

IM01

INFORMAÇÃO MENSAL

JANEIRO 2026



ECONOMIAS E MERCADOS INTERNACIONAIS

ECONOMIA INTERNACIONAL

Caracterização do ciclo económico na UE: nem transversal nem robusto

O novo mapa das importações de mercadorias dos EUA

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

A alquimia da China: como transforma minerais críticos em poder global

ECONOMIA PORTUGUESA

Balança tecnológica melhora, mas ainda revela grande dependência tecnológica do exterior

Portugal tem sido atrativo para o investimento estrangeiro, mas existe terreno para novos desenvolvimentos

Caracterização do parque hoteleiro português

DOSSIER: AS CHAVES DA PRODUTIVIDADE EUROPEIA

Produtividade europeia em perspetiva regional

Determinantes da dispersão da produtividade regional na Europa

Os principais fatores de melhoria da produtividade a nível regional europeu

INFORMAÇÃO MENSAL

Janeiro 2026

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

BPI Research (DF-EEF)

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

Paula Carvalho

Economista Chefe

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com
research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista Chefe

José Ramón Díez

Diretor de Economias e

Mercados Internacionais

Oriol Aspachs

Diretor de Economia Espanhola

Sandra Jódar

Diretora de Planeamento Estratégico

Adrià Morron Salmeron

e **Oriol Carreras**

Coordenadores da *Informação Mensal*

Javier Garcia-Arenas

Coordenador do Dossier

Data de fecho desta edição:

7 de janeiro de 2026

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 PONTOS CHAVE DO MÊS

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS

10 ECONOMIA INTERNACIONAL

12 *Caracterização do ciclo económico na UE: nem transversal nem robusto*

15 *O novo mapa das importações de mercadorias dos EUA*

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

19 *A alquimia da China: como transforma minerais críticos em poder global*

24 ECONOMIA PORTUGUESA

26 *Balança tecnológica melhora, mas ainda revela grande dependência tecnológica do exterior*

28 *Portugal tem sido atrativo para o investimento estrangeiro, mas existe terreno para novos desenvolvimentos*

30 *Caracterização do parque hoteleiro português*

33 ECONOMIA ESPANHOLA

35 *O crescimento do emprego em Espanha após a pandemia foi de maior qualidade?*

38 DOSSIER: AS CHAVES DA PRODUTIVIDADE EUROPEIA

38 *Produtividade europeia em perspetiva regional*

41 *Determinantes da dispersão da produtividade regional na Europa*

44 *Os principais fatores de melhoria da produtividade a nível regional europeu*

Palavras para o labirinto económico

Se, em termos económicos, podemos eleger a expressão «tarifa» como a palavra do ano em 2025, para o ano que acaba de começar, o leque de potenciais candidatas deveria incluir palavras que vão desde «incerteza» ou «geopolítica», se nos deixarmos levar pela vertigem dos acontecimentos recentes, até «resiliência» ou «acessibilidade», quando se trata de destacar as cicatrizes causadas pelos diversos choques que a economia internacional teve de enfrentar desde 2020. Em todos os casos, são palavras que refletem os efeitos de mudanças tectónicas na antiga ordem económica internacional, que sofreu mais transformações desde a pandemia do que nas quatro décadas anteriores. Essa questão foi novamente evidenciada após a intervenção dos EUA na Venezuela, com o mercado de petróleo como um potencial canal de impacto na economia a médio prazo, dadas as abundantes reservas de petróleo bruto em solo venezuelano (quase 20% do total mundial) e a atual baixa capacidade de produção (pouco menos de um milhão de barris por dia) devido à obsolescência da sua infraestrutura. Portanto, o principal foco de risco a curto prazo é, mais uma vez, a geopolítica, com uma aceleração renovada da transição do multilateralismo para um novo modelo sujeito a esferas de influência e competição multipolar, o que poderia aumentar as tensões em áreas de alta importância estratégica, como Taiwan e Gronelândia. A UE está novamente no centro das atenções, forçada a tomar decisões enquanto ainda procura autonomia estratégica, apesar do progresso representado pelo acordo para a emissão de 90.000 milhões de euros em *eurobonds* para cobrir as necessidades de financiamento de curto prazo da Ucrânia.

Todo esse ruído em torno do reequilíbrio da política externa da maior potência económica mundial não deve obscurecer alguns sinais significativos das últimas semanas, como o excedente comercial chinês, que já atingiu o patamar psicológico de um bilião de dólares anuais, refletindo a capacidade do gigante asiático de se adaptar à nova realidade geo-económica; a queda do prémio de risco português para os níveis mais baixos desde 2009; e a nomeação de um grego como presidente do Eurogrupo pouco mais de uma década após o resgate financeiro do país. Enquanto isso, os indicadores económicos continuam a demonstrar resiliência e a inflação global segue a tendência de convergência em direção às metas dos bancos centrais, com os EUA a permanecer uma incógnita. A dúvida é se estamos a testemunhar a bonança antes da tempestade, uma vez que, como Gita Gopinath nos lembrou recentemente ao usar o Brexit como exemplo, os danos estruturais causados por políticas económicas inadequadas (como o aumento das barreiras comerciais) manifestam-se lentamente e, na maioria dos casos, são difíceis de reverter.

No curto prazo, os efeitos do *boom* de investimentos em inteligência artificial e da política fiscal expansionista, em conjunto com condições monetárias menos restritivas, devem permitir que a recuperação internacional mantenha o seu ritmo e acabe por compensar os efeitos adversos. No entanto, a resiliência da economia global pode estar construída sobre bases instáveis se algum desses motores falhar. Além disso, é importante considerar que a recuperação está a assumir um formato em K, com disparidades significativas a nível geográfico, setorial e até mesmo geracional em alguns países, e que as dificuldades económicas enfrentadas por segmentos da população (o que alguns chamam de crise de acessibilidade) explicam grande parte da turbulência eleitoral dos últimos anos em ambos os lados do Atlântico. A questão é quais políticas económicas podem ajudar a reverter a situação e tornar os benefícios do crescimento económico atual, e aqueles que devem advir das mudanças tecnológicas emergentes, mais inclusivos. A resposta não é simples sem abordar o delicado equilíbrio entre eficiência e equidade. O que é claro, como destacado no Dossier desta publicação, é que a produtividade é o principal motor do crescimento económico sustentável e do bem-estar a longo prazo. Um aumento sustentado da produtividade permitiria maior poder de compra para os cidadãos e, portanto, uma melhoria nas suas condições de vida, permitindo que a Europa enfrente os desafios futuros (demografia, transição energética e autonomia estratégica, entre outros) e, em última análise, mantenha a relevância da região diante dos desafios do novo cenário global. Basta uma estatística: o PIB real por hora trabalhada na UE desde a pandemia de COVID-19 aumentou 0,5% (1,7% no período de 1996 a 2007), portanto, a alavanca para aumentar o potencial de crescimento da região é muito clara, como destacou o relatório Draghi no ano passado. É altura de reverter essa tendência e fazer da produtividade a palavra-chave da economia europeia, não apenas em 2026, mas nos anos vindouros.

José Ramón Díez
Janeiro 2026

Cronologia

DEZEMBRO 2025	<p>10 A Fed reduziu a taxa de juro dos <i>fed funds</i> em 25 p. b., para o intervalo de 3,50%–3,75%.</p> <p>18 O Banco de Inglaterra reduziu as taxas de juro em 25 p. b., para 3,75%.</p> <p>19 O Banco do Japão aumentou as taxas de juro em 25 p. b., para 0,75%.</p>	NOVEMBRO 2025	<p>12 Fim do maior <i>shutdown</i> governamental da história dos EUA.</p>
OUTUBRO 2025	<p>29 A Fed reduziu a taxa de juro dos <i>fed funds</i> em 25 p. b., para o intervalo de 3,75%–4,00%, o segundo corte do ano, e anunciou o fim da redução do balanço.</p>	SETEMBRO 2025	<p>9 O Supremo Tribunal dos EUA concorda em acelerar o processo de legalização das tarifas de Trump.</p> <p>12 A S&P melhorou o rating da dívida espanhola para A+, e a Fitch a de Portugal para A.</p> <p>17 A Fed baixa as taxas de juro em 25 p. b. para 4,00%–4,25%, após uma pausa de nove meses.</p> <p>26 A Moody's e a Fitch melhoraram o rating da dívida espanhola para A3 e A, respectivamente.</p>
AGOSTO 2025	<p>5 Entra em vigor a maior parte das tarifas recíprocas impostas pelos EUA a outros países.</p> <p>29 A S&P melhora o rating da dívida de Portugal para A+.</p>	JULHO 2025	<p>27 O acordo entre a UE e os EUA estabelece uma tarifa global de 15%, bem como um tratamento preferencial para um certo número de produtos estratégicos e um compromisso de aquisições e investimentos europeus em sectores-chave dos EUA.</p>

Agenda

JANEIRO 2026	<p>5 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (dezembro).</p> <p>7 Portugal: emprego e desemprego (novembro). Zona Euro: estimativa rápida do IPC (dezembro).</p> <p>8 Zona Euro: índice de sentimento económico (dezembro).</p> <p>9 Espanha: contas financeiras (3T).</p> <p>16 China: PIB (4T).</p> <p>26 Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (novembro).</p> <p>27 Espanha: inquérito à população ativa (4T). Portugal: avaliação bancária da habitação (dezembro).</p> <p>27-28 Comité do Mercado Aberto do Fed.</p> <p>29 Zona Euro: índice de sentimento económico (janeiro). EUA: PIB (4T).</p> <p>30 Espanha: estimativa rápida do PIB (4T). Espanha: estimativa rápida do IPC (janeiro). Portugal: estimativa rápida do PIB (4T). Portugal: estimativa rápida do IPC (janeiro). Portugal: execução orçamental (dezembro). Portugal: atividade turística (dezembro). Zona Euro: PIB da Zona Euro (4T).</p>	FEVEREIRO 2026	<p>2 Portugal: produção industrial (dezembro).</p> <p>3 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (janeiro).</p> <p>4 Portugal: emprego e desemprego (4T). Zona Euro: estimativa rápida do IPC (janeiro).</p> <p>5 Conselho de Governadores do Banco Central Europeu.</p> <p>6 Espanha: produção industrial (dezembro).</p> <p>9 Portugal: comércio internacional (dezembro).</p> <p>13 Portugal: remuneração média mensal bruta por trabalhador (4T).</p> <p>16 Japão: PIB (4T).</p> <p>19 Espanha: comércio externo (dezembro).</p> <p>25 Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (dezembro).</p> <p>27 Espanha: estimativa rápida do IPC (fevereiro). Espanha: balança de pagamentos (dezembro). Zona Euro: índice de sentimento económico (fevereiro). Portugal: detalhe do PIB (4T). Portugal: estimativa rápida do IPC (fevereiro).</p>
--------------	---	----------------	---

Os principais fatores para a economia portuguesa em 2026

A rápida e imprevisível reconfiguração da ordem geopolítica global não oferece tréguas e força uma reavaliação constante da situação de cada economia. Qual é o ponto de partida, quais são os pontos fortes e os pontos de apoio, e quais são as vulnerabilidades ou os aspetos que precisam de ser abordados para reforçar a resiliência? No contexto internacional frágil e incerto, reforçar este último aspeto parece mais necessário do que nunca. A avaliação global da economia portuguesa é relativamente positiva, especialmente no que diz respeito às tendências recentes, mas ainda existem desafios significativos a superar para sustentar esta tendência a médio prazo.

A economia portuguesa finalizou 2025 com dados dinâmicos e resultados melhores do que o esperado. A criação de emprego manteve um ritmo de crescimento notável, acelerando por comparação com os trimestres anteriores. Nos primeiros onze meses de 2025, o emprego aumentou 3,2%, acelerando para 3,8% nos 6 meses até novembro, facto que reflete o dinamismo do tecido económico. O consumo das famílias também apresentou um comportamento saudável, apesar de se esperar que tenha abrandado na reta final do ano, depois das medidas de impulso *one-off* ao rendimento disponível das famílias no 3T (alívio fiscal e retribuições extra aos pensionistas). O investimento empresarial também terá contribuído para o ciclo de expansão da economia portuguesa, suportado pela aceleração da execução do PRR; e as exportações, apesar do cenário internacional desafiante, mantiveram um ritmo de crescimento positivo graças ao dinamismo do setor de serviços, tanto relacionados com o turismo quanto com outros setores.

O modelo para a atividade económica utilizado pelo BPI Research, que estima o crescimento do PIB a curto prazo com base em informações de diversos indicadores de alta frequência, aponta para um crescimento homólogo próximo de 2% no 4T 2025, melhor do que o esperado no cenário de previsão do BPI Research. Se tal for confirmado, a economia portuguesa estará em boa posição para enfrentar 2026 e provavelmente levará a uma revisão em alta da nossa previsão de crescimento para este ano, atualmente nos 2,0%.

Além do ponto de partida, vários fatores deverão continuar a impulsionar a economia nos próximos trimestres, principalmente o consumo das famílias e o investimento. Os cortes nas taxas de juros implementados pelo BCE até meados do ano passado continuarão a ter um impacto positivo nos próximos trimestres. Enquanto isso, a execução dos fundos europeus (PRR), que chega à sua fase final em 2026, ajudará o investimento a manter uma taxa de crescimento significativa. Além disso, o crescimento populacional, impulsionado pelos fluxos migratórios, deverá continuar a sustentar o emprego e o consumo.

No entanto, nem tudo são rosas. O contexto internacional é desfavorável. Os principais parceiros comerciais de Portugal apresentam um crescimento moderado, e a incerteza gerada pela reconfiguração da ordem geopolítica, com suas implicações em diversas áreas, também está a dificultar a atividade.

No mercado doméstico, o crescente desequilíbrio no setor imobiliário é evidente na acentuada ascensão dos preços de transação ao longo de 2025. O forte crescimento da procura por habitação não está a ser acompanhado por um aumento correspondente da oferta. O défice habitacional continua a aumentar, especialmente em zonas de elevada procura, como Lisboa e Porto. A título de referência, assumindo uma dimensão média dos agregados familiares de 2,41 pessoas na Grande Lisboa e 2,57 na AMPorto (dados extrapolados de informação datada de 2021), entre 2023 e 2024 o nº estimado de agregados familiares aumentou em 12.462 e 6.052, respetivamente na Grande Lisboa e na AMPorto. Por outro lado, o número de fogos licenciados em construções novas para habitação familiar em cada uma das regiões, totalizou apenas 8.768 e 4.294 em 2024 (8.252 e 4.567 em 2023) respetivamente. Embora estes números sejam indicativos e dependam de pressupostos que tivemos que assumir dada a ausência de informação concreta mais detalhada e recente que permita fazer um diagnóstico mais completo, é notória a diferença entre a oferta e a procura, que continua a aumentar, uma vez que as licenças de construção para novos empreendimentos crescem a um ritmo bastante ligeiro, não conseguindo dar resposta à procura em pipeline. Esta situação continua a pressionar os preços para cima (os preços médios anuais até novembro aumentaram cerca de 18%, de acordo com os dados da CI, 16% até ao 3T 2025, segundo o INE) e a dificultar o acesso à habitação, particularmente para os grupos mais vulneráveis.

Aumentar o crescimento da produtividade é também um dos principais desafios que a economia portuguesa enfrenta, na medida em que Portugal é um dos países em que a maioria do seu território tem uma produtividade 25% inferior à média Europeia. Conforme descrito no Dossier que acompanha esta publicação, todas as regiões podem fortalecer os seus pontos fortes para impulsionar ainda mais a produtividade, bem como áreas que se encontram em desvantagem. Nenhuma dessas desvantagens é insuperável: abordar essas fragilidades melhorará o potencial de crescimento e a resiliência das suas economias. O estudo também destaca a importância dos fatores geográficos: a proximidade a uma região produtiva facilita o progresso de ambas as regiões, e vice-versa. Portanto, um esforço conjunto entre todas as regiões e enfoque nos fatores que potenciam as melhorias de produtividade, aumentará a probabilidade de sucesso e ajudará a fortalecer as perspetivas económicas de Portugal, não apenas em 2026, mas também no médio prazo.

Paula Carvalho e Oriol Aspachs

Final de período, exceto quando é especificado o contrário

Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2019	Média 2020-2022	2023	2024	2025	2026
TAXAS DE JURO							
Dólar							
Fed funds (limite inferior)	3,18	0,54	0,67	5,25	4,25	3,50	3,00
SOFR 3 meses	3,62	1,01	1,07	5,37	4,37	3,71	3,10
SOFR 12 meses	3,86	1,48	1,48	4,95	4,19	3,48	3,10
Dívida pública 2 anos	3,70	1,04	1,21	4,46	4,24	3,51	3,50
Dívida pública 10 anos	4,69	2,57	1,76	4,01	4,40	4,14	4,50
Euro							
Depo BCE	2,05	0,20	-0,30	4,00	3,09	2,00	2,00
Refi BCE	3,05	0,75	0,20	4,50	3,24	2,15	2,15
€STR	-	-0,54	-0,38	3,90	3,06	1,93	1,97
Euribor 1 mês	3,18	0,50	-0,32	3,86	2,89	1,92	2,03
Euribor 3 meses	3,24	0,65	-0,21	3,94	2,83	2,05	2,06
Euribor 6 meses	3,29	0,78	-0,07	3,93	2,63	2,14	2,11
Euribor 12 meses	3,40	0,96	0,10	3,68	2,44	2,27	2,18
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,35	-0,21	2,55	2,02	2,13	1,99
Dívida pública 10 anos	4,30	1,54	0,14	2,11	2,22	2,84	2,80
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	1,69	0,18	2,77	2,26	2,39	2,73
Dívida pública 5 anos	3,91	2,19	0,38	2,75	2,48	2,64	3,04
Dívida pública 10 anos	4,42	3,17	0,99	3,09	2,90	3,28	3,60
Prémio de risco	11	164	85	98	68	45	80
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	3,33	0,07	2,33	2,03	2,16	2,21
Dívida pública 5 anos	3,96	3,94	0,35	2,42	2,15	2,49	2,68
Dívida pública 10 anos	4,49	4,67	0,96	2,74	2,68	3,14	3,50
Prémio de risco	19	314	82	63	46	31	70
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,13	1,09	1,05	1,17	1,20
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,87	0,86	0,83	0,87	0,90
EUR/JPY (yenes por euro)	129,56	126,41	129,91	156,99	161,18	182,71	168,00
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	80,1	71,0	77,3	73,1	61,6	65,3
Brent (euros/barril)	36,1	62,5	63,9	70,9	69,8	52,6	54,4

Previsões

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

Economia internacional

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

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

Previsões

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

Economia portuguesa

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

Previsões

Economia espanhola

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

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

Previsões

A geopolítica não diminui a apetência pelo risco no mercado

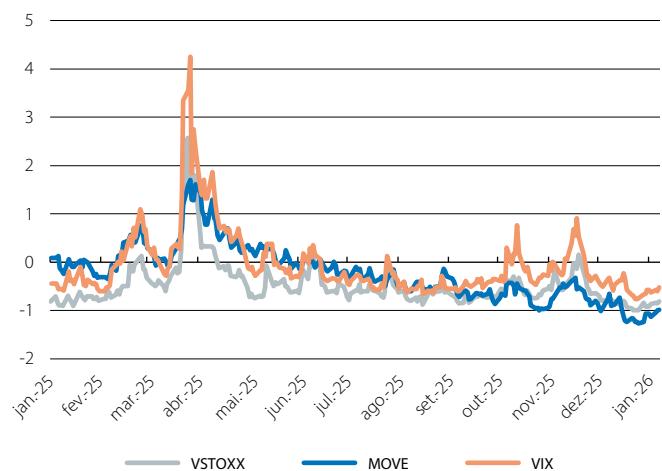
Dezembro encerrou um ano de resiliência económica e de elevada apetência pelo risco. A descida gradual da volatilidade dos principais ativos desde o choque tarifário de abril prosseguiu em dezembro, em paralelo com uma melhoria da liquidez nos EUA (apoizada pelo fim da redução do balanço da Fed) e uma menor restritividade das condições financeiras. No entanto, os riscos ligados à geopolítica e à concentração de investimentos em inteligência artificial (IA) persistem e continuam a condicionar a percepção do risco nos mercados mundiais. Em dezembro, esta apetência dos investidores aumentou na sequência de dados positivos sobre a inflação nos EUA em novembro e, posteriormente, na sequência do corte das taxas da Fed e dos dados robustos sobre o PIB dos EUA no 3T 2025. Os principais índices de ações prolongaram o *rally* iniciado em novembro, apesar da rotação setorial tecnológica dos EUA, enquanto as *yields* dos títulos do Tesouro de longo prazo recuperaram. Relativamente às moedas, o euro consolidou a sua valorização no ano, enquanto nas matérias-primas, o petróleo fechou em mínimos de quatro anos, num mercado dominado pelo excesso de oferta, com os investidores a adotarem uma visão de médio prazo da situação na Venezuela (possível recuperação da produção venezuelana). Além disso, os metais preciosos registaram um *rally* histórico que não foi isento de sobressaltos.

