao mercado de capitais para financiarem projetos ESG, com destaque para os projetos ambientais.

O setor financeiro registou a primeira emissão de dívida ESG apenas em abril de 2020, mais de um ano depois das empresas não financeiras terem emitido este tipo de títulos pela primeira vez. A primeira emissão de títulos de dívida sustentáveis aconteceu em setembro de 2021 e no mês seguinte ocorreu a primeira emissão com o objetivo de financiar projetos sociais. Atualmente, os montantes emitidos de títulos de dívida verdes e sociais são os que apresentam um peso mais expressivo no endividamento ESG por parte de entidades do setor financeiro, ascendendo aos 2,6 mil milhões de euros em maio de 2025 (77% do total).

Analizando em mais detalhe o subsector dos bancos, a primeira emissão de títulos ESG ocorreu em setembro de 2021, emissão essa de títulos sustentáveis no valor de 500 milhões

1. Ambientais (E), sociais (S) e de governação (G).

de euros. Desde então que os bancos se têm endividado recorrendo a títulos de dívida ESG, principalmente para financiarem projetos de cariz social (1,2 mil milhões de euros) e ambiental (0,9 mil milhões de euros). Em maio de 2025, o total de passivos titulados ESG de bancos fixou-se em 2,5 mil milhões de euros, o que representa 4,1% do stock de endividamento titulado dos bancos e 76% do total ESG do setor financeiro.

O recurso à emissão de dívida titulada para financiamento de iniciativas ESG tem vindo a aumentar em Portugal nos últimos anos. No final de maio de 2025, estavam vivos 82 títulos de dívida ESG, representando 4,7% do endividamento titulado de entidades residentes em Portugal. Este tipo de financiamento é mais expressivo no setor das empresas não financeiras. É de esperar que o recurso a estes instrumentos de financiamento se mantenha elevado, devido à procura significativa por este tipo de títulos por parte de investidores, que também beneficiam de possuir uma carteira de investimentos mais verde.

Quem detém os títulos de dívida ESG emitidos por entidades residentes?

Em abril de 2025, o saldo vivo de títulos de dívida ESG emitidos por residentes ascendia aos 14 mil milhões de euros. Deste montante, 69% encontrava-se em posse de entidades não residentes, sendo que apenas 31% haviam sido adquiridos por residentes. No entanto, tem-se verificado que as entidades residentes têm aumentado a exposição das suas carteiras a títulos de dívida ESG emitidos por entidades nacionais, porém os investidores estrangeiros ainda são os seus principais detentores.

No que toca à carteira de não residentes em dívida ESG emitida por entidades residentes, 85% do montante em abril dizia respeito a títulos de dívida verdes, montante esse justificado principalmente por emissões de obrigações por parte de empresas não financeiras e que foram adquiridas por entidades estrangeiras pertencentes ao mesmo grupo económico do emitente. É ainda possível concluir que a carteira de não residentes em dívida titulada ESG sempre foi maioritariamente composta por títulos dessa categoria.

Do lado dos investidores residentes nesses títulos, as entidades pertencentes ao setor financeiro são as que mais se sobressaem, uma vez que detinham 83% do respetivo montante vivo em abril. Analisando por categoria, 57% da carteira ESG de entidades residentes era composta por títulos ligados à sustentabilidade. O investimento das entidades nacionais em dívida ESG começou a ganhar mais expressão a partir de 2023, sendo que anteriormente o valor destes investimentos era pouco significativo. Este dinamismo diz respeito ao aumento do recurso a emissões de dívida titulada por parte de empresas não financeiras em títulos ligados à sustentabilidade, emissões essas intermediadas por bancos e que, por isso, ficam em carteira dessas mesmas instituições pertencentes ao setor financeiro.

Pedro Avelar

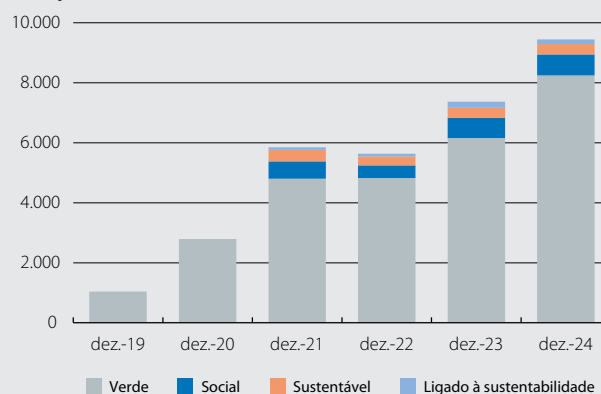
Evolução da distribuição por residência do investidor



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

TD ESG (emitidos por residentes) em posse de não residentes, por categoria

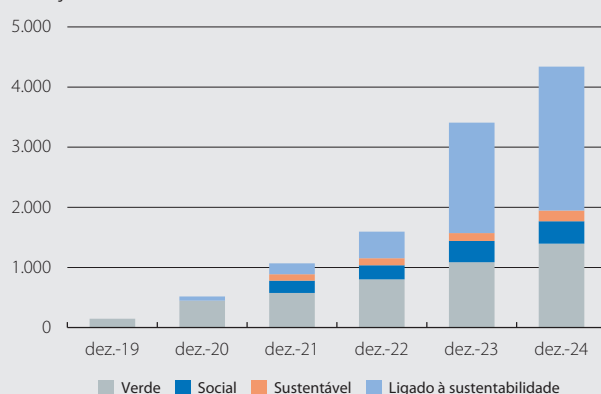
(Posições, em milhões de euros)



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

TD ESG (emitidos por residentes) em posse de residentes, por categoria

(Posições, em milhões de euros)



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

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	04/25	05/25	06/25
Índice coincidente para a atividade	3,5	1,8	1,5	1,7	1,7	...	1,6	1,6	...
Indústria									
Índice de produção industrial	-3,1	0,8	-0,2	-0,4	-2,3	...	-2,1	2,6	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-7,4	-6,2	-6,1	-4,2	-5,1	-4,8	-5,1	-4,9	-4,4
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	7,5	6,4	13,3	23,5	36,0	...	22,5	...	...
Compra e venda de habitações	-18,7	14,5	19,4	32,5	25,0	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária)	9,1	8,5	8,5	13,2	15,8	...	16,9	17,1	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	19,0	6,3	7,8	6,3	4,6	...	5,2	4,4	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	7,7	5,6	2,4	10,9	12,5	6,6	4,4	6,1	9,4
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	1,1	3,2	3,7	5,0	4,5	...	3,0	4,8	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,9	2,7	2,7	3,4	3,7	...	3,5	3,4	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-28,6	-18,0	-14,3	-14,3	-15,5	-17,9	-17,9	-18,2	-17,6
Mercado de trabalho									
População empregada	2,3	1,2	1,2	1,3	2,4	...	3,1	2,6	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,5	6,4	6,1	6,7	6,6	...	6,3	6,3	...
PIB	2,6	1,9	2,0	2,8	1,6	...	-	-	-

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	04/25	05/25	06/25
Inflação global	4,4	2,4	2,2	2,6	2,3	2,3	2,1	2,3	2,4
Inflação subjacente	5,1	2,5	2,5	2,7	2,3	2,3	2,1	2,2	2,4

Setor externo

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

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	04/25	05/25	06/25
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-1,4	2,4	0,7	2,4	5,7	...	3,9	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-4,0	2,2	-0,8	2,2	5,5	...	4,5	...	...
Saldo corrente	1,5	6,1	5,2	6,1	4,4	...	4,7	...	...
Bens e serviços	4,0	6,7	6,1	6,7	5,4	...	5,5	...	...
Rendimentos primários e secundários	-2,5	-0,5	-0,9	-0,5	-1,0	...	-0,9	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	5,3	9,3	8,6	9,3	7,6	...	8,0	...	...

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	04/25	05/25	06/25
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	-2,3	7,5	6,0	7,5	6,5	...	6,1	5,9	...
À ordem	-18,5	-0,3	-6,7	-0,3	3,5	...	4,1	3,6	...
A prazo e com pré-aviso	22,2	15,3	20,9	15,3	9,3	...	7,9	8,0	...
Depósitos das Adm. Públicas	-12,4	26,7	29,1	26,7	29,3	...	26,5	33,2	...
TOTAL	-2,6	7,9	6,7	7,9	7,1	...	6,7	6,7	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	-1,5	2,1	1,0	2,1	3,3	...	3,7	4,5	...
Empresas não financeiras	-2,1	-0,6	-0,6	-0,6	0,1	...	0,5	1,4	...
Famílias - habitações	-1,4	3,2	1,4	3,2	5,1	...	5,6	6,3	...
Famílias - outros fins	-0,3	4,7	4,0	4,7	5,1	...	5,4	5,5	...
Administrações Públicas	-5,5	0,6	-4,1	0,6	-8,0	...	-0,4	1,1	...
TOTAL	-1,7	2,0	0,9	2,0	2,9	...	3,6	4,3	...
Taxa de incumprimento (%)²	2,7	2,4	2,6	2,4	2,3	...	-	-	-

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

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

A economia espanhola progride a bom ritmo num contexto de incerteza

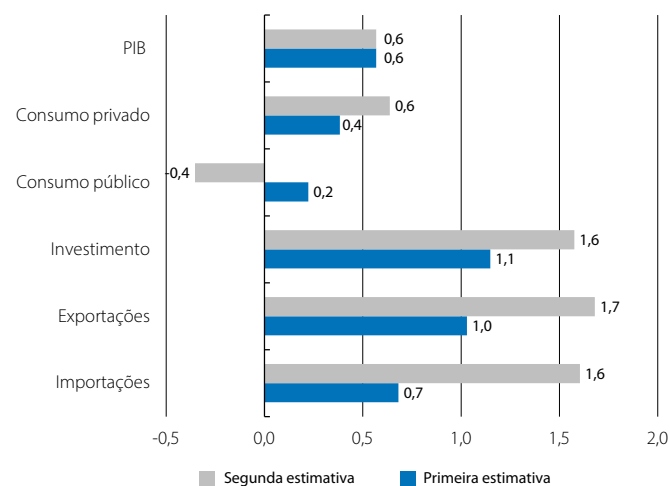
A economia espanhola continua a registar um desempenho confortável, apesar do contexto de grande incerteza. Não obstante as tensões comerciais decorrentes da política tarifária dos EUA e do conflito geopolítico entre Israel e Irão, os indicadores de atividade económica revelaram um dinamismo significativo, apontando para um desempenho sólido no 2T. Além disso, a revisão dos dados do PIB do 1T não alterou o bom resultado agregado (0,6% em cadeia), mas conduziu a revisões significativas nas componentes que refletiram uma composição robusta do crescimento, sustentada pelo consumo privado (crescimento de 0,6% em cadeia), pelo investimento (1,6% em cadeia) e pelo setor externo, com as exportações a crescerem 1,6% em cadeia (a um ritmo muito semelhante ao das importações), impulsionadas pelo bom desempenho dos serviços não turísticos.

A procura interna mantém-se robusta, embora persistam focos de incerteza. Para os próximos trimestres, prevemos que a procura interna domine o crescimento económico, impulsionada pela descida das taxas de juro, por uma certa recuperação do poder de compra, pelo impulso dos fundos europeus Next Generation e pela força do mercado de trabalho, graças ao crescimento demográfico. As duas principais fontes de incerteza neste cenário são as tensões comerciais ligadas às tarifas e a evolução do conflito entre Israel e Irão. Embora o nosso cenário atual, que prevê um crescimento do PIB de 2,4% em 2025, já incorpore alguma incerteza associada às tensões comerciais, esta pode acabar por ter um impacto maior, dependendo da forma como estas duas fontes de incerteza evoluírem nos próximos meses. Quanto à escalada do conflito entre Israel e Irão, a incerteza é grande, mas, no momento em que este relatório é divulgado, todos os sinais apontam para uma diminuição do conflito. A probabilidade de um encerramento do Estreito de Ormuz foi reduzida, o que contribuiu para uma certa correção do preço do petróleo, o que não é de somenos importância para a economia espanhola: Espanha tem de importar praticamente todo o petróleo que consome. Logo, o petróleo barato é um fator claramente positivo para a economia espanhola.