Não há surpresas nos bancos centrais. Em dezembro, o presidente do Fed, Jerome Powell, realizou o terceiro corte do ano e reduziu as taxas para a faixa de 3,50% a 3,75%. O seu presidente, Jerome Powell, sugeriu uma pausa no futuro, observando que a política monetária entrou na faixa do que pode ser considerado território neutro, e deixa a Fed numa boa posição para «esperar e ver» como a economia evolui. Contudo, o mercado continua a descontar dois cortes adicionais em 2026 (fed funds a 3,00%-3,25%), apoiado por previsões de crescimento revistas em alta e pela convergência da inflação para o objetivo de médio prazo. Na Zona Euro, o BCE manteve a sua taxa *depo* em 2,00%, reiterando a sua abordagem «reunião a reunião» e apresentando um quadro macroeconómico mais otimista, com um crescimento do PIB mais elevado e uma inflação mais próxima do objetivo. A Presidente Christine Lagarde destacou a inércia dos preços dos serviços e os riscos geopolíticos, enquanto Isabel Schnabel, do Conselho de Administração, enviou mensagens com uma certa tendência para o stress. O mercado espera estabilidade nos próximos trimestres. Em contrapartida, o Banco de Inglaterra reduziu as taxas em 25 p.b. para 3,75% devido à desinflação gradual, enquanto o Banco do Japão (BoJ) subiu as taxas para 0,75%, um máximo de 30 anos, antecipando mais subidas em 2026.

Recuperação generalizada das yields de títulos de dívida pública de longo prazo e subida das inclinações. As yields soberanas de médio e longo prazo das economias desenvolvidas subiram no final de 2025, impulsionadas pelas mensagens dos bancos centrais (sinais de uma pausa na Reserva Federal, alguns comentários de aperto entre os membros do BCE) e por dados positivos sobre a atividade económica. Em sentido contrário, as taxas de juro de curto prazo mantiveram-se mais estáveis ou flexionaram ligeiramente para baixo, resultando num aumento da inclinação das curvas. Por outro lado, os prémios dos títulos do Tesouro na periferia da Zona Euro estreitaram-se, prolongando

Volatilidade nas principais classes de ativos

Pontuação zeta (desvios padrão em relação à média histórica)

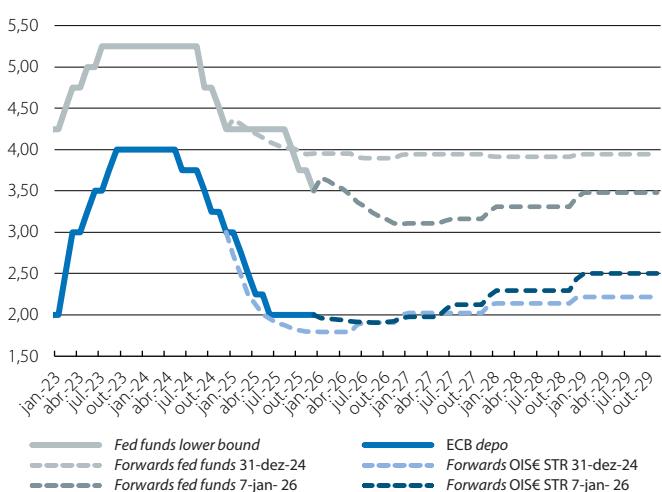


Nota: A série VStoxx começa em 1999, a MOVE em 1988 e a VIX em 1990.

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

Expectativas do mercado sobre taxas de juro

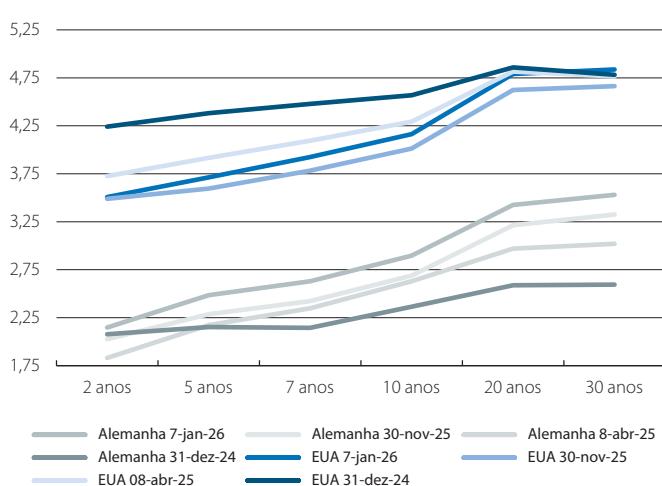
(%)



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

Curvas soberanas dos EUA e Alemanha

(%)



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

também a tendência do ano (Itália perto de -50 p. b. em 2025, Espanha quase -30 p. b.). Finalmente, a subida das taxas do BoJ fez subir fortemente a curva japonesa (cerca de 30 pontos base na taxa de referência a 10 anos desde o final de novembro).

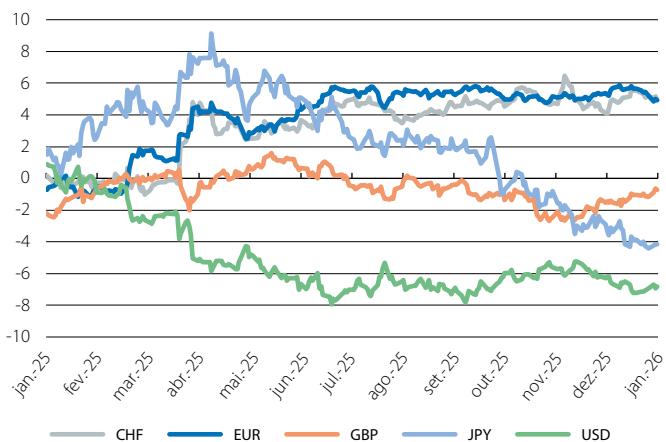
Mercado de ações ganha apesar da cautela dos investimentos em IA. Em dezembro, encerrou-se o terceiro ano consecutivo de ganhos nas principais bolsas mundiais com um mês de ganhos (MSCI ACWI Global superior a 20% em 2025). Nos EUA, a cautela em relação ao elevado investimento em IA pesou sobre os índices tecnológicos em dezembro, embora outros setores, como o financeiro, tenham registado ganhos apoiados pela forte economia. Na Europa, também se registaram ganhos generalizados durante o mês, embora com alguma disparidade regional: o CAC francês subiu apenas ligeiramente e os maiores ganhos foram registados nos índices italiano e espanhol (sobretudo neste último), devido ao bom desempenho dos bancos. A bolsa japonesa também fechou um mês (e um ano) de ganhos, graças ao forte desempenho do setor tecnológico, a um iene mais fraco e aos planos de estímulo do governo. O tom positivo também prevaleceu nas bolsas das economias emergentes, com ganhos anuais de mais de 30% no bloco como um todo e aumentos notáveis tanto na Ásia emergente quanto na América Latina.

O euro consolida a sua apreciação anual em dezembro. A taxa de câmbio efetiva nominal (TCEN) do euro avançou ligeiramente no mês (0,1%, valor de referência do BCE em relação a um vasto grupo de países), consolidando uma apreciação de pouco mais de 5% no ano. Porém, em dezembro, o euro consolidou a sua apreciação face ao dólar americano (para cerca de 1,17-1,18 dólares por euro), ao mesmo tempo que abrandou ligeiramente face à força das moedas mais expostas às matérias-primas mineiras (moedas latino-americanas ou dólar australiano) e à de outras moedas europeias (libra esterlina ou coroa sueca). O iene, por seu lado, registou mais um mês de depreciação da sua taxa de câmbio efetiva nominal (embora tenha permanecido praticamente estável face ao dólar), apesar das expectativas de que o BoJ continuará a aumentar as taxas em 2026 (os mercados monetários estão a prever mais uma ou duas subidas).

As matérias-primas energéticas estão a ficar mais baratas na Europa, enquanto os metais continuam o seu rally. O petróleo começou o último mês do ano com ligeiras subidas devido às tensões geopolíticas, mas corrigiu face às previsões de excesso de oferta e ao possível regresso da Rússia ao mercado. Também a perspetiva de um eventual regresso do crude venezuelano (sem as sanções dos EUA e quando a capacidade de produção recuperar) fez com que, no início de 2026, o crude Brent se situasse em cerca de 60 dólares por barril, o valor mais baixo desde 2021. O benchmark europeu de gás natural também prolongou a sua tendência descendente, num contexto de normalização após a crise energética de 2022 (perto de -40% no ano), num contexto de oferta abundante e de sinais de fraca procura asiática. Os metais preciosos voltaram a estar em destaque, em particular a prata, que registou uma forte subida em dezembro (quase +30%), embora não sem volatilidade. O excepcional desempenho dos metais preciosos no ano foi explicado pela elevada incerteza do ambiente geopolítico e económico no conjunto do ano, para além do aumento das compras dos bancos centrais, dos desequilíbrios estruturais da oferta e da procura ou da depreciação do dólar. Entre os metais industriais, o cobre e o níquel registaram uma forte recuperação devido às expectativas de estímulos na China.

Taxas de câmbio efetivas nominais das principais moedas

Variação desde 31/12/2024 (%)

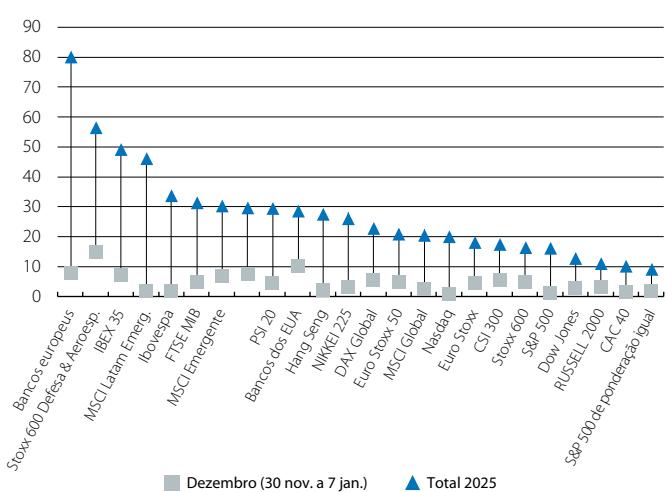


Nota: Taxa de câmbio efetiva nominal face a um grupo alargado de países.

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

Desempenho dos principais índices bolsistas (%)

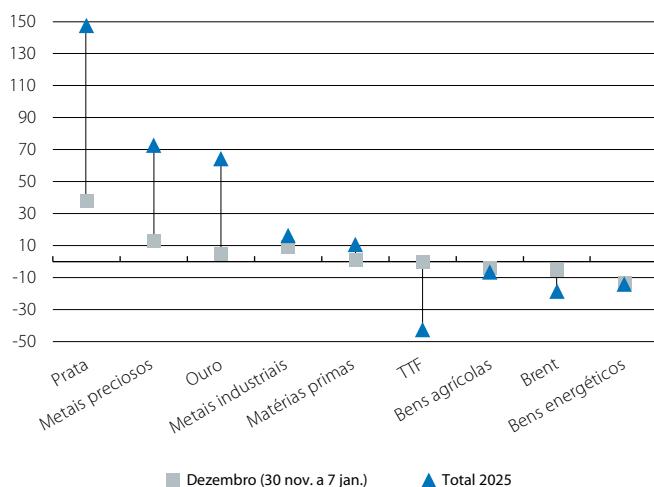
(%)



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

Desempenho das principais matérias-primas (%)

(%)



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

Taxas de juro (%)

	31-dezembro	30-novembro	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2025 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	2,15	2,15	0	-100,0	-100,0
Euribor 3 meses	2,03	2,06	-3	-68,8	-65,2
Euribor 12 meses	2,24	2,21	3	-21,7	-21,1
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	2,01	1,97	4	-23,1	-22,4
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,12	2,03	9	4,0	4,0
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,86	2,69	17	48,8	48,8
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,29	3,16	12	22,7	22,7
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,15	3,01	15	30,2	30,2
EUA					
Fed funds (limite inferior)	3,50	3,75	-25	-75,0	-75,0
SOFR 3 meses	3,65	3,79	-14	-65,3	-65,9
Dívida pública a 1 ano	3,47	3,59	-12	-67,3	-68,4
Dívida pública a 2 anos	3,47	3,49	-2	-76,9	-76,9
Dívida pública a 10 anos	4,17	4,01	15	-40,2	-36,6

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-dezembro	30-novembro	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2025 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	51	53	-2	-7,1	-7,2
Itraxx Financeiro Sénior	54	57	-2	-9,4	-9,6
Itraxx Financeiro Subordinado	93	97	-4	-19,2	-20,1

Taxas de câmbio

	31-dezembro	30-novembro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2025 (%)	Variação homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,175	1,160	1,3	13,4	12,9
EUR/JPY (ienes por euro)	184,010	181,160	1,6	13,0	12,7
EUR/GBP (libras por euro)	0,872	0,876	-0,5	5,3	5,1
USD/JPY (ienes por dólar)	156,710	156,180	0,3	-0,3	-0,1

Matérias-primas

	31-dezembro	30-novembro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2025 (%)	Variação homóloga (%)
Índice Bloomberg de matérias primas	109,7	110,4	-0,7	11,1	10,9
Brent (\$/barril)	60,9	63,2	-3,7	-18,5	-18,2
Ouro (\$/onça)	4.319,4	4.239,4	1,9	64,6	65,7

Mercado acionista

	31-dezembro	30-novembro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2025 (%)	Variação homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	6.845,5	6.849,1	-0,1	16,4	15,9
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	5.791,4	5.668,2	2,2	18,3	18,9
Ibex 35 (Espanha)	17.307,8	16.371,6	5,7	49,3	50,0
PSI 20 (Portugal)	8.263,7	8.110,7	1,9	29,6	29,8
Nikkei 225 (Japão)	50.339,5	50.253,9	0,2	26,2	26,2
MSCI emergentes	1.404,4	1.366,9	2,7	30,6	30,2

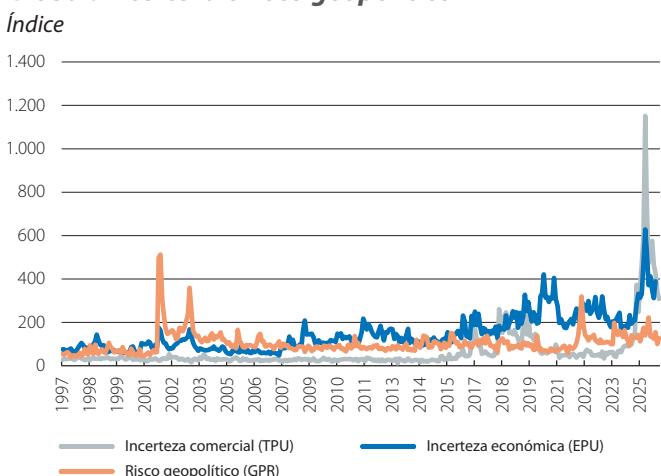
A economia global: da resistência ao reequilíbrio

A economia internacional resiste às tarifas e à incerteza. O ano de 2025 foi marcado pela incerteza geopolítica e económica, sendo o aumento das tarifas por parte da administração dos EUA o principal fator desencadeador (com taxas gerais por país e tarifas setoriais sobre produtos como o aço e os automóveis). A incerteza continuou a ser acentuada pela prevalência de conflitos militares e geopolíticos, como no Médio Oriente e na Ucrânia, e pela reconfiguração das relações internacionais, impulsionada pela diplomacia transacional da administração Trump. Não obstante este contexto e a forte volatilidade dos mercados financeiros durante a primeira parte de 2025, a economia internacional revelou-se mais resistente do que inicialmente previsto. Os fatores de apoio foram diversos: a capacidade de adaptação dos agentes privados, a obtenção de acordos que evitaram cenários extremos, a transmissão gradual das tarifas sem gerar impactos abruptos na inflação, a reorientação comercial da China para outros mercados, a flexibilização monetária em diferentes economias e o impulso derivado de um dólar mais fraco para a maioria das economias emergentes, para além de preços da energia relativamente contidos.

Ano 2026, ano de adaptação ao novo ambiente. As perturbações registadas em 2025 deram lugar a um novo ambiente em que a economia internacional terá de se adaptar em 2026, com barreiras mais elevadas à entrada no mercado dos EUA, uma certa reconfiguração dos fluxos comerciais e das alianças tradicionais e uma aceleração da corrida à inteligência artificial (IA). Tudo isto com incertezas que persistem, desde a continuação ou o fim da guerra na Ucrânia até à solidez ou fragilidade dos acordos comerciais dos EUA (incluindo os que estão pendentes no Supremo Tribunal). O debate entre as promessas e os receios da IA, com as suas repercussões financeiras em elevadas valorizações bolsistas, planos de despesas avultados e algumas dúvidas nos mercados sobre se os investimentos terão retorno no horizonte temporal desejado. Sem esquecer as pressões fiscais, com as contas públicas de grandes economias como os EUA e a França a deteriorarem-se, mas abrindo também uma janela de oportunidade para o relançamento económico em países como a Alemanha.

Dados do PIB resilientes à alteração das expectativas. No entanto, apesar da volatilidade, os dados sugerem que o PIB mundial terá conseguido atingir um crescimento próximo, mas ligeiramente inferior, aos 3,3% registados em 2024, e com valores melhores do que os esperados nas três principais economias internacionais. A digestão dos últimos dados levou o consenso dos analistas a estimar que, em 2025, o PIB da China teria crescido quase ao mesmo ritmo que em 2024 (5%), enquanto a Zona Euro teria acelerado para 1,4% (+0,6 p. p.) e os EUA teriam conseguido atenuar o abrandamento do PIB e aproximar-se de um crescimento de 2% no conjunto do ano. No entanto, as estatísticas não escaparam à volatilidade: a acumulação de tarifas levou a um aumento das importações e a uma queda do PIB dos EUA no 1T, e impulsionou as exportações das outras grandes economias; este efeito dissipou-se no 2T e no 3T, apoiando uma recuperação do PIB dos EUA e arrefecendo o crescimento no resto das regiões. Uma vez passada esta volatilidade, os indicadores apontam para um desempenho globalmente positivo da atividade na reta final de 2025.

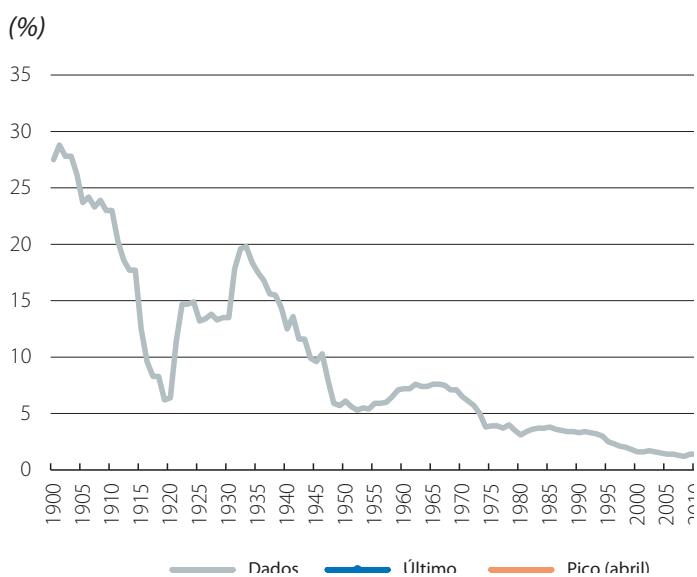
Global: incerteza e risco geopolítico



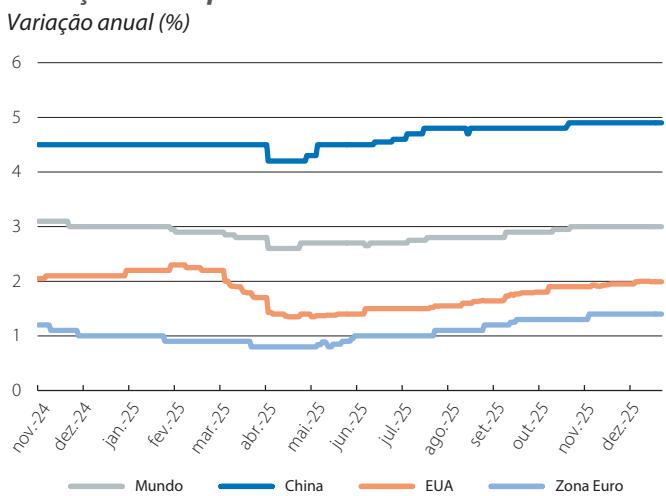
Nota: Os índices são construídos com base na frequência dos artigos de imprensa relacionados com a incerteza económica e comercial e com o risco geopolítico.