Os dados positivos sobre a atividade no 2T, juntamente com um mercado de trabalho robusto, apontam para outro trimestre muito dinâmico. Os indicadores do emprego e do consumo foram positivos no 2T. A taxa de crescimento do emprego, medida pelo número de inscritos no sistema de Segurança Social, manteve um ritmo robusto e aumentou 0,6% em cadeia (corrigido de sazonalidade) no 2T, o mesmo ritmo do trimestre anterior. Além disso, o número total de trabalhadores inscritos na Segurança Social aumentou para 21.861.095, um novo recorde, e mais 468.206 do que há um

Espanha: PIB e componentes

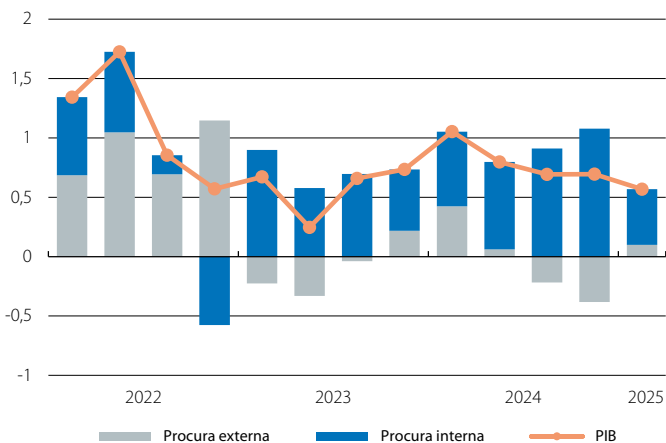
Variação em cadeia no 1T 2025 (%)



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

Espanha: contribuição para o crescimento trimestral do PIB *

(p. p.)

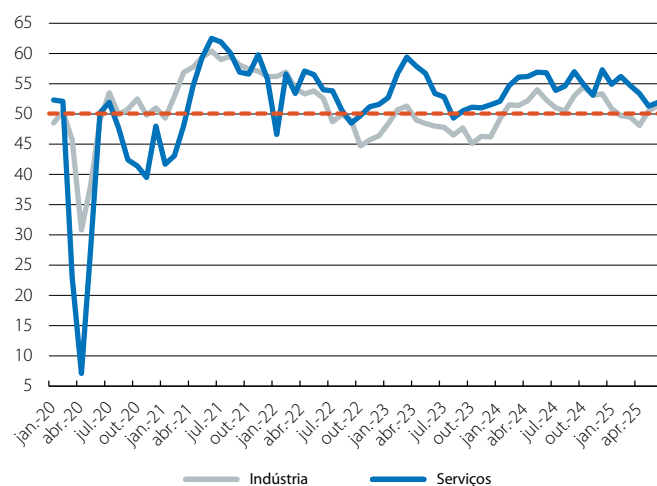


Nota: * No 1T de 2025.

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

Espanha: PMI

Nível



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

ano. Por outro lado, o indicador de consumo interno do Monitor CaixaBank Research registou taxas de crescimento homólogas mais elevadas no 2T do que no 1T. Em termos de índices de sentimento empresarial, junho foi um bom mês: o PMI da indústria transformadora situou-se novamente na zona de expansão (acima de 50) pelo segundo mês consecutivo, com 51,4, contra 50,5 em maio. Em junho, o PMI dos serviços atingiu 51,9, ligeiramente acima dos 51,3 registados em maio. Assumindo todos os dados disponíveis, o crescimento do PIB em cadeia poderá ser de cerca de 0,5% no 2T. A 29 de julho, após o fecho desta edição, será publicada a primeira estimativa dos dados do PIB do 2T.

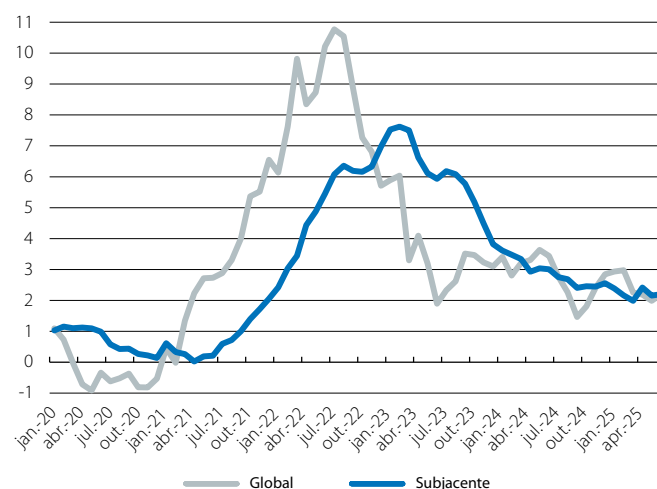
A inflação aumenta ligeiramente em Espanha, devido ao aumento dos preços dos combustíveis. A inflação global aumentou 2 décimas em junho para 2,2%. A subida deveu-se principalmente ao aumento do preço dos combustíveis na sequência da escalada do conflito entre Irão e Israel – um aumento que se atenuou após a assinatura de uma trégua – e, em menor grau, dos produtos alimentares e das bebidas não alcoólicas. Por conseguinte, a inflação global voltou a aumentar após três meses de descidas, embora a inflação subjacente se tenha mantido estável em 2,2%. A previsão de 2,4% para 2025 corre o risco de ser afetada por este aumento dos preços dos combustíveis e por uma trajetória ascendente mais elevada do que o previsto para os produtos alimentares, especialmente os não transformados.

O dinamismo do rendimento disponível bruto das famílias mantém-se no início de 2025, mas abranda, enquanto a taxa de poupança regista uma ligeira descida face a um consumo mais dinâmico. No 1T, o rendimento nominal bruto disponível das famílias registou um crescimento homólogo de 5,1%, um ritmo notável graças, em grande medida, a um mercado de trabalho forte, mas inferior ao registado em 2024 (8,7% no conjunto de 2024). Este aumento foi inferior ao da despesa de consumo final das famílias (7,1% em termos homólogos), o que conduziu a uma redução de 6 décimas na taxa de poupança (corrigida e ajustada de sazonalidade), que se situou em 12,8% do rendimento disponível bruto.

A tendência de crescimento do mercado imobiliário continua. No período de janeiro a abril, foram registadas 237.458 transações de casas, o que representa um crescimento homólogo de 15,9% e o melhor início de ano desde 2007. Esta força da procura faz-se sentir numa pressão crescente sobre os preços. Neste sentido, o valor de avaliação das habitações publicado pelo Ministério da Habitação e da Agenda Urbana aumentou 9,0% em termos homólogos no 1T 2025, acelerando face aos 7,0% registados no final de 2024. Verifica-se um elevado grau de heterogeneidade a nível regional. A Andaluzia foi a única região a registar uma correção nos preços (-0,5% em termos homólogos), enquanto os maiores aumentos de preços ocorreram na Galiza, na Comunidade Valenciana e em Castela-La Mancha (aumentos na ordem dos 11%-14% em termos homólogos).

Espanha: IPC

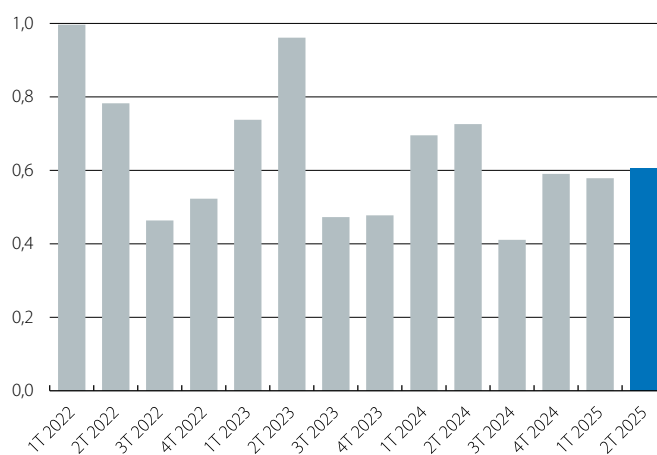
Variação homóloga (%)



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

Espanha: inscritos na Seguranga Social

Variação em cadeia (%)



Nota: Série ajustada de sazonalidade.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Ministério de Inclusão, Seguranga Social e Migrações.

Espanha: taxa de poupança das famílias

(% do rendimento bruto disponível)



Nota: Os dados trimestrais são corrigidos de sazonalidade e de calendário.

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

O recente padrão de crescimento do emprego em Espanha favoreceu o crescimento da produtividade?

As recentes mudanças no padrão do crescimento do emprego

A economia espanhola tem registado um forte crescimento do emprego desde que saiu da pandemia. Relativamente às inscrições na Segurança Social e com dados corrigidos de sazonalidade, as inscrições em abril de 2025 estavam 12,8% acima do nível de dezembro de 2019, o que equivale a um crescimento médio anual de 2,3%.

O primeiro gráfico mostra a contribuição de cada setor para o crescimento das inscrições na Segurança Social em dois períodos. Entre 2013 e 2019 no eixo vertical e entre 2019 e abril de 2025 no eixo horizontal. As contribuições são indicadas em percentagem do crescimento total acumulado.

Como se pode verificar, após a pandemia, Espanha tem vindo a criar relativamente mais empregos nos setores dos serviços públicos (educação e saúde), da tecnologia e dos serviços profissionais, em contraste com o ciclo anterior, em que o comércio, a indústria transformadora e outros serviços tradicionais das empresas (atividades administrativas) eram mais importantes.

Esta alteração na estrutura do crescimento do emprego levanta uma questão fundamental: Será este novo padrão mais favorável ao progresso da produtividade? Segundo a nossa análise, a resposta é sim, embora com nuances.

Medição da produtividade e efeito de composição

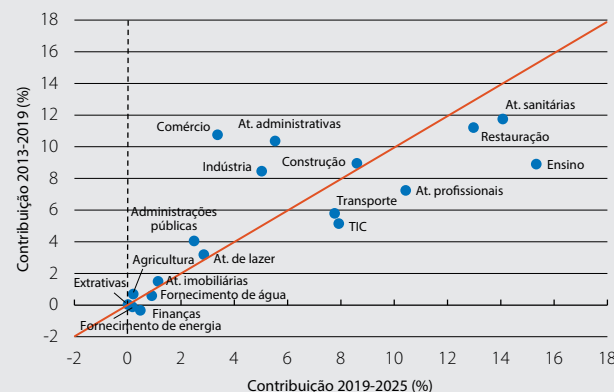
A produtividade do trabalho é medida como o valor acrescentado bruto real (VAB) gerado por hora trabalhada, a chamada produtividade aparente do trabalho.¹ Há alguns problemas com esta métrica. Por exemplo, os setores intensivos em capital tenderão a parecer mais produtivos do que os intensivos em emprego. Contudo, tem a vantagem de poder ser calculado diretamente a partir dos dados das contas nacionais, pelo que não tem de ser estimado.²

1. A fim de obter uma análise mais precisa, excluímos o setor imobiliário dos cálculos, uma vez que o seu VAB é distorcido pelas rendas imputadas, o valor de renda fictício atribuído às habitações ocupadas pelos proprietários. Como se trata de um setor pequeno (cerca de 1% das horas trabalhadas) e só dispomos de dados corrigidos para este efeito até 2022, a sua exclusão permite-nos concentrar-nos na tendência subjacente da produtividade sem perder informação recente.

2. Isto contrasta com o que seria a medida mais exata da produtividade, a chamada produtividade total dos fatores (PTF). É a parte do crescimento do PIB que não é explicada pela acumulação de fatores de produção, quer se trate de trabalho, capital, capital humano ou outros. Porém, a PTF tem de ser estimada e existe uma grande incerteza em torno dessas estimativas.

Espanha: inscritos na Segurança Social por setor

Contribuição relativa (em % do crescimento total)



Fonte: BPI Research, com base nos dados da Segurança Social.

Comparámos a evolução da produtividade aparente em três períodos:

- Expansão 1T 2000-4T 2007: a produtividade horária aumentou apenas 0,7% em termos globais, ou seja, apenas 0,1% por ano, em média.
- Recuperação 4T 2013-4T 2019: a produtividade registou um crescimento global de 3,8%, ou seja, cerca de 0,6% por ano, em média.
- Período recente 4T 2019-1T 2025: a produtividade acumulou um aumento de 2,5%, equivalente a 0,5% por ano.

Numa primeira análise, o ritmo de crescimento da produtividade no ciclo atual é semelhante ao do período 2013-2019. No entanto, para compreender melhor a relação entre o emprego e a produtividade, temos de ver de onde vem este crescimento da produtividade. Assim, dividimos o seu aumento em duas componentes.

- Margem intensiva: crescimento da produtividade em cada setor, mantendo constante a estrutura setorial do emprego. Reflete as melhorias de eficiência, tecnologia ou capital humano nas empresas de cada ramo de atividade.
- Efeito de composição: crescimento da produtividade devido a alterações no peso relativo de cada setor no emprego total, mantendo constante a produtividade de cada setor. Repercute o impacto da deslocalização de trabalhadores entre setores mais ou menos produtivos.