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

EUA: tarifa média efetiva



Evolução das expectativas do consenso: PIB 2025



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

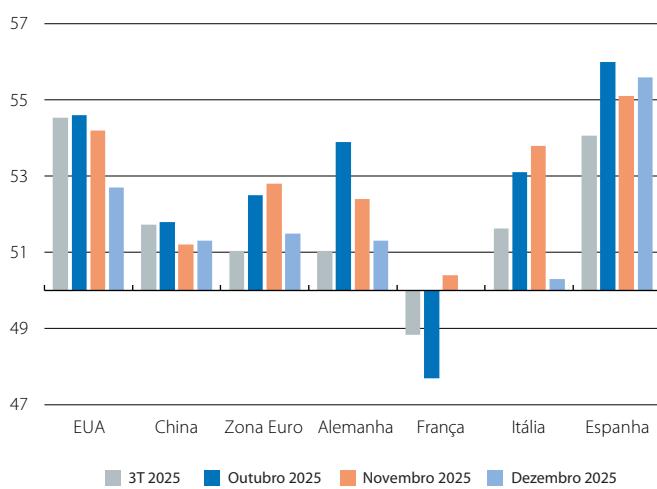
A Zona Euro aponta para uma melhoria. Os indicadores de atividade PMI melhoraram no último trimestre e, embora ainda modestos, atingiram máximos de quase três anos. Nomeadamente, o PMI composto atingiu 52,3 na média do 4T 2025 (51,5 em dezembro) graças ao dinamismo do setor dos serviços (53,0 no 4T, 52,4 em dezembro), enquanto a indústria transformadora permaneceu estagnada (49,5 no 4T, 48,8 em dezembro). Por país, mantém-se uma notável heterogeneidade, com a França a continuar a ficar para trás (Alemanha, 52,5 pontos no 4T; França, 49,4; Itália, 52,4; e Espanha, 55,6), embora as quatro economias tenham melhorado em comparação com o 3T. A confiança dos consumidores também aumentou ligeiramente (-14,3 pontos no 4T), embora o seu nível permaneça baixo e contribua para uma elevada taxa de poupança das famílias (15,5% no 2T) e para um crescimento modesto do consumo (vendas a retalho +1,5% em termos homólogos em outubro), apesar de um mercado de trabalho ainda sólido (desemprego estável em 6,4% desde meados de 2025, muito próximo do mínimo de 6,2% registado em novembro de 2024). A inflação manteve-se próxima do objetivo do BCE, com o IHPC global a cifrar-se nos 2,0% em dezembro e a inflação subjacente, ainda pressionada por alguma inércia nos preços dos serviços, a situar-se em 2,3%.

Nos EUA, o encerramento do governo não põe fim ao nevoeiro de dados nos EUA. O PIB do 3T 2025 só foi conhecido no final de dezembro, e mostrou uma atividade robusta (+1,1% em cadeia e +2,3% em termos homólogos), com um forte impulso do consumo (+0,9% em cadeia) e um investimento dual (investimento fixo não residencial +0,7% em cadeia, impulsionado pela propriedade intelectual e equipamentos, vs. residencial -1,3%). Durante os últimos meses de 2025, os indicadores também apontam para uma atividade dinâmica, apesar do encerramento do governo. Em dezembro, o PMI composto situou-se em 52,7, um valor positivo, embora menos dinâmico do que os 54,2 de novembro, e os indicadores da Fed de Atlanta e Nova Iorque estimam um crescimento do PIB entre 0,5% e 0,7% em cadeia no 4T. Em outubro e novembro, o mercado de trabalho perdeu 41.000 postos de trabalho, mas a queda foi fortemente influenciada pela saída de cerca de 150.000 funcionários do setor público que aceitaram as ofertas de rescisão promovidas no início do ano pela administração Trump. A taxa de desemprego subiu para 4,6% em novembro (um máximo de quatro anos), mas o aumento reflete um crescimento da participação no mercado de trabalho. Entretanto, os últimos dados relativos à inflação, com uma moderação significativa e relativamente abrupta (inflação global de 2,7% em termos homólogos e inflação subjacente de 2,6% em novembro, -0,3 p. p. e -0,4 p. p. face a setembro), devem ser interpretados com cautela devido a problemas de recolha de dados decorrentes do encerramento do governo entre 1 de outubro e 12 de novembro.

Abrandamento da China na reta final de 2025. As vendas a retalho abrandaram para 1,3% em termos homólogos em novembro (2,9% em outubro, 3,4% no 3T), enquanto a produção industrial avançou 4,8% (4,9% em outubro, 5,8% no 3T), o ritmo mais lento desde o verão de 2024. O PMI composto situou-se em 51,3 em dezembro, quase o mesmo que em novembro e um pouco abaixo dos 51,7 da média do 3T. Estes valores têm como pano de fundo uma crise imobiliária persistente, um abrandamento do impulso orçamental e uma fraca procura interna, o que prenuncia um abrandamento da economia chinesa em 2026.

PMI composto

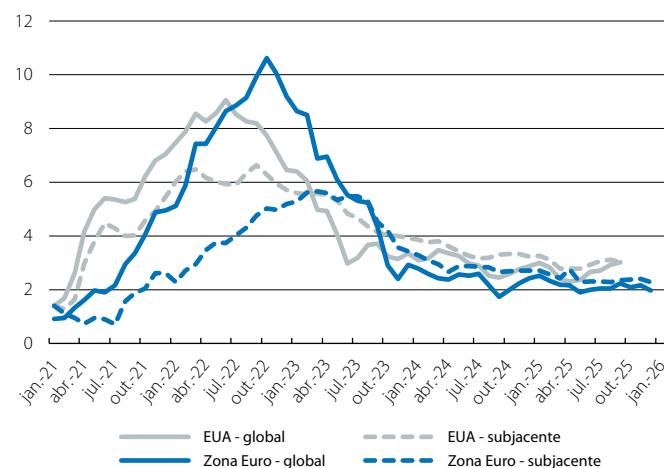
Índice



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

Economias avançadas: IPC

Variação homóloga (%)

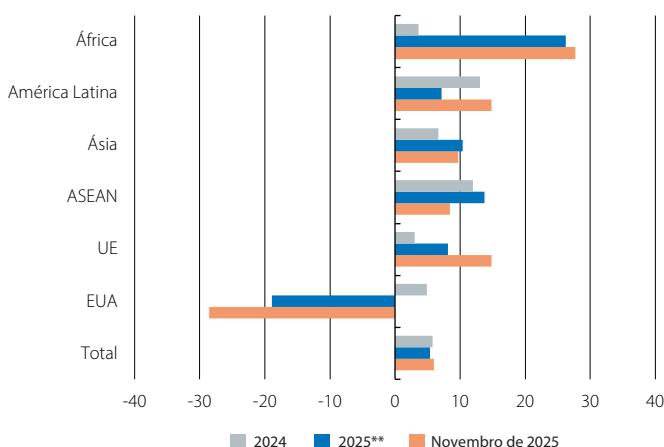


Notas: IPC harmonizado para a Zona Euro. Não existem dados de outubro de 2025 para os EUA.

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

China: exportações*

Variação homóloga (%)



Notas: * Exportações de bens em dólares. ** 2025 corresponde ao acumulado de janeiro de 2025 a novembro de 2025.

Fonte: BPI Research, a partir de dados da Alfândega da China.

Caracterização do ciclo económico na UE: nem transversal nem robusto

A vigorosa recuperação da economia europeia após a pandemia deu lugar nos últimos anos, num contexto geopolítico mais hostil, a uma situação de fraco crescimento. Esta caracterização não é, no entanto, homogénea, nem na sua composição geográfica, nem na sua composição setorial. Por conseguinte, enquanto o abrandamento é muito acentuado na Alemanha e em Itália, a chamada «periferia europeia» mantém um dinamismo notável, liderado por Espanha e Portugal. Verifica-se um contraste semelhante entre o comportamento mais errático das atividades agrícolas, da indústria transformadora e da construção, com maior exposição aos choques recentes, e o peso crescente na economia dos serviços qualificados, apoiados por tendências subjacentes favoráveis, como a transformação digital.

Heterogeneidade setorial: vulnerabilidade industrial e impulso tecnológico

A União Europeia, no seu conjunto, manteve um notável dinamismo de atividade até meados de 2022, altura em que a invasão da Ucrânia desencadeou um choque negativo em múltiplas frentes, cujas consequências se prolongaram até há poucos trimestres: o aumento do risco, afetando particularmente as zonas fronteiriças do conflito; impacto através dos canais de comércio para as economias com ligações mais fortes à Ucrânia e/ou à Rússia; aumento dos preços da energia, dos produtos e fatores de produção agrícolas e dos materiais de construção; e agravamento das condições monetárias devido ao aumento da inflação.

Os setores mais afetados (ver primeiro quadro) foram a agricultura, que também foi prejudicada por eventos climáticos adversos; a indústria transformadora, com uma contração liderada pela indústria de elevada intensidade energética e depois afetada pelo protecionismo comercial; o setor da construção, que é sensível ao custo do financiamento e teve um forte impulso pós-pandemia; as atividades de logística e de hotelaria, incluindo o impacto negativo do conflito no turismo da Europa Oriental;¹ e o setor dos serviços financeiros, afetado pela diminuição da atividade de concessão de empréstimos em termos reais, em contraste com a melhoria nominal das margens.

Em contrapartida, outros setores menos vulneráveis ao choque ucraniano mantiveram um dinamismo contínuo nos últimos anos, nomeadamente os serviços de tecnologias da informação e da comunicação (TIC), com um crescimento anualizado de cerca de 4%; e atividades profissionais, técnicas e científicas, incluindo a inovação e o desenvolvimento de software informático.

Heterogeneidade geográfica: o crescimento desloca-se para a «periferia europeia»

A caracterização setorial da UE pode refletir-se, em termos gerais, no desempenho relativo dos Estados-Membros, embora devam ser destacadas as diferentes intensidades por território (ver segundo quadro com dados relativos às 15 maiores economias). Se considerarmos todas as atividades económicas, os países com o maior crescimento

Valor acrescentado bruto por setor na UE (2021-2025)

Variação trimestral em termos reais

	2021				2022				2023				2024				2025		
	1T	2T	3T	4T	1T	2T	3T	4T	1T	2T	3T	4T	1T	2T	3T	4T	1T	2T	3T
TOTAL	1,1	1,8	1,9	1,0	0,8	0,9	0,6	0,0	0,2	0,0	0,2	0,4	0,1	0,3	0,3	0,4	0,6	0,3	0,4
A – Agricultura	1,8	0,8	-0,1	-1,3	-0,4	-0,7	0,3	-0,6	0,4	0,0	-0,1	0,0	-0,2	-0,7	-0,7	1,1	1,1	-1,1	0,6
C – Indústria transformadora	2,2	0,4	0,3	1,1	2,4	0,4	1,0	0,0	-0,9	-0,7	-0,9	-0,2	-0,9	0,5	0,3	0,3	1,8	0,6	0,4
F – Construção	-2,1	2,5	-0,1	1,1	-0,4	-0,8	-0,8	0,2	2,7	-0,7	-0,3	0,2	-0,6	-0,3	-0,5	-0,2	1,1	0,0	0,1
G, H e I – Comércio, transporte e hotelaria	1,0	4,1	5,6	1,8	1,0	2,1	0,4	-0,8	-0,1	-0,3	0,5	-0,2	0,6	0,2	0,3	0,3	0,3	0,5	0,5
J – Informação e comunicação	4,4	2,7	0,6	3,3	0,0	1,6	2,9	0,1	2,0	1,7	1,1	0,8	0,0	0,4	1,6	0,8	0,9	0,4	1,1
K – Serviços financeiros	2,4	1,7	1,0	-0,4	-1,0	0,1	-0,7	0,6	-2,2	0,1	0,2	-0,4	2,0	-0,2	-0,1	0,3	0,1	-0,5	0,8
L – Atividades imobiliárias	-0,4	0,8	1,0	1,0	0,2	0,5	0,7	0,7	0,9	-0,1	0,2	0,7	0,4	0,3	0,1	0,4	0,2	0,1	0,2
M e N – Serviços profissionais	2,2	2,5	2,3	1,6	1,8	0,9	0,7	0,5	0,5	0,4	0,9	0,6	0,0	0,9	0,3	0,1	0,3	0,4	0,4
O, P e Q – Administração pública	0,9	0,6	1,3	-0,2	1,3	0,4	0,3	0,3	0,1	0,2	0,1	0,4	0,5	0,6	0,2	0,7	0,1	0,3	0,4
R, S, T e U – Entretenimento e outros serviços	0,6	4,7	9,4	-0,7	6,2	5,1	1,8	-0,5	1,3	0,8	0,8	-0,9	0,9	0,6	1,5	-0,8	0,2	0,3	0,4

Notas: Dados em euros corrigidos de sazonalidade e de calendário. Secções individuais ou agrupamentos da NACE, excluindo as indústrias extractivas (B) e utilities (D&E).

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

1. Ver o Focus «O turismo europeu após a pandemia: uma recuperação desigual e novos desafios» no IM10/2025.

Valor acrescentado bruto por setor nos principais países da UE*

Variação trimestral média em termos reais

	UE	Alemanha	França	Itália	Espanha	Países Baixos	Polónia	Irlanda	Bélgica	Suécia	Áustria	Dinamarca	Roménia	Chéquia	Finlândia	Portugal	Grécia
TOTAL	0,3	-0,1	0,4	0,1	0,8	0,1	0,5	1,0	0,3	0,3	-0,2	0,7	0,3	0,3	0,0	0,6	0,4
A – Agricultura	0,0	-1,1	-0,6	-0,2	1,7	-0,5	1,2	0,2	0,8	-1,3	-0,2	-2,9	0,8	2,0	-1,3	0,1	-1,1
C – Indústria transformadora	0,0	-0,6	0,6	-0,1	0,4	0,1	0,7	0,8	-0,4	-0,4	-0,6	3,7	0,1	0,0	0,3	0,2	1,3
F – Construção	0,1	-0,8	0,3	1,2	0,8	0,1	-0,6	1,1	0,5	-0,4	-0,8	-1,5	2,3	1,1	-1,7	0,9	3,3
G, H e I – Comércio, transporte e hotelaria	0,2	-0,2	0,0	-0,1	1,2	0,2	0,5	0,7	0,0	0,5	-0,8	0,0	0,3	0,4	-0,7	0,6	0,1
J – Informação e comunicação	0,9	0,8	0,8	0,5	1,1	0,4	-0,1	2,1	0,7	0,7	0,5	1,6	0,5	1,6	0,8	1,0	0,8
K – Serviços financeiros	0,1	-0,3	0,0	-0,3	0,4	-0,4	0,2	2,8	0,0	0,0	0,0	0,7	1,1	0,6	-0,9	0,7	1,3
L – Atividades imobiliárias	0,4	0,3	0,2	0,4	0,7	0,2	0,5	1,0	0,3	0,8	0,5	0,1	-0,2	0,0	0,3	0,1	0,0
M e N – Serviços profissionais	0,4	0,1	0,6	0,5	0,9	0,2	1,0	0,6	0,6	1,1	-0,4	0,7	-0,6	0,5	0,1	0,7	0,3
O, P e Q – Administração pública	0,3	0,3	0,2	-0,1	0,8	0,5	1,1	0,5	0,4	0,3	0,7	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,5	0,1
R, S, T e U – Entretenimento e outros serviços	0,4	0,1	0,5	0,4	0,4	0,2	1,6	-0,1	0,4	0,5	-0,1	0,5	3,5	0,2	-0,4	1,2	1,0

Notas:* Média para o período entre o 4T 2022 e o 3T 2025. Dados em euros corrigidos de sazonalidade e de calendário. Secções individuais ou agrupamentos da NACE, excluindo as indústrias extractivas (B) e utilities (D&E).

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

desde o final de 2022 são a Irlanda, Espanha, Dinamarca e Portugal, com taxas superiores ao dobro da média da UE, em contraste com a ligeira contração na Alemanha e na Áustria e a quase estagnação na Itália, nos Países Baixos e na Finlândia.

No grupo dos líderes, é de salientar a transversalidade do crescimento em Espanha e Portugal, países em que todos os setores registaram um aumento do valor acrescentado até ao 3T 2025. O dinamismo económico está também amplamente baseado na Irlanda, embora com um papel proeminente para as TIC e os serviços financeiros, enquanto na Dinamarca ele é muito mais concentrado onde a indústria farmacêutica e as atividades de inovação conexas deram um contributo dominante.²

Relativamente às economias com pior desempenho, a fraqueza é bastante generalizada em todos os setores, especialmente em Itália e nos Países Baixos, enquanto se destaca a acentuada vulnerabilidade de algumas atividades na Alemanha, Áustria e Finlândia aos choques acima referidos (principalmente agricultura, indústria transformadora, construção, logística e hotelaria e restauração). É de notar a exceção comum dos serviços de TIC, que mesmo nos casos da Alemanha e da Finlândia estão a crescer perito da média da UE, bem como a força excepcional da construção em Itália, que teria sido impulsionada pelo programa de apoio à reabilitação de habitações Superbonus.³

2. Tal como aconteceu com a Nokia na economia finlandesa durante os anos 90, a história recente de crescimento na Dinamarca foi dominada pela Novo Nordisk, que comercializou com êxito medicamentos para combater a diabetes e a obesidade.

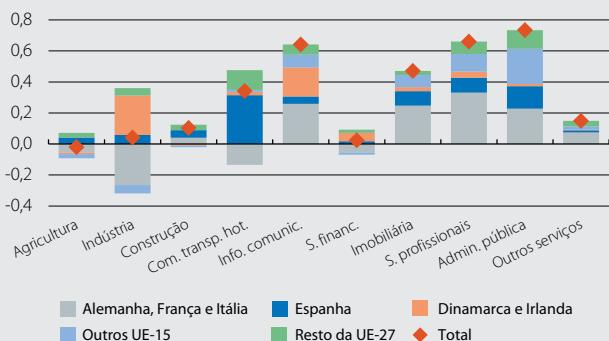
3. Ver o Focus «Radiografia do abrandamento do investimento na UE» no IM05/2025.

Recuperação cíclica ou estrutural da economia europeia?

As três maiores economias da UE (Alemanha, França e Itália) representam pouco mais de 50% do valor acrescentado total. Nos últimos três anos, porém, foram responsáveis por apenas 20% do crescimento acumulado na UE. Para além disso, são poucos os setores em que o seu elevado peso se traduziu numa contribuição dominante e, em algumas atividades, chegaram mesmo a retirar crescimento ao conjunto da economia europeia, sendo o caso mais paradigmático a contração da indústria transformadora na Alemanha (ver primeiro gráfico). No lado positivo, há exemplos isolados, como a notável contribuição da França nas TIC e nos serviços profissionais, liderados pela consultoria e pela transformação digital.

Contribuição do setor-país para a variação do VAB total da UE*

(p. p.)



Notas:* Soma das contribuições trimestrais entre o 4T 2022 e o 3T 2025. «Outros UE-15» inclui os Países Baixos, Bélgica, a Suécia, a Áustria, a Finlândia, Portugal, a Grécia e o Luxemburgo. «Outros UE-27» inclui a Polónia, a Roménia, a República Checa, a Hungria, a Eslováquia, a Bulgária, a Croácia, a Lituânia, a Eslovénia, a Letónia, Chipre, a Estónia e Malta.

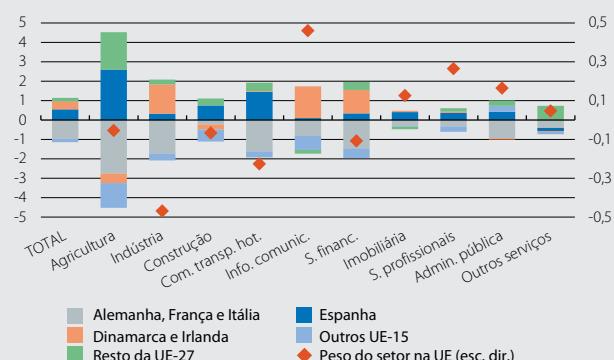
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

Consequentemente, o motor de crescimento da UE entra numa nova face deste ciclo, que está a transformar a composição do tecido produtivo europeu (ver segundo gráfico). Desta forma, observamos como o dinamismo transversal de Espanha (que representa mais de um quarto do crescimento total da UE nos últimos três anos) a levou a aumentar o seu peso em pouco mais de meio ponto, para níveis não vistos desde 2010. Logo a seguir vêm a Dinamarca e a Irlanda, responsáveis por quase 20% do crescimento europeu recente (três vezes o seu peso). Conforme já referido, estas economias têm sido apoiadas por vantagens competitivas específicas em algumas atividades de elevado crescimento, como os serviços de TIC. Finalmente, o bloco de economias da Europa de Leste também está a ganhar peso na UE, o que é lógico, na medida em que devem convergir para os padrões dos membros fundadores. Contudo, o seu progresso é contido e penalizado porque se concentra em atividades económicas que apresentam um menor dinamismo relativo, como a agricultura, a construção ou os serviços logísticos.

Consequentemente, embora parte dos padrões recentes possa ser lida numa perspetiva cíclica, os dados acumulados apontam também para uma certa recomposição de natureza mais estrutural da economia europeia. A alteração do dinamismo para setores intensivos em conhecimento não só reflete uma resposta cíclica a choques recentes, mas também incorpora transformações subjacentes ligadas à mudança tecnológica e ao reposicionamento da Europa nas cadeias de valor globais. No entanto, esta evolução não é isenta de riscos. Primeiramente, a concentração do crescimento em atividades específicas, como a indústria farmacêutica na Dinamarca, coloca desafios em termos de resiliência e sustentabilidade a médio prazo. Seguidamente, a divergência entre países e setores ameaça acentuar as assimetrias internas se não for acompanhada de políticas que melhorem as competências profissionais e reforcem a coesão social e territorial. E, em terceiro lugar, é provável que estes desafios se intensifiquem à medida que for dada prioridade aos setores estratégicos, cujos investimentos dependem fortemente do apoio público num contexto de crescentes fricções orçamentais.⁴

Alteração do peso dos países no VAB setorial da UE*

(p. p.)



Notas: *Variação acumulada entre o 4T 2022 e o 3T 2025. «Outros UE-15» inclui os Países Baixos, Bélgica, a Suécia, a Áustria, a Finlândia, Portugal, a Grécia e o Luxemburgo. «Outros UE-27» inclui a Polónia, a Roménia, a República Checa, a Hungria, a Eslováquia, a Bulgária, a Croácia, a Lituânia, a Eslovénia, a Letónia, Chipre, a Estónia e Malta.

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

4. Ver o artigo «O dilema orçamental a médio prazo da Europa» no Dossier do IM11/2025.

O novo mapa das importações de mercadorias dos EUA

O regresso das tarifas como instrumento central da política económica dos EUA marcou um ponto de viragem em 2018. Um dos objetivos explícitos da nova estratégia tarifária da Casa Branca é reduzir o persistente défice comercial de bens. Todavia, longe de produzir um ajustamento ordenado, a sucessão de anúncios e a aplicação irregular de tarifas geraram distorções significativas nos fluxos comerciais, especialmente nas importações. Neste contexto, os dados disponíveis até à data não revelam ainda uma alteração clara do défice comercial. Contudo, estas distorções estão a deixar a sua marca na composição das importações por origem geográfica. De seguida, analisamos a forma como os diferentes parceiros comerciais reagiram e mapeiam estas mudanças.

O comércio externo na era pré-tarifária de Trump

Mas antes de analisar o que acontecerá em 2025, é útil rever algumas características estruturais do comércio externo dos EUA. Comparado com outras economias avançadas, os EUA são uma economia relativamente fechada. No período de 2018-2024, as importações de bens representaram, em média, 11,6% do PIB, enquanto as exportações apenas atingiram 7,4%. Esta tendência traduziu-se num défice comercial persistente na balança de bens, que, em percentagem do PIB, se situou em cerca de 4,2% em 2024 (equivalente a cerca de 1,2 mil milhões de dólares). Esta situação coexistiu com uma tarifa média aplicada historicamente baixa, de cerca de 2%.

Um ano atípico para o comércio externo dos EUA

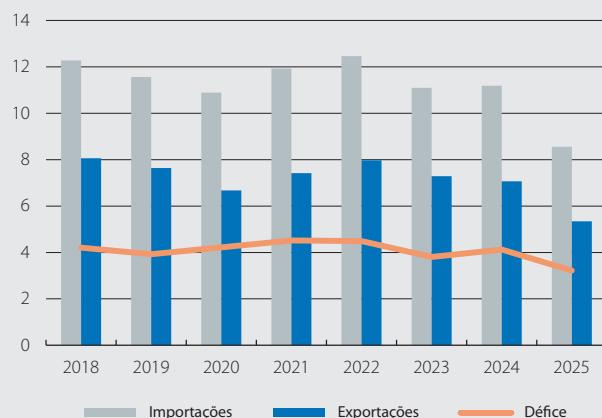
As exportações dos EUA cresceram 5% em termos reais em 2025 durante os três primeiros trimestres, um valor comparável ao observado em anos anteriores. Este comportamento relativamente dinâmico pode ser explicado, em parte, pela ausência (pelo menos por enquanto) de retaliações pautais por parte dos principais parceiros comerciais dos EUA. Além disso, a resiliência da economia mundial e a competitividade de alguns setores de exportação amorteceram o impacto negativo da incerteza comercial.

Em contrapartida, o desempenho das importações tem sido muito mais volátil. A primeira característica a salientar é a forte recuperação observada no 1T 2025. Em termos homólogos, as importações reais aumentaram quase 25% de janeiro a março, um crescimento excepcional que respondeu a um efeito de antecipação: os consumidores, as empresas e os distribuidores anteciparam as suas compras para constituir stocks antes da entrada em vigor das novas tarifas.

Este aumento foi seguido de uma correção parcial no 2T. Relativamente às importações, estas caíram 14% em cadeia, embora se tenham mantido em níveis semelhan-

EUA: balança comercial de bens

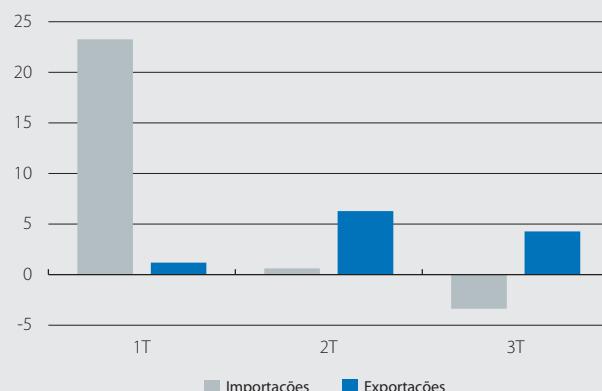
(% do PIB)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do USITC e do BEA.

EUA: importações e exportações reais de bens em 2025

Variação homóloga (%)



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

tes aos do ano anterior, com um crescimento homólogo de 0,6%. Este padrão sugere que o ajustamento subsequente não corrigiu totalmente a acumulação inicial de stocks. No 3T, as importações mantiveram-se estáveis em relação ao trimestre anterior, mas diminuíram 4% em termos homólogos, o que pode já refletir um impacto mais direto das tarifas nas decisões de compra. Porém, devido ao efeito de compensação significativo entre trimestres, o saldo agregado continua a registar um aumento das importações. Em relação ao período acumulado de janeiro a setembro, as importações aumentaram 6% em relação ao mesmo período de 2024.

Para além da evolução agregada, um dos aspetos mais relevantes de 2025 foi a alteração do padrão geográfico das importações dos EUA.

As importações dos EUA estão altamente concentradas por origem. No período entre 2018 e 2024, os principais parceiros

ros comerciais – UE, China, Canadá, México, Japão e Reino Unido – representaram, em média, quase 70% do total das importações. Em termos históricos, a China tem sido o maior parceiro comercial dos EUA em termos de importações, embora o seu peso tenha vindo a diminuir de forma constante: de 21% do total em 2018 para 13% em 2024. Em 2025, esta tendência acelerou acentuadamente, com uma quota de pouco menos de 10%.

Durante o 1T 2025, o efeito de antecipação foi generalizado e as importações aumentaram praticamente face a todos os parceiros comerciais, com destaque para a UE. No entanto, a reversão subsequente foi muito heterogénea. O caso mais marcante é o da China, com o qual a dissociação é evidente, tendo em conta uma queda de 25% nas importações em 2025 em comparação com os níveis de 2024 (no mesmo período de janeiro-setembro). A China foi o país mais penalizado em termos de tarifas e com o qual, até à data, apenas se chegou a um acordo parcial.¹ As importações americanas provenientes da China registaram uma contração acentuada e persistente desde o início da escalada das tensões comerciais. Em menor grau, observam-se também descidas nas importações provenientes do Canadá (-5%). Relativamente à UE, observa-se uma dinâmica diferente: o aumento da procura de importações é sustentado ao longo da primeira metade do ano e as importações no conjunto de 2025 até setembro são quase 10% superiores aos níveis acumulados no mesmo período do ano anterior.

A reconfiguração da origem resultou também num aumento das importações provenientes dos países da ASEAN, que cumulativamente aumentaram 27% em termos homólogos, passando de 8% do total das importações em 2018 para 13% em 2025.

Esta mudança na origem das importações ajuda a explicar a aparente discrepância entre a tarifa média implícita nas medidas anunciadas e a tarifa real que é finalmente cobrada nas alfândegas. De acordo com as nossas estimativas, e assumindo um padrão de importações semelhante ao observado em 2024, o pacote de medidas implementado até à data implicaria tarifas médias de cerca de 13,8%. No entanto, as tarifas efetivamente cobradas têm sido significativamente inferiores e atingiram um máximo de 10,6% em setembro. Esta diferença revela, em grande medida, a reconfiguração geográfica das importações. Por conseguinte, embora o volume total das importações não tenha diminuído significativamente, uma parte crescente das compras externas provém de parceiros sujeitos a tarifas mais baixas, enquanto a proporção de parceiros sujeitos a tarifas mais elevadas diminuiu (sendo a China o caso mais notável), o que reduz a taxa média efetivamente cobrada.

EUA: origem das importações de bens em 2025

Variação homóloga (%)



Notas: Importações expressas em termos reais. A variação homóloga para 2025 no seu conjunto refere-se ao período janeiro-setembro de 2025 em comparação com janeiro-setembro de 2024.

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

Globalmente, a análise dos dados de 2025 mostra que as novas tarifas não conduziram, até à data, a um ajustamento do desequilíbrio comercial dos EUA em termos de bens, mas conduziram a uma mudança estrutural na composição geográfica das importações. A dissociação direta com a China e o aumento da ligação com os países da ASEAN intensificaram-se significativamente, apontando para uma reconfiguração das cadeias de abastecimento e não para uma simples contração do comércio. Este processo não parece, portanto, estar a reduzir substancialmente a dependência total das importações, mas sim a redistribuí-la entre os parceiros.

1. No dia 31 de outubro, os EUA concordaram em baixar as tarifas médias para cerca de 30% e a taxa adicional sobre o fentanyl de 20% para 10%. A China concordou em adiar por um ano o controlo das exportações de terras raras e em retomar as compras de soja dos EUA.

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

Pela sua velocidade e escala, a transformação da China nas últimas décadas transformou também o resto do mundo. Mais concretamente, a Iniciativa «Uma Faixa, Uma Rota» (BRI) trouxe elevados níveis de investimento a muitos dos países participantes. Associada a uma política industrial ativa e a um modelo de desenvolvimento de capital intensivo, esta situação favoreceu uma rápida expansão do comércio da China, em especial nos setores com ligações mais fortes à sua indústria.¹

Uma Faixa, uma Rota: bênção ou maldição?

As Rotas da Seda eram uma rede de estradas que começou a ser utilizada regularmente a partir do século II a.C., quando a dinastia Han abriu o comércio com o Ocidente, tendo durado até ao século XV, quando o Império Otomano boicotou o comércio e fechou as rotas. Posteriormente, da China para a Europa, os comerciantes trouxeram sedas, jade e outras pedras preciosas, porcelana, chá e especiarias. Para leste, viajavam os produtos manufaturados, como o vidro e os têxteis. Mas estas rotas foram também utilizadas para o intercâmbio cultural e de ideias, bem documentado, por exemplo, no *Livro das Maravilhas do Mundo*, do mercador veneziano Marco Polo.

Neste momento, nos diferentes extremos da nova Rota da Seda, as experiências de países como o Chile, o Peru, a República Democrática do Congo, a Indonésia e o Vietname são ilustrativas. Os três primeiros países contam-se entre os maiores produtores mundiais de cobre (e de cobalto, no caso da República Democrática do Congo). Durante a última década, a parte das exportações destes países para a China aumentou rapidamente, atingindo quase 40% no Chile e 35% no Peru. As exportações de minério de cobre do Peru dispararam, representando atualmente quase 70% das suas exportações para a China, enquanto no Chile as exportações de cobre mantiveram um crescimento estável (embora as importações de cobre refinado tenham diminuído) e o país registou um aumento das exportações de produtos químicos (como o lítio) e de produtos agroalimentares. Na República Democrática do Congo, as exportações para a China representam atualmente 70% do total, contra 35% uma década antes, um aumento explicado pelas exportações de cobalto e de cobre, principalmente refinado, mas também em bruto e sob a forma de minerais.

A parte das exportações da Indonésia para a China também registou um aumento significativo, de 13% para 24%, mas a concentração de produtos diminuiu. As exportações mineiras (combustíveis e minérios metálicos, como o níquel e o alumínio) diminuíram, enquanto as exportações de metais aumentaram (incluindo o níquel transformado, o aço e as ligas de ferro), uma vez que o país proibiu as exportações de minério de níquel para desenvolver a sua própria indústria de refinação. As exportações de maquinaria elétrica e ele-

Global: exportações para a China, concentração das exportações e complexidade das exportações

	Quota de exportações para a China (% do total)	Índice global de concentração das exportações (por produto, nível HS2)		Complexidade das exportações (posição no ranking global ECI)		
		2013	2023	2003	2013	2023
Chile	24,2	38,6	1.733,0	1.516,2	53	67
Peru	15,6	33,8	1.270,5	1.958,9	82	83
Panamá	0,4	24,6	1.095,7	2.242,9	60	40
RD Congo	36,3	68,9	2.571,2	4.507,3	110	120
Africa do Sul	8,2	19,2	1.082,9	1.512,3	36	53
Gabão	7,1	26	4.453,3	3.965,0	88	102
Indonésia	12,8	23,7	1.177,7	885,8	62	66
Vietname	10,5	20,2	1.026,8	2.149,8	84	65
Malásia	17,5	20,8	1.754,3	1.937,8	35	25

Nota: A concentração das exportações é medida com o índice Herfindahl-Hirschmann (HH) a nível dos produtos HS2 (cerca de 100 categorias).

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

trónica para outros países asiáticos e para os EUA também aumentaram rapidamente. Em contrapartida, o Vietname triplicou o valor das suas exportações nos últimos anos, tendo a sua quota de exportação para a China aumentado de 10% para 20% e de 17% para 28% para os EUA. Este crescimento foi impulsionado por uma expansão notável das máquinas elétricas e eletrónicas.

Enquanto a Indonésia e o Vietname ganharam posições no ranking mundial de complexidade económica ao longo da última década, o Chile, o Peru e a República Democrática do Congo recuaram (ver primeiro quadro).² Analisamos a relação entre a participação na BRI, considerada como um movimento no sentido de estreitar os laços económicos e diplomáticos com a China, e o nível de sofisticação das exportações de uma amostra de 66 países. A análise centra-se na Eurásia, a região que recebeu os maiores investimentos e que conta com o maior número de países participantes na iniciativa.³

A análise econométrica revela que a participação na BRI está associada de forma negativa à complexidade económica dos países da amostra. Os resultados são robustos face a diferen-

2. O Índice de Complexidade Económica (ECI, em inglês) mede a intensidade de conhecimento de uma economia, centrando-se nas suas capacidades tecnológicas. Nomeadamente, utilizamos uma das três dimensões do ECI, a complexidade das exportações (juntamente com a tecnologia e a investigação), pela sua relevância e disponibilidade de dados.

3. A BRI utiliza duas definições de participação. A primeira assenta na assinatura do Memorando de Entendimento (MoU) com a China, que sela a participação oficial de um país na iniciativa. A segunda é a existência de projetos de infraestrutura operacionais no âmbito da BRI, como estradas, caminhos-de-ferro ou portos. É estimado um modelo de regressão em painel, com dados de 1995 a 2023, utilizando efeitos fixos e aleatórios, variáveis de controlo e efeitos temporais. A variável dependente (Y_{it}) interpreta-se como uma medida do grau de sofisticação comercial e tecnológica de um país: $Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 BRI_{it} + \theta X'_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it}$. A lista de projetos operacionais baseia-se em Reed e Trubetskoy (2019) «Assessing the Value of Market Access from Belt and Road Projects», Policy Research WP, World Bank.

1. Ver os Focus «A Iniciativa “Uma Faixa, uma Rota”: uma faca de dois gumes?» (parte I) e (parte II), no IM11/2025 e IM12/2025, respetivamente.

tes especificações econometrícias e a diferentes definições da participação oficial na BRI. Em termos gerais, os resultados sugerem que a participação na BRI não contribui para o desenvolvimento de indústrias mais sofisticadas nem para uma melhoria da qualidade das exportações, entendidas como exportações mais diversificadas e com maior conteúdo tecnológico. Por outro lado, a participação na BRI poderia limitar a capacidade dos países participantes de «aumentar» as cadeias de valor mundiais.⁴

Que lições nos oferece a nova Rota da Seda?

A BRI tornou-se um ator fundamental no posicionamento global da China. Perante o enfraquecimento da procura interna e a sobrecapacidade crónica, a iniciativa facilitou a abertura de novos mercados, a diversificação dos destinos de exportação, o domínio de cadeias de valor de matérias-primas essenciais para o desenvolvimento da sua indústria e a redução da dependência de rivais geoeconómicos, uma dimensão que se tornou particularmente importante nos últimos anos.

Contudo, apesar dos elevados fluxos de investimento provenientes da China em setores como a energia, os transportes, os metais e as minas, e a construção, e de um rápido aumento das exportações, vários países da nova Rota da Seda poderão ter visto a direção do seu desenvolvimento económico condicionada.⁵ A associação negativa entre a participação na iniciativa e a complexidade económica dos países participantes pode ser explicada por uma série de fatores. Ao concentrar-se nas infraestruturas físicas, a iniciativa BRI pode facilitar o acesso das empresas chinesas aos mercados locais, enfraquecendo simultaneamente a competitividade do tecido empresarial local. Ao passo que as economias emergentes, especializadas em produtos manufaturados de base, poderão ser excluídas, enquanto as economias ricas em recursos naturais correm o risco de ficar presas em setores extractivos de baixo valor acrescentado. Além disso, muitos projetos da BRI implementados por empresas chinesas podem limitar os benefícios diretos para a indústria local, um problema que seria agravado por falhas de governação ou fraquezas institucionais, que também dificultariam a absorção efetiva dos investimentos.