Neste artigo, centramo-nos no efeito de composição. O segundo gráfico mostra a magnitude deste facto nos diferentes períodos considerados. Este gráfico revela vários pontos importantes. Primeiramente, o efeito de composição foi negativo nos três períodos analisados. Em todos os

períodos de retoma recentes, a mudança na estrutura do emprego retirou parte do crescimento da produtividade.

Em segundo lugar, a penalização por composição foi particularmente forte entre 2000 e 2007. Pelo contrário, nos dois ciclos subsequentes, 2013-2019 e 2019-2025, o efeito negativo da composição foi muito menor e de magnitude quase igual em ambos os casos. Isto implica que o padrão da recente criação de emprego tem sido «semelhante» ao do ciclo anterior, no sentido em que as mudanças setoriais abrandaram pouco o crescimento da produtividade em comparação com o passado.

Atendendo à importância dos setores da educação e da saúde no atual ciclo, e tendo em conta que nestes setores a presença das administrações públicas é muito relevante e que, por isso, muitas vezes não transacionam a preços de mercado, é também interessante replicar a análise centrando-a nos setores de mercado. Caso excluamos da análise os ramos predominantemente públicos, o resultado altera-se ligeiramente. No período 2013-2019, o efeito de composição piora em 1 décima, enquanto o de 2019-2025 melhora em 1 décima, de modo que a contribuição negativa do efeito de composição no período recente passa a ser metade da do período 2013-2019.

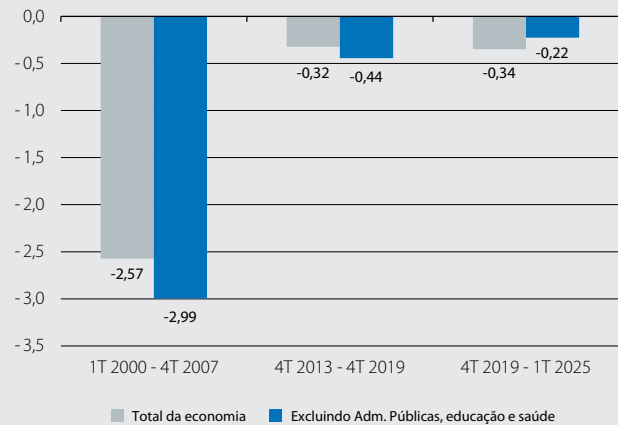
Que setores estão a impulsionar ou a travar a produtividade?

Para perceber o «porquê» de um efeito de composição ligeiramente negativo no período recente, é necessário identificar quais os setores que ganharam ou perderam peso nos funcionários e qual o seu nível de produtividade. Utilizamos para isso um terceiro gráfico de bolhas que relaciona, para cada setor, a sua produtividade laboral no eixo vertical e a variação da sua quota de funcionários entre o 4T 2019 e o 1T 2025 no eixo horizontal. Neste gráfico, o tamanho da bolha mede a contribuição absoluta desse setor para o efeito de composição, que resulta da multiplicação da variação de peso pela produtividade do setor. Uma bolha grande indica que o setor foi fortemente influenciado pela sua combinação de mudança de dimensão e nível de produtividade. Para facilitar as comparações, a linha horizontal vermelha marca a produtividade média nacional.

Há três setores que se destacam por terem puxado o carro nos últimos tempos, aumentando a sua quota de emprego. O setor das Adm. públicas, a educação e a saúde registaram um forte aumento da sua quota-parte no emprego total, mas a sua produtividade é aproximadamente a mesma que a média nacional. O setor das TIC registou um aumento significativo da sua quota de emprego e caracteriza-se por uma produtividade mais elevada do que a média nacional. Por conseguinte, este setor tem um efeito de composição positivo significativo, com um crescimento do emprego em que cada hora trabalhada traz muito valor acrescentado. Por último, o setor

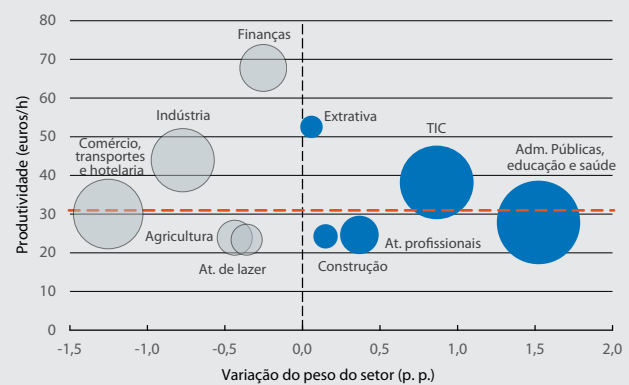
Espanha: efeito de composição

Contribuição para o crescimento da produtividade (p. p.)



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

Espanha: detalhe setorial da contribuição para o crescimento do emprego no 4T 2019 e no 1T 2025



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

das atividades profissionais, científicas e técnicas, embora em menor grau do que os anteriores, também ganhou peso. Contudo, e talvez contraintuitivamente, este setor tem uma baixa produtividade aparente do trabalho, possivelmente porque é um setor com baixa intensidade de capital, pelo que a sua contribuição para o efeito de composição é limitada.³

Entre os setores que perderam peso neste período, há três que se destacam. O comércio, os transportes e a hotelaria e restauração, que registaram um declínio acentuado após a pandemia, mas com um nível de produtividade semelhante à média nacional. A indústria transformadora também viu a sua quota de emprego diminuir. Tendo em conta que a indústria transformadora tem uma produtividade acima da média, esta perda de peso dá um contribu-

3. Segundo dados de 2022, o setor das atividades profissionais, científicas e técnicas tem um capital social líquido por hora de trabalho de 45,7 euros face à média nacional de 155 euros e é o terceiro setor a contar da base (segundo a CNAE a 1 dígito).

to particularmente negativo para a produtividade agregada. Para terminar, as atividades financeiras, que têm uma produtividade aparente elevada, também perderam peso no emprego total.

Conclusões

Os dados mostram que o padrão setorial de criação de emprego desde 2019 tem sido ligeiramente mais benigno para a produtividade do que o do ciclo 2013-2019, e muito superior ao da expansão da década de 2000. Não quer isto dizer que a produtividade esteja a crescer rapidamente –os seus ganhos continuam a ser modestos, em torno de

0,5% por ano, em média– mas, pelo menos, a distribuição de novos empregos não está a pesar sobre a produtividade de média, como aconteceu no passado.