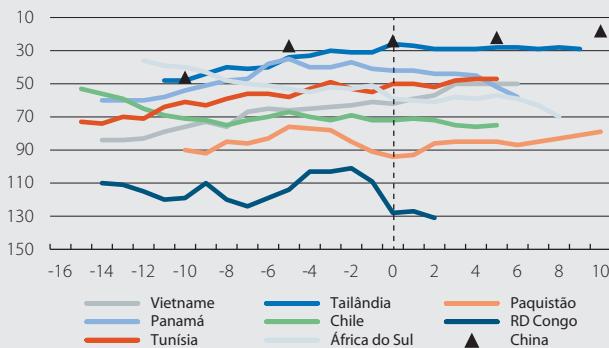
Embora seja provável que os benefícios da BRI se concretizem a longo prazo, tendo em conta o seu recente lançamento, os efeitos observados a curto prazo têm sido discutíveis. A isto acresce o risco de os países da BRI desenvolverem dependências económicas em relação à China, vendo crescer os seus défices comerciais, níveis de dívida e vulnerabilidade externa, um cenário que levanta questões sobre a sustentabilidade e reciprocidade da BRI. Apesar de eficaz para

4. Ver, por exemplo: De Soysre, F., Mulabdic, A., e Ruta, M. (2020) «Common transport infrastructure: A quantitative model and estimates from the Belt and Road Initiative», *Journal of Development Economics*, 143, 102415 e Lall, S., e Lebrand, M. (2020) «Who wins, who loses? Understanding the spatially differentiated effects of the belt and road initiative», *Journal of Development Economics*, 146, 102496.

5. Dos participantes na iniciativa BRI, países como a África do Sul (70), o Chile (76), o Cazaquistão (86), a Mongólia (119) ou a República Democrática do Congo (131) perderam posições no ranking da complexidade económica mundial. Em contrapartida, ganharam países como a Tunísia (47), o Vietname (50), a Indonésia (60), o Paquistão (81) ou o Bangladesh (92).

Iniciativa da Faixa e Rota: evolução da complexidade das exportações dos países participantes

Posição no ranking ECI de comércio



Notas: Para cada país, o ano zero é considerado como o ano em que o país assinou o Memorando de Entendimento (MoU) com a China, selando a participação oficial na Iniciativa «Uma Faixa, Uma Rota» (BRI). Por ordem cronológica, o Paquistão assinou o MoU em 2013, a Tailândia em 2014, a África do Sul em 2015, o Panamá e o Vietname em 2017, o Chile e a Tunísia em 2018 e a República Democrática do Congo em 2021. Para a China, o ano 0 é considerado 2013, a data oficial de lançamento da BRI.

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

os interesses estratégicos da China, será que a iniciativa representa uma verdadeira oportunidade de desenvolvimento para os países participantes?

Ao mesmo tempo, a China intensificou a sua aposta na liderança tecnológica mundial, nomeadamente nos domínios da inteligência artificial, da robótica e dos semicondutores. Estas ambições podem favorecer os avanços tecnológicos e produtivos nos países da BRI, ao mesmo tempo que geram perdas de competitividade e dependências críticas em setores onde a China continua a ganhar quota global.⁶

Tal como as antigas Rotas da Seda, a BRI não se limita ao investimento ou ao comércio. Uma avaliação do seu sucesso apenas nestes termos ignoraria um objetivo geoestratégico mais vasto, como a garantia de relações económicas estáveis e o acesso a (ou domínio de) recursos económicos fundamentais face a rivais geopolíticos, ou uma avaliação de possíveis efeitos institucionais, sociais ou culturais. Além disso, apesar do grande número de iniciativas que foram lançadas em resposta à BRI (como a «Partnership for Global Infrastructure» do G7 ou o programa Global Gateway da UE), os progressos têm sido limitados. Tal como no século xv, o maior risco para o desenvolvimento económico seria a erosão destas vias. Posteriormente, após a queda de Constantinopla, o Império Otomano impôs custos muito elevados ao comércio da Europa com a Ásia. Em contrapartida, o bloqueio criou incentivos para o desenvolvimento do comércio marítimo e acabou por contribuir indiretamente para o desenvolvimento cultural e científico da Europa Ocidental. No entanto, as Rotas da Seda são frequentemente testemunho de um Império Chinês em ascensão.

6. Neste domínio, a Rota da Seda Digital tem procurado expandir a influência tecnológica do país através de investimentos em telecomunicações, IA, cidades inteligentes e vigilância digital, oferecendo soluções para colmatar as lacunas de infraestruturas nas economias emergentes. Por outro lado, suscitou preocupações quanto ao risco de facilitar o controlo estatal de algumas tecnologias e de comprometer a soberania digital desses países.

A alquimia da China: como transforma minerais críticos em poder global

O debate sobre matérias-primas críticas emergiu nos últimos anos como um elemento central na reformulação das relações económicas globais, num contexto de tensões geopolíticas persistentes. Os chamados minerais críticos (terras raras, cobre, lítio, etc.) são fatores de produção fundamentais para a indústria mundial e, em particular, para os setores mais ligados à transição ecológica e digital. A procura destas matérias-primas tem crescido fortemente nos últimos anos, tal como a oferta, impulsionada pelos maiores produtores mundiais de muitos destes minerais, como a China, a Indonésia e a República Democrática do Congo. A concentração geográfica na extração e transformação destas matérias-primas também aumentou na última década.¹ Neste contexto, a China continua a destacar-se como a maior potência na transformação destes minerais, atingindo quotas de mercado superiores a 70% na refinação de uma vasta gama de produtos (ver primeiro gráfico).

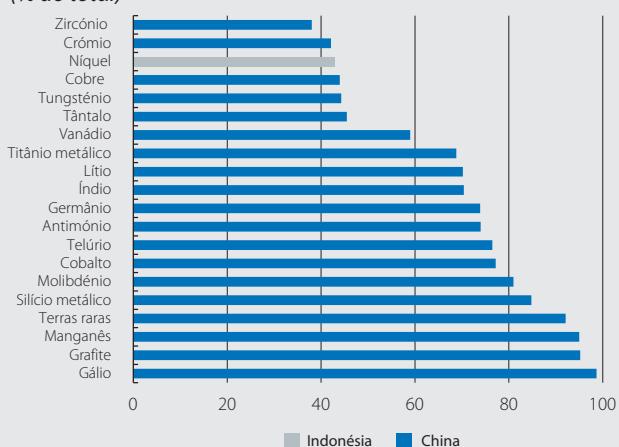
Controlo estratégico das matérias-primas que estão na base da indústria mundial

Quanto às terras raras e à grafite, a liderança na transformação destes produtos está associada a uma elevada quota de mercado na extração, conferindo à China uma posição dominante nas diferentes fases da cadeia de valor e permitindo-lhe controlar efetivamente o seu abastecimento global (ver segundo gráfico). Nos casos do lítio, do cobalto ou do cobre, por outro lado, o domínio chinês concentra-se na transformação, enquanto a extração tem lugar noutras geografias. No entanto, em muitos casos a China estabeleceu relações económicas e diplomáticas extensas com estes países, o que é especialmente evidente com os participantes na Iniciativa «Uma Faixa, Uma Rota». O Chile, por exemplo, é o maior exportador mundial de carbonatos de lítio (representando quase 80% das exportações mundiais), sendo dois terços das suas exportações destinados à China. A República Democrática do Congo é responsável por cerca de 60% das exportações mundiais de cobalto, quase todas destinadas à China. Assim, a posição dominante da China nas relações comerciais com vários países ricos em recursos² e o seu domínio da transformação de recursos confere ao gigante asiático um quase monopólio em pontos-chave

1. De acordo com os dados da IEA, a procura de lítio aumentou quase 30% em 2024, enquanto a procura de níquel, cobalto, grafite ou terras raras cresceu 6% a 8%. Em contrapartida, uma retoma da oferta permitiu um ajustamento em baixa dos preços de vários destes minerais, após um aumento em 2021-2022. Simultaneamente, as medidas comerciais restritivas relativas a estes produtos foram reforçadas a partir de 2023. Ver IEA (2025) «Global Critical Minerals Outlook».

2. No período entre 2000 e 2021, a China investiu quase 57.000 milhões de dólares em setores de minerais críticos em economias emergentes e em desenvolvimento, mais de 80% em projetos de cobre, cobalto e níquel (AIE, 2025). Veja também o Focus «A Iniciativa "Uma Faixa, Uma Rota": Uma faca de dois gumes? (I) e (II)», nos IM11/2025 e IM12/2025, respectivamente.

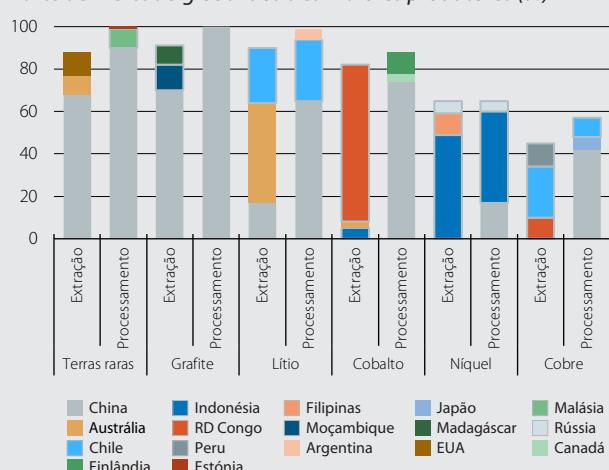
Minerais críticos: quota do país líder em refinação (% do total)



Fonte: BPI Research, com base em dados da Agência Internacional de Energia.

Minerais críticos: concentração do mercado na extração e transformação

Parte de mercado global dos três maiores produtores (%)



Nota: Os países assinalados com uma fronteira cinzenta têm uma participação oficial na Iniciativa «Uma Faixa, Uma Rota».

Fonte: BPI Research, com base em dados da Agência Internacional de Energia.

da cadeia de valor de várias matérias-primas críticas, um domínio que confere uma vantagem comparativa fundamental à sua indústria e pode ser transformado numa alavanca geoeconómica.

Rotas críticas: como as terras raras se movimentam no comércio mundial

A questão das terras raras é particularmente ilustrativa da estratégia que a China tem seguido nos últimos anos para alcançar o domínio mundial e utilizá-lo em seu benefício. Por um lado, a China domina mais de metade da extração a nível mundial, enquanto essa percentagem sobe para cerca de 90% na sua transformação. Contudo, as suas quotas glo-

bais de exportação de terras raras, nas suas várias formas (compostos químicos, metais brutos ou artigos manufaturados destes metais), são comparativamente baixas, desde cerca de 15% em compostos, até uma gama de 25%-40% noutras formas, muito abaixo das quotas observadas na exploração mineira e na transformação.³

Concretamente, observou-se nos últimos anos uma redução progressiva da quota global de exportação da China (de cerca de 50% para 15% atualmente) em compostos químicos de terras raras (precursores de metais brutos), enquanto a sua quota global de importação aumentou de forma particularmente forte desde 2018, para 60% atualmente (ver terceiro gráfico). A este respeito, registou-se uma rápida concentração das importações a nível mundial, com a China (terceiro maior exportador) a absorver quase todas as importações de Myanmar (maior exportador) e 40% das da Malásia (segundo maior exportador). Relativamente às terras raras sob a forma de metal bruto ou de produtos manufaturados, as quotas de exportação da China permaneceram relativamente estáveis, enquanto as quotas de importação aumentaram, especialmente nas fases menos avançadas de transformação destes produtos. A estratégia da China tem, assim, procurado dominar as reservas, a extração e o processamento de terras raras, uma integração vertical que dá ao gigante asiático uma hegemonia praticamente incontestada no setor e uma vantagem única para as indústrias dependentes destes fatores de produção críticos.

Da extração à inovação: a arquitetura de um domínio chinês

Em 2020, Xi Jinping chamou ao domínio da China em certos setores ou tecnologias estratégicas a sua «marreta assassina».⁴ Em 2025, no auge das tensões comerciais com os EUA, as terras raras, um dos ases na manga do gigante asiático, revelaram-se decisivas e as restrições anunciadas fizeram soar o alarme no resto do mundo.

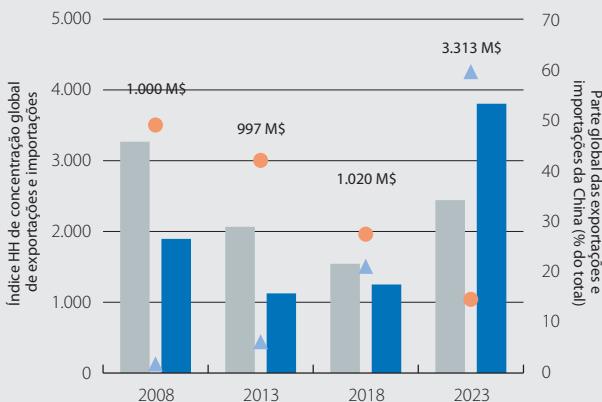
Para além de garantir a sua hegemonia numa vasta gama de matérias-primas essenciais e de permitir a sua utilização para fins não exclusivamente comerciais, o domínio vertical

3. Após a fase de extração (ou seja, o processo de extração física do minério dos depósitos rochosos), o processamento destes metais pode ser dividido em cinco fases. A concentração (trituração, moagem e separação, que aumenta a concentração do elemento desejado), a refinação química (conversão do minério em compostos mais puros), a redução ao metal (processo químico de remoção do oxigénio e de outros elementos, obtendo-se o metal bruto), a liga (fundição do metal puro e mistura com outros elementos, conversão em lingotes, pó ou peças) e o fabrico de produtos «finais» (utilização em ímanes, baterias ou outros componentes eletrónicos).

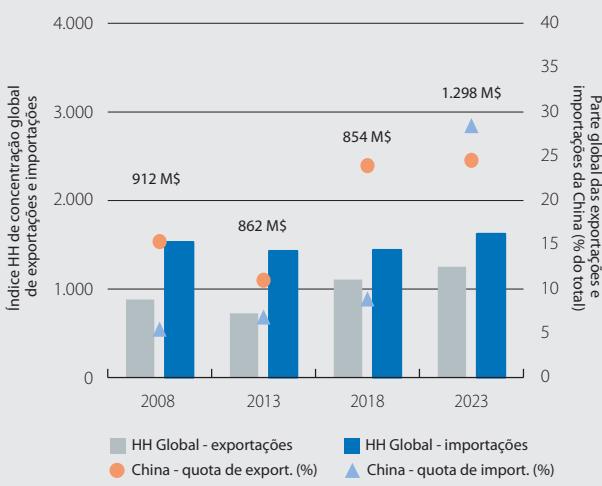
4. Ver *The Economist* (2025). «Xi Jinping swings his “assassin’s mace” of economic warfare», 06/02/2025, ou a tradução do discurso original de Xi Jinping, em 2020, «Certain Major Issues for Our National Medium- to Long-Term Economic and Social Development Strategy» de CSET (Georgetown University). Em chinês, o termo refere-se a um recurso que, utilizado num momento crítico de um confronto, é decisivo.

Terras raras: concentração das exportações e importações e a quota de mercado da China

Compostos químicos



Metais brutos



Notas: Os códigos de produto ao nível do HS 284690 e 811291 são utilizados para compostos químicos e metais de terras raras em bruto, respetivamente. Para cada produto, o índice HH de concentração das exportações e importações é calculado ao nível do destino/origem dos fluxos comerciais. Valores mais baixos indicam menos fluxos comerciais de exportação/importação.

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

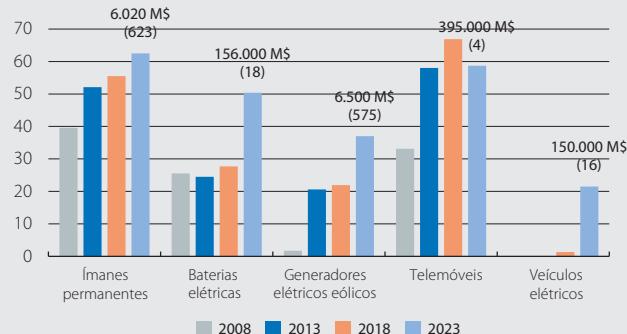
da China nestas cadeias de valor estendeu-se a uma série de produtos que as utilizam como fatores de produção essenciais. Recentemente, a quota de mercado global de ímanes permanentes, baterias elétricas ou geradores eólicos e automóveis elétricos disparou (ver o gráfico mais recente).

O sucesso da China em vários dos setores mais importantes para a economia global nas próximas décadas deve-se a uma multiplicidade de fatores que se retroalimentam mutuamente. Em primeiro lugar, o domínio de várias matérias-primas críticas, o que abriu a porta ao desenvolvimento de uma vantagem comparativa numa série de produtos intermédios essenciais para vários setores, como os ímanes permanentes ou as baterias elétricas. Juntamente com uma política industrial ativa que lhe permitiu ganhar escala e competitividade, a China acrescentou outros ingredientes. Por um lado, o investimento significativo em infraestruturas permitiu-lhe dispor de algumas das redes de transportes,

telecomunicações e energia mais desenvolvidas do mundo, promovendo «economias de gama», que favoreceram a implantação de novas tecnologias (como as relacionadas com a mobilidade elétrica) e ofereceram vantagens competitivas às indústrias com utilização intensiva de energia. No entanto, um quadro regulamentar mais flexível e uma mão de obra numerosa e especializada no setor industrial favorecem a inovação e um conhecimento transversal dos «processos de fábrica», o que permite melhorias contínuas, a escalabilidade das fábricas chinesas e a criação de novas indústrias, como a dos veículos elétricos, dos drones ou dos robotáxis, que garantem vantagens competitivas dinâmicas no setor industrial. Foi assim que a China transformou matérias-primas essenciais nas indústrias do futuro.

Quota de mercado mundial da China em produtos manufaturados que utilizam terras raras como matéria-prima

Quota das exportações da China (% do total das exportações)



Nota: São considerados os produtos com HS 850511 (ímanes permanentes), HS 8507 (baterias elétricas), HS 850231 (geradores eólicos elétricos), 851712 (telemóveis) 870380 (veículos elétricos). Para cada produto, é indicado o valor comercial global que representavam em 2023 (dados mais recentes) e a sua posição no contexto global, por valor comercial. A título de referência, entre os 5 produtos de base mais comercializados (ao nível do HS6) a nível mundial contam-se o petróleo bruto (1) e o petróleo refinado (2), o ouro (3), os telemóveis (4) e os medicamentos (5), seguidos dos automóveis, dos circuitos integrados, do gás natural e de outros dispositivos de comunicação ou portáteis.

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

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

ESTADOS UNIDOS

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	10/25	11/25	12/25
Atividade									
PIB real	2,9	2,8	2,4	2,0	2,1	2,3	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	5,2	3,4	4,1	4,8	4,9	4,7	4,2	...	...
Confiança do consumidor (valor)	105,4	104,5	110,6	99,8	93,1	97,4	95,5	92,9	89,1
Produção industrial	-0,2	-0,7	-0,9	0,7	0,5	1,6	2,2	2,5	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	47,1	48,2	48,2	50,1	48,7	48,6	48,7	48,2	47,9
Habitações iniciadas (milhares)	1.421	1.371	1.387	1.401	1.354	...	...	...	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	312	330	336	340	338	337	339	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,6	4,0	4,1	4,1	4,2	4,3	...	4,6	...
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,3	60,1	59,9	60,0	59,8	59,6	...	59,6	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	-3,0	-2,8	-3,0	-3,5	-3,6	-3,4	...	...	...
Preços									
Taxa de inflação global	4,1	3,0	2,7	2,7	2,4	2,9	...	2,7	...
Taxa de inflação subjacente	4,8	3,4	3,3	3,1	2,8	3,1	...	2,6	...

JAPÃO

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

CHINA

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	10/25	11/25	12/25
Atividade									
PIB real	5,4	5,0	5,4	5,4	5,2	4,8	–	–	–
Vendas a retalho	7,8	3,3	3,8	3,6	4,4	2,4	2,9	1,3	...
Produção industrial	4,6	5,6	5,6	6,8	6,2	5,8	4,9	4,8	...
PMI indústrias (oficial)	49,9	49,8	50,2	49,9	49,4	49,5	49,0	49,2	50,1
Setor externo									
Balança comercial ^{1,2}	865	997	997	1.086	1.146	1.177	1.171	1.185	...
Exportações	-5,1	4,6	10,0	5,7	6,0	6,5	-1,2	5,8	...
Importações	-5,5	1,0	-1,8	-6,9	-0,9	4,3	1,0	1,9	...
Preços									
Taxa de inflação global	0,2	0,2	0,2	-0,1	0,0	-0,2	0,2	0,7	...
Taxa de juro de referência ³	3,5	3,1	3,1	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Renminbi por dólar	7,1	7,2	7,2	7,3	7,2	7,2	7,1	7,1	7,0

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

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

ZONA EURO

Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	10/25	11/25	12/25
Vendas a retalho (variação homóloga)	-1,9	1,2	2,3	2,4	3,0	1,9	1,5	...	...
Produção industrial (variação homóloga)	-1,6	-3,0	-1,6	1,4	1,3	1,4	2,0	...	...
Confiança do consumidor	-16,0	-12,6	-11,9	-12,6	-14,3	-13,6	-12,5	-12,8	-13,1
Sentimento económico	96,2	95,7	95,1	95,5	94,4	95,7	96,9	97,1	96,7
PMI indústrias	44,4	45,9	45,4	47,6	49,3	50,1	50,0	49,6	48,8
PMI serviços	48,8	51,5	50,9	51,0	50,1	50,9	53,0	53,6	52,4
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (variação homóloga)	1,5	0,9	0,7	0,8	0,7	0,6	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,6	6,4	6,2	6,3	6,4	6,4	6,4	6,3	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,1	3,4	3,4	3,6	3,7	3,8	3,8	3,8	...
França (% pop. ativa)	7,3	7,4	7,3	7,5	7,6	7,7	7,7	7,7	...
Itália (% pop. ativa)	7,7	6,6	6,2	6,3	6,3	6,1	5,8	5,7	...
PIB real (variação homóloga)	0,6	0,8	1,3	1,6	1,6	1,4	-	-	-
Alemanha (variação homóloga)	-0,7	-0,5	-0,2	0,2	0,3	0,3	-	-	-
França (variação homóloga)	1,6	1,1	0,6	0,6	0,7	0,9	-	-	-
Itália (variação homóloga)	1,1	0,5	0,5	0,8	0,5	0,6	-	-	-

Preços

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	10/25	11/25	12/25
Inflação global	5,5	2,4	2,2	2,3	2,0	2,1	2,1	2,1	2,0
Inflação subjacente	5,0	2,8	2,7	2,6	2,4	2,3	2,4	2,4	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	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	10/25	11/25	12/25
Balança corrente	2,0	3,4	3,4	3,0	3,6	5,2	10,5	...	...
Alemanha	5,5	5,8	5,8	5,4	6,7	9,3	18,5	...	...
França	-1,0	0,1	0,1	0,0	-0,3	-0,9	-1,3	-1,8	...
Itália	0,2	1,1	1,1	0,9	1,3	2,6	5,2	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	94,4	94,6	93,7	93,2	96,6	98,3	98,0	97,9	98,4

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

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

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

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

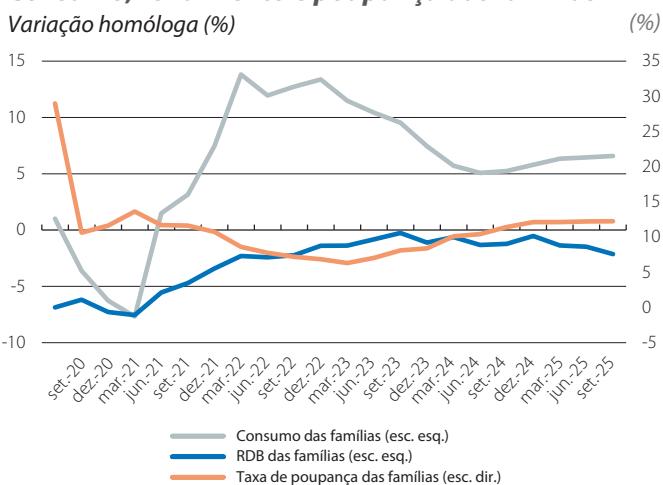
Tendência positiva mantém-se no final do ano

Os indicadores de atividade recentes apontam para dinamismo na viragem do ano, apesar do crescimento ligeiramente mais brando. Considerando os três primeiros trimestres (1T 2025-3T 2025), o PIB real cresceu 1,9% (-0,1 p. p. face ao período homólogo anterior), motivado pela desaceleração significativa das exportações e aceleração das importações. Por outro lado, o consumo privado continuou a contribuir para a robustez da atividade, tendo acelerado para 3,8% (+1,2 p. p. face ao período homólogo anterior), impulsionado, entre outros fatores, pelo mercado de trabalho sólido e pela redução das taxas de IRS em agosto e setembro (com efeitos retroativos). Na ótica do rendimento, e em termos nominais, a economia continua a refletir capacidade líquida de financiamento, ou seja, o conjunto dos setores institucionais continua a gerar mais rendimento do que o montante que gasta e investe (em média, nos três primeiros trimestres de 2025, a capacidade foi de 2,6% do PIB, -0,9 p. p. que no período homólogo). No caso das famílias, o seu rendimento continua a crescer de forma sustentada, embora evidencie sinais de abrandamento. Em média, o respetivo rendimento disponível bruto (RDB) cresceu 7,6% em termos homólogos no ano terminado no 3T 2025 (-1,3 p. p. face ao verificado no ano anterior). Por sua vez, o consumo privado e a poupança mostraram uma aceleração moderada, motivados pela robustez no emprego e pelo crescimento dos salários. O consumo aumentou em média 6,6% (+1,4 p. p. homólogo) e a taxa de poupança média encontra-se nos 12,5% (+0,9 p. p.).

Habitação valoriza fortemente. Com os dados do Índice de Preços da Habitação (IPH) do 3T 2025, observou-se uma valorização homóloga de 17,7%, que situa a valorização média da habitação nos últimos quatro trimestres em 15,7%. O último dado prolonga a tendência que já vinha dos dois trimestres anteriores de uma evolução trimestral dos preços muito forte, acima dos 4%. O 3T é também o quarto trimestre consecutivo em que o número de transações supera as 40 mil (42,4 mil, +3,8% face ao homólogo embora -1% face ao trimestre anterior). O preço médio das casas transacionadas situa-se agora nos 247,1 mil euros. De acordo com os dados da avaliação bancária, as valorizações mais fortes da mediana (valor/m²) são das habitações na Península de Setúbal, Médio Tejo e Lezíria do Tejo. Ou seja, valorizações mais fortes numa coroa cada vez mais alargada em torno da A.M. Lisboa.

Em outubro e em termos acumulados no ano, a balança corrente portuguesa registou um excedente de 5.253,6 milhões de euros (i.e. 2,1% do PIB), o que equivale a uma redução de 23,4% face ao excedente registado nos primeiros 10 meses de 2024. Esta evolução justifica-se pelo défice da balança de bens, que se agravou em 3.472 milhões de euros face ao homólogo, motivado pelo aumento das importações (+2.933 milhões de euros) e diminuição das exportações (-539 milhões de euros). Por outro lado, o excedente da balança de serviços aumentou 1.742 milhões de euros face a outubro de 2024, justificado essencialmente pelo aumento das exportações de serviços de viagens e turismo (+1.314 milhões de euros homólogo).

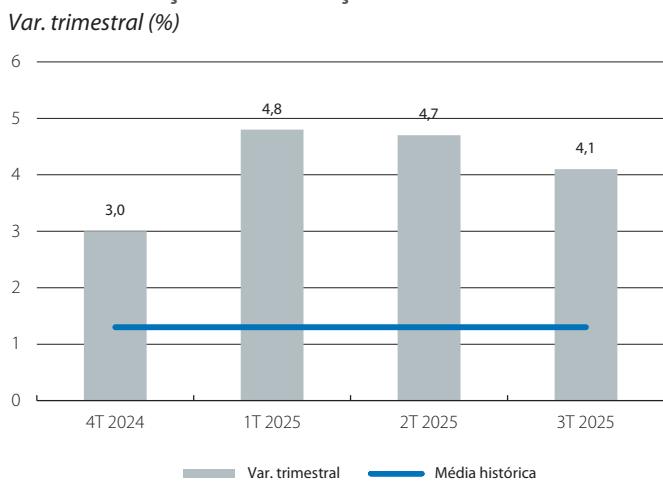
Consumo, rendimento e poupança das famílias



Nota: São utilizadas médias móveis dos 4 trimestres anteriores para cada indicador.

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

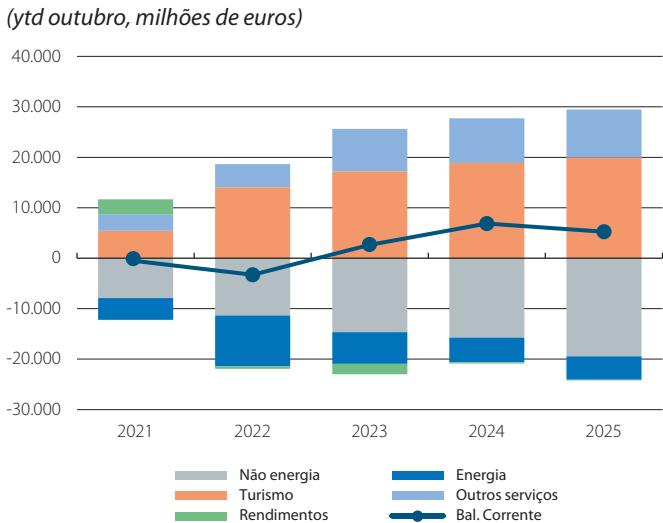
Índice de Preços da Habitação



Nota: Média histórica refere-se à média das valorizações trimestrais da série do IPH até ao 4T 2024.

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

Portugal: balança corrente



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

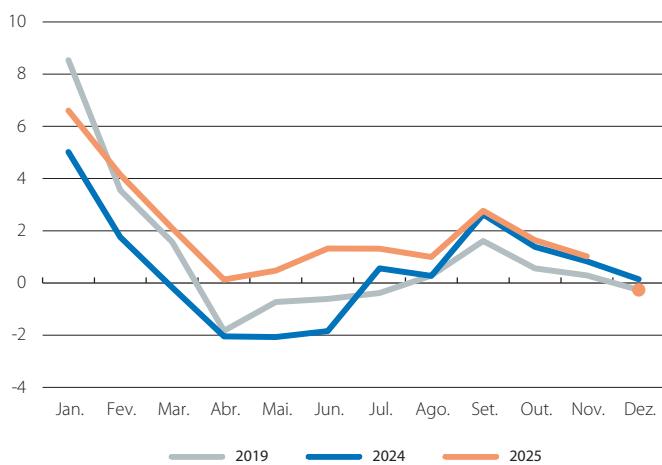
A execução orçamental ao longo de 2025 parece apontar para mais um ano com surpresas positivas. Os dados até ao 3T (em contabilidade nacional) e até novembro (em contabilidade pública) revelam o mesmo padrão: a receita fiscal e as contribuições para a Segurança Social são os principais motores de crescimento da receita (a título de exemplo, explicam 82% do aumento da receita até novembro), enquanto as prestações sociais e as despesas com pessoal são as rubricas que mais têm exercido pressão sobre a despesa pública (ou seja, o equivalente a 60% até novembro). Assim sendo, os dados na ótica oficial apontam para um excedente de 2,0% do PIB até ao 3T, ao mesmo tempo a execução orçamental até novembro (em contabilidade pública) revela um excedente de 1,0% do PIB. Perante este cenário, e considerando a diferença entre óticas estimada pelo Governo no Orçamento de Estado para 2026, o saldo orçamental deverá ficar ligeiramente acima da última estimativa do Governo (de 0,3% do PIB).

Inflação média de 2025 nos 2,3%. Com o registo do IPC global nos 2,2% no mês dezembro, 2025 fecha com uma inflação média de 2,3%. A manutenção da inflação global não foi acompanhada pela inflação subjacente, que aumentou ligeiramente – os preços aumentaram 2,1% homólogo (2,0% em novembro). Embora se tenha confirmado o abrandamento da inflação média em 2025, este foi menor do que inicialmente esperávamos, sobretudo devido à persistência da inflação dos serviços e do incremento acima do esperado nos preços dos produtos alimentares não transformados. Olhando já para 2026, a nossa previsão atual para o IPC global é de 2,1%, já muito perto do valor objetivo e, portanto, mantendo a tendência de desinflação de 2025. Na frente energética, vislumbramos o apoio à desinflação assente num preço médio do brent inferior ao registado em 2025 e, na vertente alimentar, a elevada produção e reservas de cereais também devem apoiar algum alívio nos produtos alimentares transformados.

O rácio de crédito em incumprimento manteve-se inalterado no 3T num mínimo histórico. De facto, o rácio de NPLs no 3T manteve-se nos 2,3% pelo terceiro trimestre consecutivo, com o montante de empréstimos *non-performing* a reduzir em cerca de 133 milhões de euros face ao trimestre anterior. O rácio relativo ao crédito à habitação diminuiu ligeiramente (-0,1 p. p., para 1,0%), enquanto no caso das SNF diminuiu 0,2 p. p., para 3,8%. No caso do crédito ao consumo & outros fins, o rácio de NPLs manteve-se inalterado nos 6,1%. Em todos os casos, o rácio de NPLs registou um mínimo histórico. Entretanto, a carteira de crédito ao setor privado não financeiro continua a evoluir de forma muito dinâmica: a carteira aumentou 6,5% homólogo em novembro, com um crescimento assinalável da carteira de crédito à habitação (8,9%) para um nível máximo não visto desde o início da série (dezembro 2014). A carteira de crédito das SNF também acelerou para 2,8% (face a 2,6% em outubro). Ao mesmo tempo, os depósitos voltaram a bater um novo máximo histórico em novembro, quer no caso das SNF, quer no caso dos particulares: no primeiro caso, o aumento foi de quase 11% homólogo, enquanto nos particulares o aumento foi de 4,3%; neste último caso, destaca-se o crescimento expressivo dos depósitos à ordem, com um aumento em cadeia de quase 2.000 milhões de euros.

Execução Orçamental (contabilidade pública)

(% PIB)

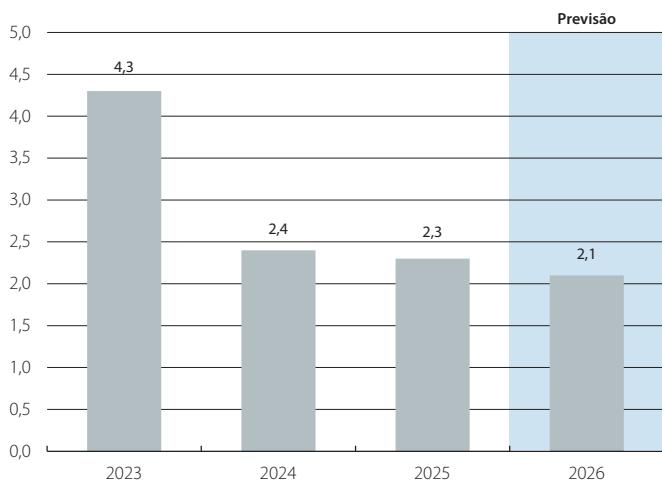


Nota: O ponto representa a estimativa do Governo para o final do ano.

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

IPC Global

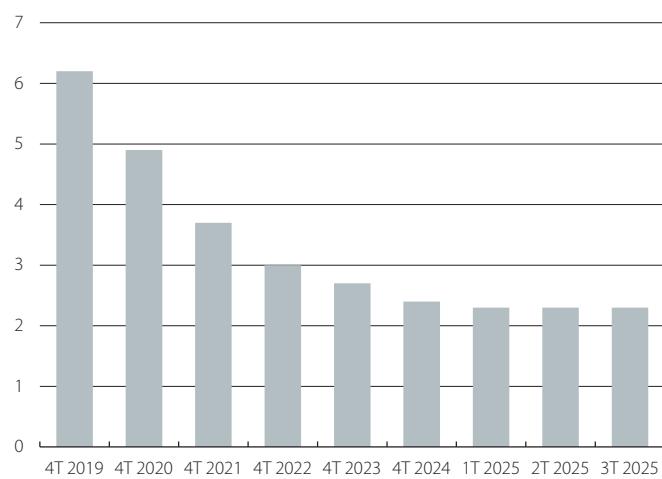
Var. média anual (%)



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

Non-Performance Loans (Total)

(% do total de empréstimos)



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

Balança tecnológica melhora, mas ainda revela grande dependência tecnológica do exterior

A balança tecnológica agrupa componentes da balança de pagamentos relacionadas com transações comerciais que envolvam trocas de tecnologia entre países, abarcando transações relacionadas com a utilização de patentes, licenças, marcas registadas, design, *know-how* e serviços técnicos (incluindo assistência técnica), I&D industrial, entre outros, funcionando como um indicador da capacidade e competitividade internacional tecnológica de um país.

Nos primeiros 9 meses de 2025, o saldo da balança tecnológica era de 1.854 milhões de euros (praticamente 3 vezes mais do que em 2019), os recebimentos atingiram 4.885 milhões de euros (77% acima do nível de 2019) e os pagamentos fixaram-se em 3.031 milhões (34% mais do que em 2019).

Nos pós-pandemia, a balança tecnológica ganhou importância na balança de pagamentos, com o respetivo saldo a representar 27,5% da balança de pagamentos, 45% da balança corrente e cerca de 39% da balança de bens e serviços. Para tal contribuiu o facto de as exportações dos bens e serviços incluídos na balança tecnológica estarem a crescer a um ritmo muito mais forte do que o da balança de bens e serviços como um todo e que se traduziu na duplicação do peso dos recebimentos obtidos em transações de ativos tecnológicos no total da balança de bens e serviços. O movimento observado nas importações foi idêntico, mas menos acentuado.

O detalhe relativamente ao que é contabilizado nesta balança é bastante limitado, restringindo-se a três componentes: i) direitos de aquisição/utilização patentes e marcas; ii) serviços de assistência técnica; e iii) outros serviços de natureza técnica.¹

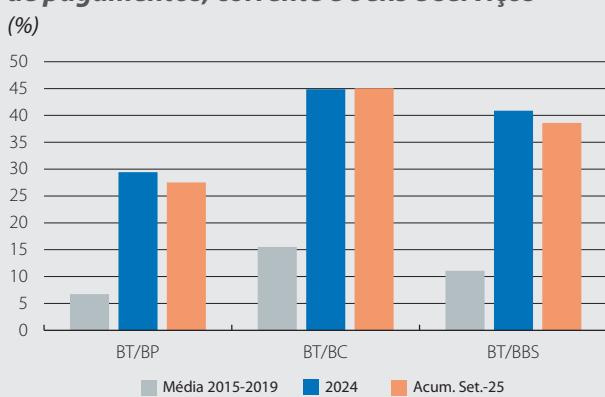
A estrutura das exportações dos ativos tecnológicos exportados alterou-se nos últimos 15 anos, com os outros serviços de natureza técnica a ganharem peso. Por seu lado, as vendas de serviços de assistência técnica perderam importância e as vendas de patentes são insignificantes, refletindo o facto de Portugal se encontrar entre os países europeus com menor registo de número de inventores e requerentes de patenteamento.

1. i) Direitos de aquisição/utilização patentes e marcas incluem transações relacionadas com propriedade intelectual como patentes, melhorias em produtos ou processos, marcas, licenciamento de tecnologia, direitos de utilização de marcas e *know-how* comercial, desenho industrial, direitos sobre denominações de origem.

ii) Serviços de assistência técnica incluem consultoria técnica, engenharia e arquitetura, manutenção e reparação especializada, instalação e calibração, formação técnica.

iii) Outros serviços de natureza técnica incluem serviços de informática e telecomunicações, serviços de investigação e desenvolvimento (I&D), serviços de metrologia e certificação, consultoria em inovação e transferência tecnológica.

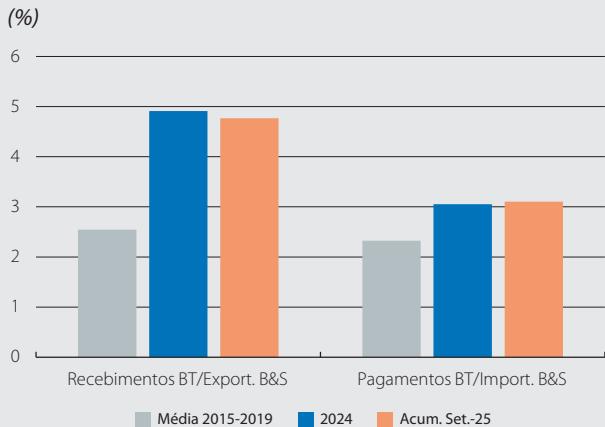
Peso da balança tecnológica nas balanças de pagamentos, corrente e bens e serviços (%)



Nota: BT (balança tecnológica); BP (balança de pagamentos); BC (balança corrente); BBS (balança de bens e serviços).