Em relação ao período mais recente, os setores mais dinâmicos em termos de criação de emprego pertencem tanto ao setor público (educação e saúde) como ao setor tecnológico privado (TIC) e aos serviços especializados (atividades profissionais), e a sua evolução combinada conseguiu compensar, em grande medida mas não totalmente, o efeito desfavorável da perda de emprego em setores tradicionalmente produtivos como a indústria e as finanças.

A tecnologia e a complexidade são exportadas de Espanha?

A tensão geopolítica e a incerteza da procura externa obrigam-nos a reavaliar os pontos fortes e fracos das exportações na economia espanhola. Para o efeito, é essencial analisar o que exportamos, a diversificação da nossa oferta e a sua competitividade. Neste artigo, para melhorar a nossa compreensão, analisaremos a complexidade dos produtos exportados, bem como a sua intensidade tecnológica, duas variáveis-chave para avaliar o grau de competitividade das nossas exportações.

A complexidade económica é um instrumento útil para avaliar a capacidade de resistência das nossas exportações aos choques externos. É um indicador que mede a diversidade e a sofisticação do que um país produz e exporta. Os países com um Índice de Complexidade Económica (ICE) elevado tendem a produzir muitos produtos diferentes, sobretudo bens que poucos outros países podem produzir, e indicam uma economia de conhecimento intensivo. Em contrapartida, um ICE baixo significa que o país exporta poucos produtos, geralmente comuns (que muitos países também produzem) e reflete uma menor diversidade e sofisticação do seu aparelho produtivo. O aumento da sofisticação das exportações está associado a melhores perspetivas de crescimento e a uma maior resistência aos choques globais.^{1,2}

Tal como se fossem duas faces da mesma moeda, podemos também definir a complexidade económica de um produto (PCI) e não a de um país. O PCI mede a sofisticação do produto em termos da sofisticação dos países que o comercializam e de quantos o podem exportar. Neste artigo, utilizaremos ambas as perspetivas (ICE e PCI).

Com o objetivo de enriquecer esta análise, incorporamos também uma perspetiva tecnológica. Neste contexto, associamos cada produto exportado à atividade económica que o gera, utilizando uma tabela de correspondência desenvolvida pela OCDE.³ A partir desta perspetiva, é possível responder à pergunta: em que medida as nossas exportações são intensivas em setores industriais considerados de alta tecnologia? Comparativamente à ICE, o

nível tecnológico das exportações é determinado pela medição do esforço de I&D e da tecnologia incorporada nos setores. Por exemplo, os produtos farmacêuticos e os produtos aeroespaciais seriam exemplos de bens de alta tecnologia, enquanto os têxteis pertenceriam à categoria de baixa tecnologia. Esta dupla perspetiva (complexidade e conteúdo tecnológico) permitir-nos-á enriquecer a análise da competitividade externa de Espanha.

Em que é que somos competitivos?

Para avaliar o posicionamento das exportações espanholas, posicionámos os produtos de acordo com três dimensões-chave: a sua complexidade, a nossa competitividade revelada e o seu conteúdo tecnológico. O *The Atlas of Economic Complexity*⁴ fornece dados pormenorizados sobre o nível de sofisticação das exportações espanholas (PCI) e a quota de mercado de Espanha para cada produto. Consideramos que um produto é complexo se o seu índice de complexidade, que reescalamos para assumir valores entre 0 e 100, exceder 50 pontos. Com base nas quotas de exportação, calculamos também a vantagem competitiva revelada, que nos diz se um país exporta relativamente mais de um produto em comparação com outros países.⁵ Segundo esta medida, um país é competitivo num produto se o índice for superior a 1, ou 0 se tomarmos o logaritmo do índice, como no nosso caso.

No primeiro gráfico, apresentamos a constelação de produtos que exportamos classificados de acordo com estas três dimensões. O eixo vertical mostra o grau de complexidade dos produtos; o eixo horizontal, a competitividade revelada, e a cor de cada bolha, o conteúdo tecnológico. Por último, o tamanho da bolha indica o peso deste produto nas exportações espanholas.

Relativamente às exportações espanholas, 46,9% correspondem a produtos de elevada complexidade, nos quais Espanha tem uma clara vantagem competitiva. Para além disso, muitos destes produtos têm um elevado conteúdo tecnológico, como se pode ver no gráfico, onde estão representados por pontos azuis e verdes. O setor automóvel é um ponto forte das exportações espanholas. Trata-se de produtos de alta complexidade e de tecnologia média-alta. As exportações de veículos e acessórios representam 16,7% das exportações totais de Espanha. Mesmo representando uma parte menor das exportações espanholas, 5,4%, o setor farmacêutico também se destaca e está relacionado com produtos altamente complexos e de alta tecnologia.

1. Ver, por exemplo, Hidalgo, C. A. e Hausmann, R. (2009). «The building blocks of economic complexity». *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 106(26), 10570-10575. He, D., Tang, Y., Wang, L. y Mohsin, M. (2023). «Can increasing technological complexity help strengthen regional economic resilience?». *Economic Change and Restructuring*, 56(6), 4043-4070. E Hausmann, R. et al. «The Atlas of Economic Complexity: Mapping Paths to Prosperity». The MIT Press, 2014.

2. Ver Canals, C. e Montoriol, J. «A complexidade das exportações e a qualidade do emprego», *Papeles de Economía Española* 158 (2018); 116 revela que, no caso da Espanha, as indústrias e as comunidades autónomas com exportações mais complexas tendem a gerar mais estabilidade no emprego.