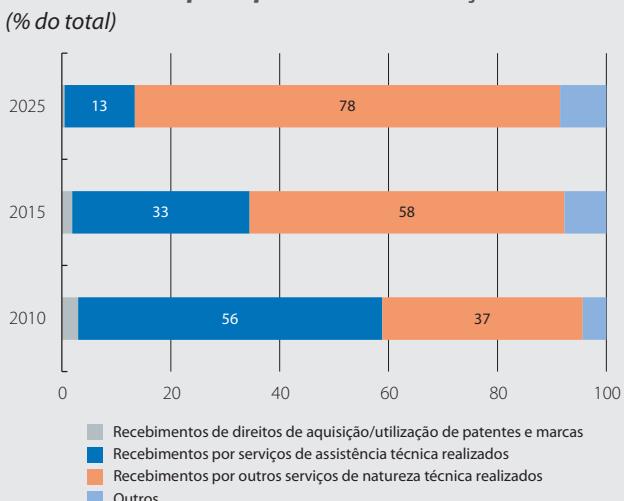
Fonte: BPI Research, com base nos dados do Banco de Portugal.

Peso dos recebimentos e pagamentos nas exportações e importações de B&S (%)



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

Recebimentos por tipo de ativo/serviço (% do total)



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

Nas importações, as de outros serviços de natureza técnica também são predominantes, contudo a estrutura é mais diversificada, com as aquisições de ativos de propriedade intelectual e outros serviços de assistência técnica a representarem cerca de 20%, respetivamente.

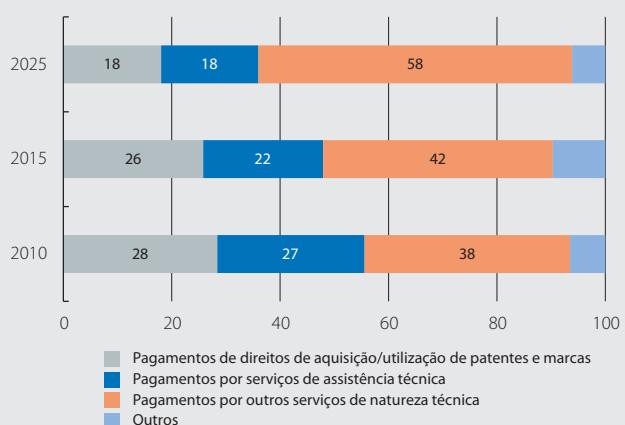
Apesar do crescimento mais forte das exportações do que das importações de ativos tecnológicos, Portugal continua muito dependente da importação de conhecimento e outros ativos tecnológicos, o que poderá ser um fator condicionador de ganhos de competitividade no longo prazo. De facto, em 2024, as aquisições ao exterior de ativos tecnológicos ainda representavam 77,6% da despesa em I&D do país, (72,8% em média entre 2015-2019).

A comparação com outros países é limitada, pelo que como proxy utilizámos dados disponíveis no Eurostat para o comércio internacional de serviços de investigação e desenvolvimento, serviços técnicos relacionados com o comércio e outros serviços empresariais e transações de ativos de propriedade intelectual. Os dados indicam que o saldo nas trocas comerciais destes três serviços² em percentagem do PIB é ainda muito baixo comparativamente a outros países da Zona Euro (0,1% do PIB, que compara com 0,4% em Espanha, 0,2% na Alemanha e 0,3% em França), apresentando, no entanto, nestes serviços uma evolução moderadamente favorável, mas que precisa de ser acelerada, naquele a que podemos chamar índice de dependência externa na área da tecnologia, sugerindo alguns ganhos de produção tecnológica internamente, com o respetivo rácio a reduzir-se cerca de 16 p. p. entre 2019 e 2024.

Teresa Gil Pinheiro

Pagamentos por tipo de ativo/serviço

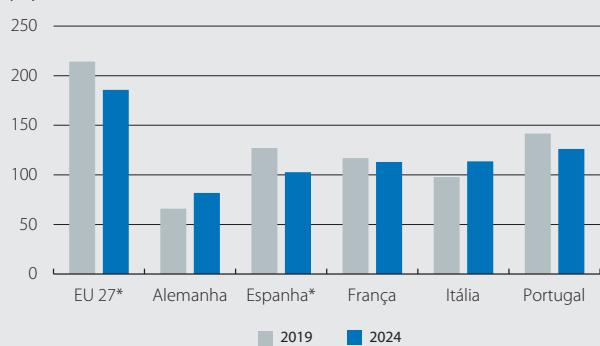
(% do total)



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

Pagamentos de serviços I&D, técnicos e propriedade intelectual, em % da despesa em I&D

(%)



Nota: * Dados relativos a 2023.

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

2. Comparando os dados publicados no Eurostat relativos às trocas comerciais destes tipos de serviços com os dados publicados pelo Banco de Portugal para a balança tecnológica conclui-se que nem todas estas transações são consideradas na balança tecnológica.

Portugal tem sido atrativo para o investimento estrangeiro, mas existe terreno para novos desenvolvimentos

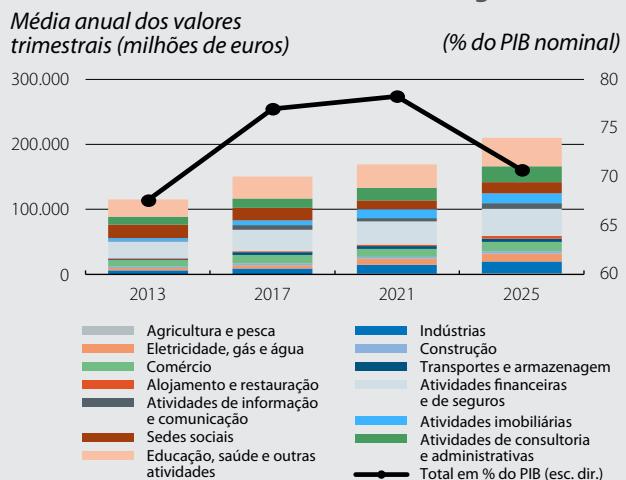
O investimento direto estrangeiro (IDE) tem a capacidade de impulsionar a economia, ao fomentar a diversificação do financiamento e a transferência de inovação e conhecimento provenientes de países mais avançados ou especializados em termos tecnológicos, aumentando potencialmente o PIB e o emprego. Nos últimos anos, o stock de IDE tem apresentado uma trajetória positiva em Portugal, alcançando uma média de 210,2 mil milhões de euros no período 4T 2024-3T 2025 (+5,6% e +32,4% face aos anos de 2023 e 2019, respetivamente), o que reflete a capacidade de atrair investidores para aumentar a competitividade e tornar as cadeias de valor mais eficientes. Todavia, verificamos que a evolução do seu peso no PIB não tem sido tão expressiva: entre 2013 e 2021 este peso aumentou 10 p. p., de cerca de 68% para 78%; mas a partir de 2021 recuou, voltando a níveis ligeiramente inferiores a 70%. Tal pode à partida parecer um comportamento menos favorável, porém, numa perspetiva mais lata podemos afirmar que a economia tem conseguido crescer por várias vias sem necessitar de depender sistematicamente de capital estrangeiro (ver primeiro gráfico).

Dinâmicas setoriais no IDE (excluindo a parcela destinada a investimento imobiliário por não residentes)

Excluindo a educação, saúde e outras atividades,¹ a parcela mais relevante do stock tem sido historicamente investida no setor financeiro, que no período 4T 2024-3T 2025 apresentou uma média de 40,7 mil milhões (19% do total, embora a sua proporção tenha vindo a diminuir), beneficiando da estabilidade regulatória e da entrada de capital espanhol na banca portuguesa (por estabelecimento de atividade ou aquisições, sendo importante referir o facto de que Espanha é a principal origem do IDE). Também se destacam as atividades de consultoria e administrativas (25,0 mil milhões ou 12% do total) e as indústrias (17,7 mil milhões ou 8% do total). Face ao período pré-pandemia (ver segundo gráfico), evidencia-se a variação observada na agricultura e pesca (+168,8% desde 2019), que apesar da sua baixa representatividade de 1%, tem beneficiado dos fundos NGEU e do plano estratégico da PAC, da procura por produtos agroalimentares sustentáveis ou protegidos por propriedade intelectual (denominação de origem protegida e indicação geográfica protegida – DOP e IGP) e do desenvolvimento de máquinas e equipamentos mais eficientes. Também o setor da eletricidade, gás e água (+103%) tem ganho relevância, suportado em parte pelo alinhamento europeu com a meta de neutralidade carbónica até 2050

1. A educação, saúde e outras atividades representam 43,5 mil milhões de euros em média no período 3T 2024-2T 2025, o que corresponde a cerca de 21% do total investido nesse período, não tendo recebido muita atenção devido à rubrica englobar vários setores/subsetores de atividade e não permitir uma análise isolada.

Stocks de investimento direto estrangeiro

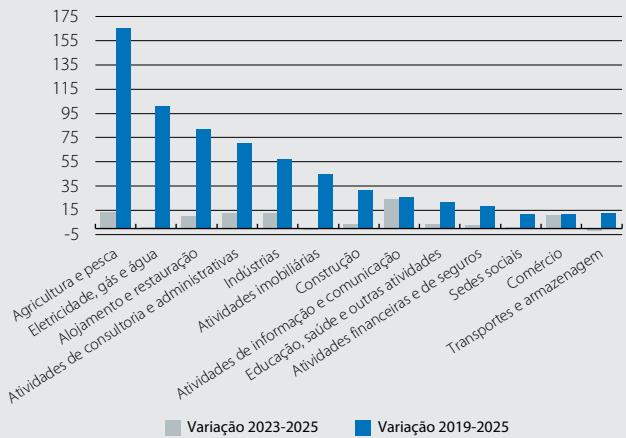


Nota: O stock de 2025 corresponde à média dos últimos 4 trimestres disponíveis (4T 2024-3T 2025). Os valores totais de IDE considerados neste artigo consistem na soma dos valores correspondentes a cada setor de atividade, sendo que o Banco de Portugal divulga uma série que representa o total mas não corresponde exatamente à soma dos setores, cuja diferença resulta dos montantes não alocados, maioritariamente associados a investimento imobiliário por não residentes.

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

Stocks de investimento direto estrangeiro

Taxa de variação acumulada (%)



Nota: O stock de 2025 corresponde à média dos últimos 4 trimestres disponíveis (4T 2024-3T 2025).

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

(implícita no Acordo de Paris e no *Green Deal*) e pela aposta na transição energética (apoizada por programas como o *InvestEU*); e ainda o alojamento e restauração (+80,7%), que acompanhou a recuperação do turismo depois da pandemia. Mais recentemente, as atividades de informação e comunicação foram o setor cujo stock de IDE mais subiu (+28,1% desde 2023), motivadas pela aposta crescente em serviços tecnológicos e pela relativa atratividade de Portugal como plataforma estratégica na Europa para a transformação tecnológica e centros de dados.² Por exemplo, os

2. Destaca-se o investimento anunciado pela Microsoft de aproximadamente 10 mil milhões de dólares numa «gigafábrica» em Sines, que prevê a instalação de mais de 12 mil placas gráficas de última geração da Nvidia.

serviços de TI e software são o segmento com o maior nº de projetos de IDE em Portugal e a sua proporção no total de projetos consiste em aproximadamente o dobro da média europeia (29,1% vs. 14,6%),³ impulsionados por algumas estratégias fomentadas pelo governo que têm contribuído para priorizar a digitalização estrutural e os esforços para desenvolver a inteligência artificial (IA), como o Plano de Ação para a Transição Digital e o *AI Portugal 2030*.

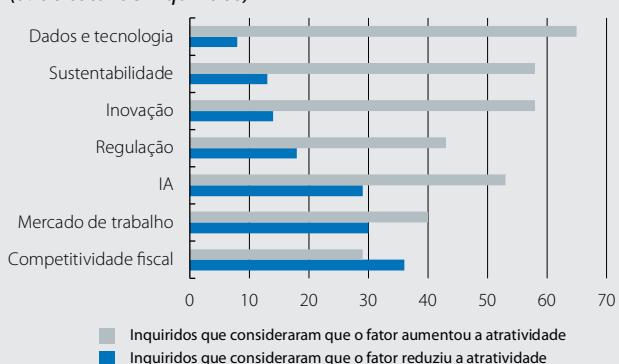
Vale ressalvar que o *stock* de IDE alocado a investimento imobiliário (não contabilizado nesta análise), tem vindo a aumentar consistentemente desde 2008 e de forma mais acentuada nos últimos anos, atingindo 37,7 mil milhões de euros no 3T 2025 e tornando-se relevante neste contexto (15% do total setorial considerando também este montante, comparativamente a 11% no 4T 2019). A análise destes fluxos, por origem e comparação com outras geografias, ficará para um próximo artigo.

Riscos e pontos de melhoria

O desempenho positivo no IDE tem contribuído para ganhos de competitividade em alguns setores, mas persistem certos riscos e pontos de melhoria, ligados à incerteza geopolítica e comercial acrescida nos mercados internacionais e ao facto de Portugal ainda estar a consolidar a sua dotação de inovação e empreendedorismo. Apesar da perspetiva genérica positiva em linha com os dados oficiais analisados anteriormente neste artigo, o *EY Attractiveness Survey* sublinha que Portugal caiu de 7º para 9º lugar no ranking europeu de atratividade para investimento e o nº de projetos financiados por IDE desceu, em parte influenciados sistematicamente pelo declínio da confiança dos investidores institucionais externos na Europa via crescimento mais lento e instabilidade política. Em resultado, a proporção de empresas que planeia estabelecer ou expandir operações em Portugal caiu para 60% em 2025 (-24 p. p. face ao ano anterior), o que pode condicionar a captação futura de investidores.⁴

Através do terceiro gráfico podemos notar os principais fatores que, na ótica dos decisores empresariais inquiridos, mais contribuiram para reduzir a atratividade de Portugal: a competitividade fiscal e o mercado de trabalho, de acordo com 36% e 30% dos inquiridos pela EY, respetivamente. Isto indica que muitas empresas internacionais entendem que o país necessita de uma reforma fiscal mais significativa do que a que tem sido implementada para estabelecerem ou expandirem as suas atividades (por exemplo, apesar da descida do IRC, a taxa de imposto combinada sobre os rendimentos empresariais é de 30,5% em Portugal, sendo a terceira mais alta da OCDE, que apresenta uma média de 24,2%); assim como uma política que mantenha o emprego

Inquérito sobre os fatores que afetaram a atratividade de Portugal para IDE em 2025 (% do total de inquiridos)



Nota: Inquérito realizado numa amostra de 200 decisores internacionais envolvidos nas decisões da sua organização sobre estabelecer ou expandir operações no país.

Fonte: BPI Research, com base no EY Portugal Attractiveness Survey de 2025.

dinâmico e reduza a escassez de profissionais qualificados em áreas-chave como a energia, fazendo com que a economia laboral transite de um modelo baseado na eficiência de custos (e suportado pelo recente crescimento da imigração) para um focado no valor acrescentado a longo prazo. Por outro lado, a tecnologia, a sustentabilidade e a inovação são os aspetos percecionados como os que mais aumentaram a atratividade para IDE, traduzindo o desenvolvimento do hub tecnológico nacional nos últimos anos,⁵ e a liderança na transição energética pela exploração de fontes renováveis.⁶

Resumidamente, Portugal continua capaz de atrair IDE, cujo montante aumentou em termos absolutos e se tem ancorado em setores como a eletricidade/energia e as atividades de informação e comunicação, através da liderança em matéria de sustentabilidade e do desenvolvimento tecnológico. No entanto, os sinais recentes de desaceleração no nº de projetos evidenciam que pode haver espaço para alterações estruturais, sobretudo em termos de impostos e da especialização do emprego, fatores que permanecem como entraves à captação de fundos internacionais segundo as perspetivas de uma amostra relativamente abrangente de empresas. Para além de se promoverem os aspetos em que Portugal já apresenta uma vantagem competitiva, o caminho passará por priorizar a orientação de recursos para segmentos de alto valor acrescentado e avançar com reformas que incentivem a reindustrialização, a flexibilização fiscal e o reforço da mão-de-obra intensiva em conhecimento.

Tiago Miguel Pereira

3. Ver EY Portugal Attractiveness Survey: https://www.ey.com/pt_pt/foreign-direct-investment-surveys/ey-attractiveness-survey-portugal-2025

4. Pese embora as limitações do estudo efetuado pela EY, que se baseia em inquéritos condicionados pela dimensão da amostra e não em estatísticas oficiais.

5. Que também tem sido apoiado pela realização anual do Web Summit em Lisboa.

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

Caracterização do parque hoteleiro português

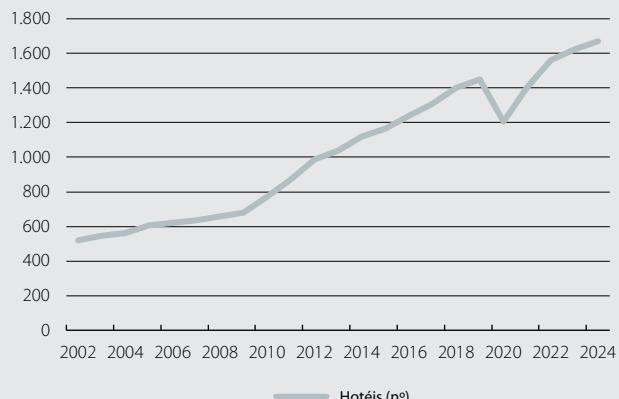
A oferta de alojamento turístico desempenha um papel central na consolidação do país como um destino competitivo e atrativo no panorama internacional. A expansão da oferta que tem ocorrido não se traduz apenas em capacidade; representa um motor para o desenvolvimento económico e social, gerando emprego, estimulando investimentos e promovendo a valorização das regiões menos urbanizadas. Compreender a estrutura e a evolução desta oferta é, portanto, fundamental para caracterizar o setor.

Concretizemos então em números a expansão da oferta. De acordo com o INE existiam no final de 2024 8.173 estabelecimentos de alojamento turístico (EAT),¹ destes, 1.670 são Hotéis (que mais do que triplicaram face aos primeiros anos deste século, como podemos ver no primeiro gráfico). Também nesse ano, a capacidade instalada em número de quartos ascendia a 215.490 e apesar da Hotelaria² predominar, o Alojamento Local (AL) representava já quase 20% da oferta.

Não obstante a representatividade do AL ao nível dos quartos, quando atentamos aos proveitos totais em EAT os Hotéis têm um peso ainda mais significativo (68%), potenciado também pela possibilidade do cross-selling que este tipo de infraestrutura permite (outras atividades, serviços de SPA, bar, refeições, etc). Falando somente de Hotéis, a maior fatia dos proveitos é gerada em hotéis de 4 estrelas (43%), mas com a tipologia 5 estrelas bastante próximo (38%), mesmo que os hotéis de 4 estrelas em número sejam quase 4 vezes superiores (616 vs. 176 de 5 estrelas).

Evolução do número de hotéis

Número

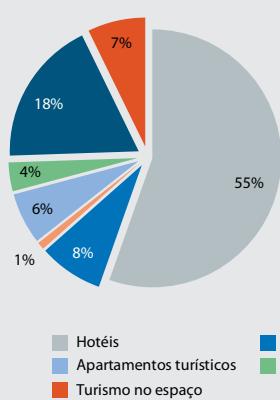


Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE (Inquérito à permanência de hóspedes na hotelaria e outros alojamentos).

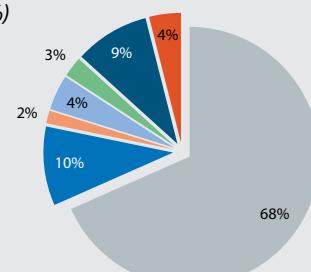
Por outro lado, nos últimos anos³ o número hotéis de 5 estrelas tem crescido mais (+54%) do que os de 4 (+37%) e 3 (+26%), sinalizando uma orientação para segmentos mais altos.