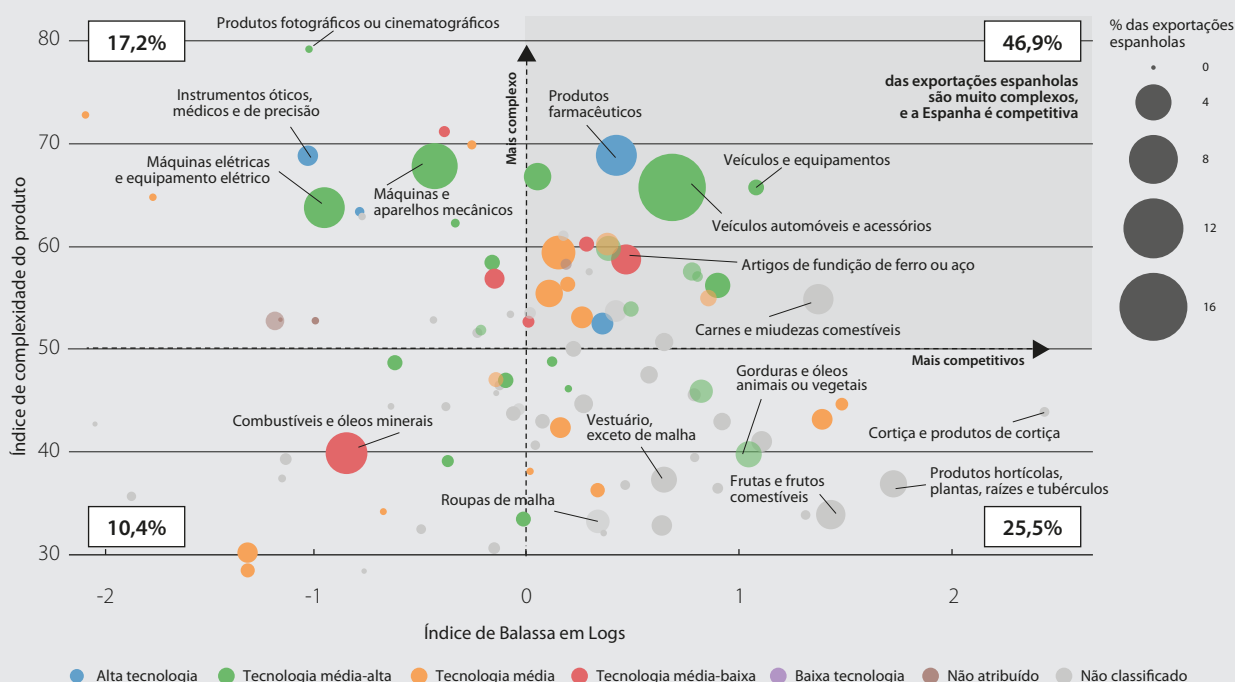
3. Utilizamos a correspondência desenvolvida pela OCDE entre a versão de 2012 do Sistema Harmonizado de Comércio Internacional (HS) e as atividades económicas definidas na base de dados BTDIxE (Base de dados do comércio internacional bilateral por sector e fase de utilização).

4. *The Atlas of Economic Complexity*.

5. Trata-se, mais especificamente, do índice de Balassa, que mede o rácio entre a proporção das exportações de um país de um produto/serviço em relação ao total das suas exportações e a proporção das exportações desse produto/serviço de todos os países em relação ao total das exportações mundiais.

Competitividade, complexidade e tecnologia das exportações espanholas

Capítulos da TARIC no domínio da competitividade e da complexidade, 2023



Nota: O índice de Balassa é apresentado em logaritmos; valores positivos indicam vantagem comparativa revelada (competitividade). A classificação da tecnologia baseia-se em correspondências TARIC de 2 dígitos, atribuindo a tecnologia predominante por valor exportado (mais de 40%).

Fonte: BPI Research, com base em «The Atlas of Economic Complexity», 2023, e cálculos próprios.

Contudo, Espanha é também muito competitiva nas exportações de baixa complexidade e de média ou baixa tecnologia, especialmente no setor agrícola,⁶ como as frutas e os legumes. Há produtos que são claramente distintivos do país, como as gorduras e óleos animais ou vegetais, que incluem os óleos tratados para uso técnico ou industrial (classificados como de média-alta tecnologia).⁷ A cortiça e os produtos de cortiça também se destacam, com Espanha a representar 20,1% das exportações mundiais. No total, as exportações de baixa complexidade em que Espanha é competitiva representam 25,5% do total das exportações.

Também 17,2% das exportações espanholas se concentram em produtos de elevada complexidade, nos quais, no entanto, Espanha ainda não dispõe de uma clara vantagem competitiva. Neste grupo encontram-se produtos que já representam uma percentagem significativa do total das exportações, o que aponta para a existência de alguma margem de melhoria em termos de competitividade. É o caso das máquinas e equipamentos elétricos (7,2% das exportações espanholas), bem como das máquinas e equipamentos mecânicos (5,6%). Destacam-se igualmente os instrumentos óticos, médicos e de precisão, bem como os produtos de alta tecnologia e complexos. Estes setores, situados na parte superior

esquerda do gráfico, representam uma área de elevado potencial para o desenvolvimento industrial e tecnológico de Espanha.

Em Espanha, 64,1% das exportações em 2023 correspondem a produtos complexos, 76,2% dos quais são competitivos. Do mesmo modo, 10,8% das exportações espanholas estavam relacionadas com atividades de alta tecnologia.⁸ Estes números, embora positivos, precisam de ser contextualizados.

Comparação europeia: onde se situa Espanha?

Em comparação com outras grandes economias europeias (Alemanha, França, Itália e Portugal), Espanha ainda tem margem para melhorar. No segundo gráfico, apresentamos a quota-parte de cada país nas exportações classificadas como complexas, com elevado conteúdo tecnológico e também competitivas. Conforme se pode ver no gráfico, Espanha está no fundo do grupo considerado em termos da percentagem de exportações com um elevado nível tecnológico e ocupa a segunda pior posição em termos da proporção de exportações complexas. Quanto à percentagem de exportações competitivas e complexas, o seu desempenho é melhor, acima de França e de Portugal, mas abaixo da Itália e da Alemanha.

6. A classificação da intensidade tecnológica não inclui os produtos agrícolas.

7. Os restantes óleos não são considerados de tecnologia intensiva.

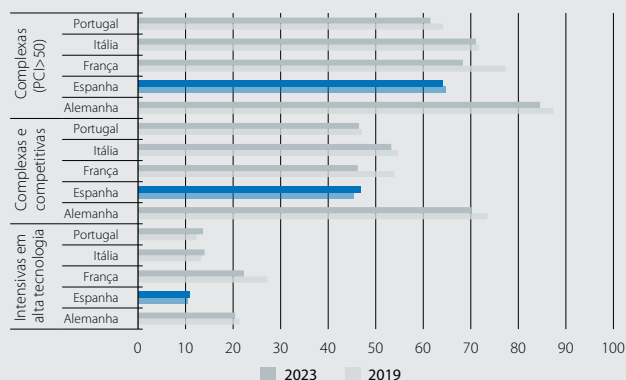
8. Estes dados podem diferir dos publicados pelo Eurostat. A diferença deve-se às limitações de atribuição de uma atividade aos produtos classificados no HS 12.

Não obstante, Espanha é a única economia do grupo que aumentou a sua competitividade nas exportações complexas desde 2019. Além disso, juntamente com Itália e Portugal, aumentou a percentagem de exportações classificadas como de alta tecnologia e a sua quota de mercado neste tipo de exportações. Este facto contrasta com a diminuição da sofisticação dos produtos exportados pelas principais economias europeias.

Quando, em vez de olharmos para a complexidade dos produtos, olhamos para o ICE, vemos uma tendência descendente entre as principais economias europeias, que se tem vindo a arrastar desde a crise financeira (ver terceiro gráfico). Contudo, desde 2019, tanto Espanha como Portugal recuperaram posições no *ranking*. Espanha passou do 39º para o 34º lugar e Portugal melhorou do 47º para o 37º lugar. Em contrapartida, a Alemanha, que ocupava o quinto lugar em 2019 (e que se manteve no top 4 entre 1995 e 2016), desce para o sexto lugar em 2023. França desce quatro lugares para o 23º lugar, abaixo de Itália, que desce dois lugares para o 19º.

Complexidade, competitividade e tecnologia nas exportações das principais economias europeias

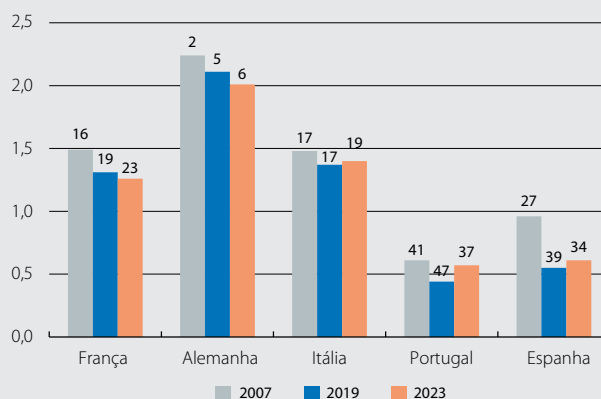
(% das exportações do país, 2023)



Fonte: BPI Research, com base nos dados de «The Atlas of Economic Complexity», 2023, e cálculos próprios.

Índice de complexidade económica e ranking dos países europeus

(No eixo vertical o índice, na etiqueta o ranking)



Fonte: BPI Research, com base nos dados de «The Atlas of Economic Complexity», 2023, e cálculos próprios.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	04/25	05/25	06/25
Indústria									
Índice de produção industrial	-1,6	0,4	0,0	-0,2	1,3	-0,7	0,6	1,7	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-6,5	-4,9	-5,6	-2,9	-6,0	-5,4	-4,3	-5,1	-6,3
PMI das indústrias (valor)	48,0	52,2	52,8	51,5	53,6	50,0	48,1	50,5	51,4
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	0,5	16,7	4,6	10,2	16,7	20,1	14,5	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	-10,2	9,9	-10,1	-1,2	9,9	17,2	15,3	...	...
Preço da habitação	4,0	8,4	7,8	8,2	11,3	12,2	...	...	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	18,9	10,1	14,2	12,3	10,1	8,1	8,3	7,3	...
PMI dos serviços (valor)	53,6	55,3	56,6	55,2	55,1	55,3	53,4	51,3	51,9
Consumo									
Vendas a retalho ¹	2,5	1,8	0,4	2,6	2,9	3,3	4,1	4,8	...
Matrículas de automóveis	16,7	7,2	8,5	1,7	14,4	14,0	7,1	18,6	15,2
Indicador do sentimento económico (valor)	100,5	103,0	102,6	105,5	101,5	103,3	103,7	103,4	102,0
Mercado de trabalho									
População empregada ²	3,1	2,2	2,0	1,8	2,2	2,4	...	...	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	12,2	11,3	11,3	11,2	10,6	11,4	...	...	...
Inscritos na Segurança Social ³	2,7	2,4	2,4	2,3	2,4	2,3	2,3	2,2	2,2
PIB	2,7	3,2	3,3	3,3	3,3	2,8	...	...	...

Preços

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

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	04/25	05/25	06/25
Inflação global	3,5	2,8	3,5	2,2	2,4	2,7	2,2	2,0	2,2
Inflação subjacente	6,0	2,9	3,0	2,6	2,5	2,2	2,4	2,2	2,2

Setor externo

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

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	04/25	05/25	06/25
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-1,4	0,2	-4,9	-1,8	0,2	3,3	1,7	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-7,2	0,1	-7,1	-3,1	0,1	4,2	2,5	...	...
Saldo corrente	39,8	48,7	45,1	48,3	48,7	44,3	44,6	...	...
Bens e serviços	58,8	68,8	65,2	68,3	68,8	64,4	65,2	...	...
Rendimentos primários e secundários	-19,1	-20,0	-20,2	-20,0	-20,0	-20,1	-20,6	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	56,0	67,1	61,2	65,7	67,1	63,5	63,8	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros⁴

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

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	04/25	05/25	06/25
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	0,3	5,1	5,2	4,3	5,1	4,6	4,9	5,4	...
À ordem e poupança	-7,4	2,0	-1,9	-1,6	2,0	3,1	4,7	5,8	...
A prazo e com pré-aviso	100,5	23,5	68,0	47,5	23,5	12,6	6,5	3,6	...
Depósitos das Adm. Públicas ⁵	0,5	23,1	-4,1	14,8	23,1	24,4	20,6	20,4	...
TOTAL	0,3	6,3	4,5	5,1	6,3	5,9	6,0	6,4	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	-3,4	0,7	-1,3	-0,3	0,7	1,7	2,1	2,4	...
Empresas não financeiras	-4,7	0,4	-1,8	-0,6	0,4	1,6	2,1	2,7	...
Famílias - habitações	-3,2	0,3	-1,5	-0,7	0,3	1,4	1,8	2,0	...
Famílias - outros fins	-0,5	2,3	0,7	1,2	2,3	3,1	2,8	3,0	...
Administrações Públicas	-3,5	-2,6	-2,7	-5,4	-2,6	-0,3	1,0	3,4	...
TOTAL	-3,4	0,5	-1,4	-0,7	0,5	1,6	2,0	2,5	...
Taxa de incumprimento (%)⁶	3,5	3,3	3,4	3,4	3,3	3,2	3,2	...	...

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

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