Em termos de distribuição pelo território, no final de 2024 a região Norte é a que regista a maior percentagem do total dos hotéis 28,1% (14,7% apenas na AM Porto), seguida do Centro (22,5%), AM Lisboa (22,2%), Algarve (10,5%), Alentejo (6,3%), RA Madeira (5,6%) e por fim RA Açores (4,9%). De facto, entre 2017 e 2024 o Norte foi a região

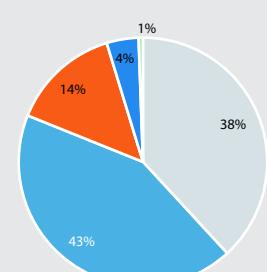
Distribuição de quartos por tipo de EAT
(%)



Proveitos totais por tipo de EAT
(%)



Repartição dos proveitos totais por tipo de hotel
(%)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE (Inquérito à permanência de hóspedes na hotelaria e outros alojamentos).

1. EAT incluem Hotéis, Hotéis-apartamentos, Pousadas/Quintas da Madeira, Apartamentos turísticos, Aldeamentos turísticos, Alojamento local, Turismo no espaço rural e de habitação.

2. Hotelaria inclui: Hotéis, Hotéis-apartamentos, Pousadas/Quintas da Madeira, Apartamentos turísticos, Aldeamentos turísticos.

3. Entre 2017 e 2024.

onde o número de hotéis proporcionalmente mais aumentou (+44%),⁴ seguida pela AM Lisboa (+37%), região Centro (+19%), Algarve (+18,2%), RA Acores (+14,1%), Alentejo (+11,6%) e RA Madeira (+10,7%).

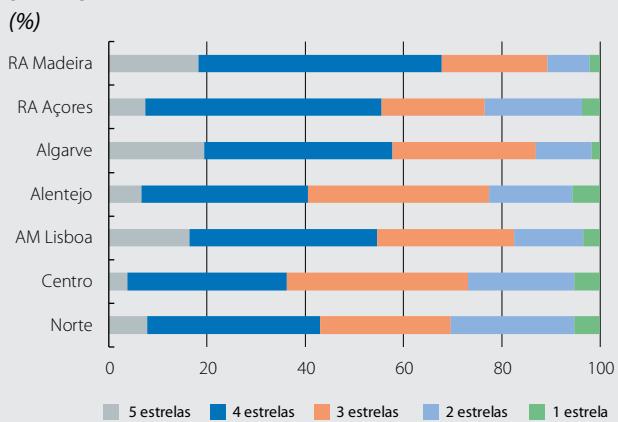
Apesar de ser a região com maior número de hotéis, o facto de o Norte ter registado o maior aumento de hotéis figura-se positivo na medida em que o Norte é também a região com menor capacidade de alojamento nos EAT,⁵ medido pelo indicador de camas por 1.000 habitantes (25 camas por 1000 habitantes). Ou seja, a oferta e o investimento dão sinais de orientação para uma região de intensidade turística ainda relativamente baixa, diversificando-se. Nesta matéria existe uma grande assimetria entre regiões – o Algarve apresenta um rácio de camas por 1000 habitantes (274) mais de 10 vezes superior à região Norte, um valor claramente indicativo de pressão turística em virtude também da sazonalidade, com potencial de impacto nas infraestruturas de saúde e transportes, nos preços da habitação, sustentabilidade ambiental, etc.

Por tipologia, o Algarve é a região em que o parque hoteleiro tem maior proporção de hotéis de 5 estrelas, 19%, seguida de perto pela RA Madeira (18%). Por sua vez a RA Madeira é a região que destacadamente apresenta a maior proporção do seu parque hoteleiro com hotéis de segmento mais alto (4 e 5 estrelas), concretamente, 68%. Como contraponto disto a zona Centro é a que apresenta uma maior proporção de hotéis de segmento mais baixo (3 estrelas ou inferior), 64%.

O que podemos esperar acerca da evolução do parque hoteleiro no futuro próximo? Para tentar responder a esta pergunta recorremos a dados quer do Turismo de Portugal (TdP)⁶ quer da Lodging Econometrics.⁷ De acordo com os dados TdP, os hotéis a abrir num futuro próximo cifram-se em 76 unidades, às quais correspondem 4.268 quartos e 8.154 camas. O número de hotéis de 4 e 5 estrelas são equiparados (24 e 22, respetivamente) e representam 61% dos novos hotéis (71% das novas camas), o que parece reafirmar a orientação para segmentos mais altos. Já a Lodging Econometrics indica que Portugal é o quinto país europeu com mais projetos hoteleiros em *pipeline*⁸ – 111 projetos – e Lisboa como a terceira cidade com maior *pipeline* – 37 projetos, atrás apenas de Londres e Istambul.

Tomando então como referência o *pipeline* de quartos do TdP, a concretização destes hotéis traduzir-se-ia num aumento total de capacidade de alojamento nos EAT de

Distribuição do parque hoteleiro por região (2024)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE (Inquérito à permanência de hóspedes na hotelaria e outros alojamentos).

Pipeline de novos hotéis

	1 estrela	2 estrelas	3 estrelas	4 estrelas	5 estrelas	Total
Nº hotéis	4	8	18	24	22	76
Nº camas	125	457	1.755	3248	2.569	8.154
Nº quartos	89	232	1.017	1.672	1.258	4.268

Fonte: BPI Research, com base nos dados do Turismo de Portugal (Projetos de Empreendimentos Turísticos com Parecer Favorável do TdP e com data de despacho em 2024 e 2025 (até Novembro).

2% (e de 3,6% da capacidade de alojamento dos Hotéis). O posicionamento forte do país na expansão da oferta europeia do setor indica que os investidores continuam a perspetivar um crescimento sólido da procura de turismo no nosso território. É importante que a expansão da oferta acompanhe as tendências globais e responda às exigências de um turista cada vez mais informado e exigente. A nova oferta deve ser variada, refletir a riqueza cultural e geográfica do território, mas também não deve ser descrita a necessidade de infraestruturas que a acompanhem para que a evolução do setor não seja conflituante com a vida dos residentes.

Tiago Belejo Correia

4. Excluindo a AM Porto o incremento de hotéis na região Norte foi de 27%, o aumento de hotéis exclusivamente na AM Porto foi de +64%.

5. Seguido do Centro (30,5) AM Lisboa (34,7), Alentejo (42,2), AR Acores (82,4), RA Madeira (161,3) e Algarve (274,2).

6. Analisámos os dados dos Projetos de Empreendimentos Turísticos com Parecer Favorável do TdP e com data de despacho em 2024 e 2025.

7. Q2 2025 Hotel Construction Pipeline Trend Report for Europe.

8. Os primeiros quatro são o Reino Unido (282 projetos); a Alemanha (157 projetos), a Turquia (138 projetos) e a França (118 projetos).

Indicadores de atividade e emprego

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

	2023	2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	10/25	11/25	12/25
Índice coincidente para a atividade	3,9	2,0	1,8	1,8	2,0	...	2,2	2,3	...
Indústria									
Índice de produção industrial	-3,1	0,8	-2,3	1,2	2,8	...	-0,5	0,3	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-7,4	-6,2	-5,1	-4,8	-3,4	-2,8	-3,7	-2,6	-2,0
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	7,5	6,5	39,8	19,4	55,0	...	29,4	...	...
Compra e venda de habitações	-18,7	14,5	25,0	15,5	3,8	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária)	9,1	8,5	15,8	17,4	18,2	...	17,7	18,4	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	19,0	6,3	4,6	4,0	2,6	...	2,6	2,1	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	7,7	5,6	12,5	6,6	12,9	8,4	10,7	7,8	6,6
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	1,1	3,3	4,5	4,8	5,4	...	4,3	6,4	...
Indicador coincidente do consumo privado	3,1	2,8	3,8	3,5	3,1	...	3,0	3,0	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-28,7	-18,0	-15,5	-17,9	-16,2	-15,2	-15,9	-15,2	-14,5
Mercado de trabalho									
População empregada	2,3	1,2	2,4	2,9	3,7	...	3,4	...	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,5	6,4	6,6	5,9	5,8	...	5,9	...	...
PIB	3,1	2,1	1,7	1,8	2,4	...	-	-	-

Preços

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

	2023	2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	10/25	11/25	12/25
Inflação global	4,4	2,4	2,3	2,2	2,6	2,2	2,3	2,2	2,2
Inflação subjacente	5,1	2,5	2,3	2,3	2,3	2,1	2,1	2,0	2,1

Setor externo

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

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

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2023	2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	10/25	11/25	12/25
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	-2,3	7,5	6,5	5,4	6,3	...	6,1	5,9	...
À ordem	-18,5	-0,3	5,0	5,1	8,6	...	8,1	7,9	...
A prazo e com pré-aviso	22,2	15,3	7,8	5,8	4,3	...	4,4	4,1	...
Depósitos das Adm. Públicas	-12,4	26,7	29,3	39,6	-0,5	...	15,6	16,9	...
TOTAL	-2,6	7,9	7,1	6,4	6,1	...	6,4	6,2	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	-1,5	1,9	3,3	4,9	5,8	...	6,2	6,5	...
Empresas não financeiras	-2,1	-1,0	0,1	2,2	2,5	...	2,6	2,8	...
Famílias - habitação	-1,5	3,0	4,9	6,4	8,0	...	8,4	8,9	...
Famílias - outros fins	0,2	5,4	5,7	6,6	6,9	...	7,1	7,1	...
Administrações Públicas	-5,5	0,6	-8,0	3,8	4,8	...	5,7	5,3	...
TOTAL	-1,7	1,9	2,9	4,9	5,8	...	6,1	6,4	...
Taxa de incumprimento (%)²	2,7	2,4	2,3	2,3	2,3	...	-	-	-

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

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

A economia espanhola resiste à tempestade tarifária

A economia espanhola salva um ano difícil com distinção. A economia espanhola viveu um bom ano de 2025, apesar do complexo contexto internacional em que tem estado a operar, devido, em grande medida, ao conflito tarifário entre os EUA e o resto do mundo. A previsão do consenso para o crescimento do PIB no início de 2025 era de 2,4%, mas a previsão foi revista em alta à medida que o ano avançava para 2,9% em dezembro, em linha com a nossa própria estimativa atual. A confirmar-se esta previsão, a economia espanhola cresceria em 2025 um pouco mais do dobro do que a Zona Euro, cuja previsão, segundo o consenso dos analistas, é de 1,4%. Este bom desempenho explica-se principalmente pela força da procura interna, impulsionada por um mercado de trabalho dinâmico, taxas de juro mais baixas, fluxos migratórios e fundos europeus. Estes fatores mais do que compensaram o impacto negativo do aumento das tarifas sobre as exportações de bens para os EUA.

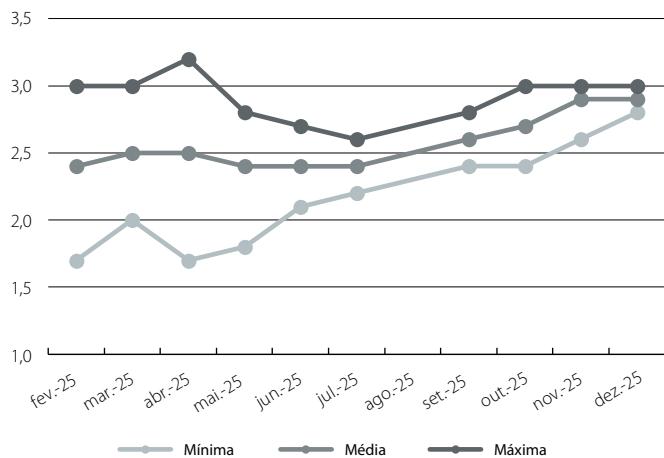
A procura interna é o principal motor do crescimento, mas a procura externa também apresenta nuances interessantes. O crescimento do PIB no 3T 2025 manteve-se inalterado em 2,8% em termos homólogos, na sequência da revisão regular do INE dois meses após a primeira estimativa. Registaram-se ligeiros ajustamentos na repartição do PIB, que reforçaram a diferença entre a contribuição da procura interna e externa. De acordo com os dados atualizados, a procura interna adicionou 3,8 p. p. ao crescimento homólogo do PIB, mais 1 décima de ponto percentual do que na estimativa preliminar, enquanto a procura externa subtraiu 1 p. p., mais 0,2 pontos do que o inicialmente esperado.

O detalhe do PIB mostra uma economia em crescimento apoiada principalmente pelo consumo privado e pelo investimento, com este último a crescer mais de 8% em termos homólogos e com um crescimento notável em todas as suas subcomponentes. Relativamente ao setor externo, as exportações estão a crescer a um bom ritmo de 3,3% em termos homólogos, embora por detrás deste valor esteja um fraco desempenho das exportações de bens, que aumentaram apenas 0,5% em termos anuais, provavelmente afetadas pelas tarifas dos EUA, e um forte desempenho das exportações de serviços, que aumentaram 8,7% em termos homólogos. Não obstante o bom desempenho global das exportações, as importações cresceram ainda mais, 6,8%, o que explica o facto de a procura externa ter sido subtraída ao crescimento do PIB. Esta força das importações não é necessariamente negativa se responder a compras destinadas a estimular o investimento, como parece ser o caso, e, consequentemente, a produtividade do tecido empresarial.

Bom desempenho dos indicadores de atividade no 4T. Quantitativo ao sentimento, a média do PMI composto do 4T situou-se em 55,6, um valor elevado que aponta para um crescimento robusto da economia na parte final do ano e acima da média do trimestre anterior de 54,1. No que respeita aos indicadores de

Espanha: previsão do PIB para 2025 de acordo com o consenso dos analistas

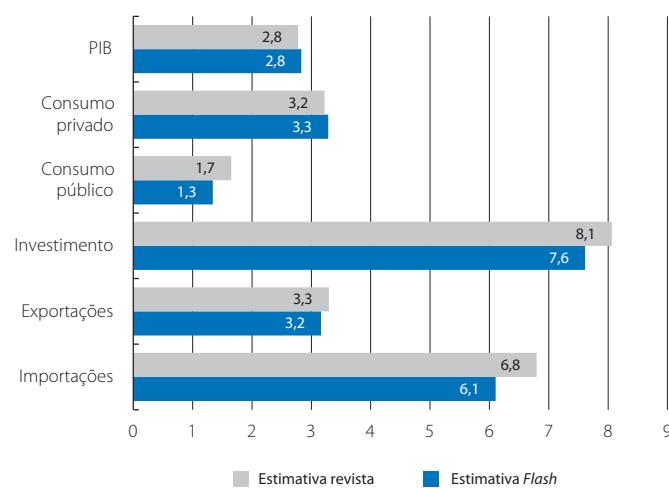
Variação anual (%)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do Consensus Forecast.

Espanha: PIB do 3T 2025 e suas componentes

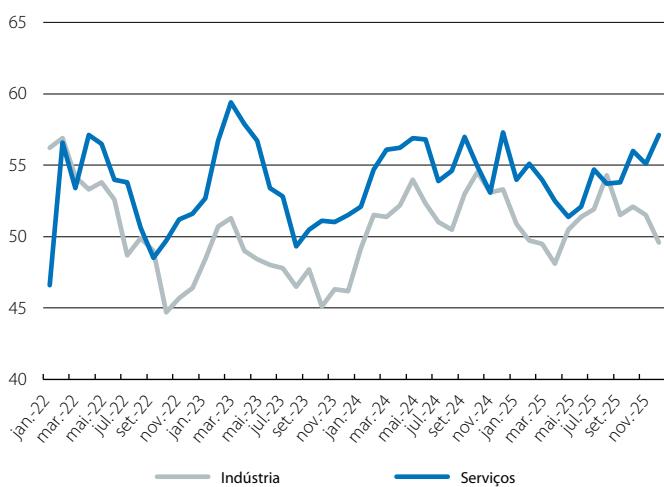
Variação homóloga (%)



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

Espanha: PMI

Nível



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

consumo, as vendas a retalho, em média nos meses de outubro e novembro, cresceram 1,0% face à média do 3T, igualando o recorde do trimestre anterior, e o Monitor de Consumo do CaixaBank Research, em média no 4T, cresceu 3,9% em termos homólogos, acima dos 3,2% do trimestre anterior. Simultaneamente, os números relativos ao emprego mantiveram um bom tom, com um crescimento em cadeia das inscrições de 0,7% em média no 4T, pelo que o crescimento do emprego acelerou em relação ao trimestre anterior, quando cresceu 0,5%. Considerando a informação disponível como um todo, o modelo de nowcasting do CaixaBank Research sugere que o PIB no 4T terá crescido 0,8% em cadeia.

O mercado de trabalho fecha em tom positivo um ano bom.

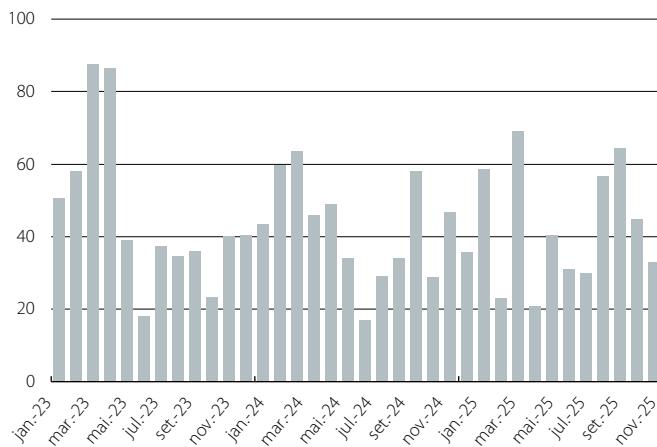
O número médio de inscritos na Segurança Social aumentou em 19.180 trabalhadores em dezembro. Trata-se de um valor modesto, tendo em conta que o aumento médio no biênio 2023-2024 foi de 32.700 pessoas, mas que consolida os bons registos de outubro e novembro. O desempenho do mercado de trabalho em 2025 como um todo foi bastante positivo, fechando o ano com um aumento de 506.451, ligeiramente acima do valor do ano anterior de 502.000. Em termos homólogos, isto representa um crescimento de 2,4%, o mesmo que em 2024.

Primeiros sinais de moderação da taxa de poupança das famílias. No 3T 2025, e numa base acumulada de quatro trimestres, o rácio de poupança diminuiu 0,4 p. p. para 12,3%. Trata-se da primeira queda (descontando a muito pequena queda no 1T 2025) desde o 3T 2022 e talvez assinalle o início de um processo de convergência da taxa de poupança dos seus atuais níveis elevados para níveis mais consentâneos com a sua média histórica de cerca de 8%-9%. A taxa de poupança diminuiu porque a taxa de crescimento do consumo se manteve em 6,2% em termos homólogos (acumulado de quatro trimestres, também), enquanto o do rendimento disponível bruto (RDB) diminuiu 0,5 p. p. em relação ao trimestre anterior, situando-se em 5,6%. Este abrandamento do crescimento do RDB é explicado pelo maior crescimento dos pagamentos de impostos, que aumentaram de uma taxa homóloga de 6,9% no 2T para 9,4% no 3T (dados acumulados para quatro trimestres). Em contrapartida, o bom desempenho do mercado de trabalho permitiu que o crescimento das remunerações dos trabalhadores se mantivesse a um nível elevado de 7,0% em termos homólogos.

A inflação abranda ligeiramente em dezembro. Deste modo, no último mês do ano, a inflação desceu 0,1 p. p. para 2,9%. Com base na estimativa rápida do IPC, este decréscimo deve-se à diminuição dos preços dos combustíveis em comparação com o aumento registado em dezembro de 2024 e, em menor grau, a um menor aumento dos preços do lazer e da cultura em comparação com os aumentos registados no mesmo mês do ano anterior. A inflação subjacente manteve-se estável em 2,6%. Para o conjunto do ano de 2025, a inflação média fixou-se em 2,7%, após 2,8% em 2024, e a inflação subjacente em 2,3%, após 2,9% no ano anterior. Prevemos que a inflação em janeiro seja moderada devido ao desvanecimento do impacto da normalização do IVA nas faturas de eletricidade, que teve lugar em janeiro de 2025.

Espanha: inscritos na Segurança Social*

Variação mensal (milhares de pessoas)

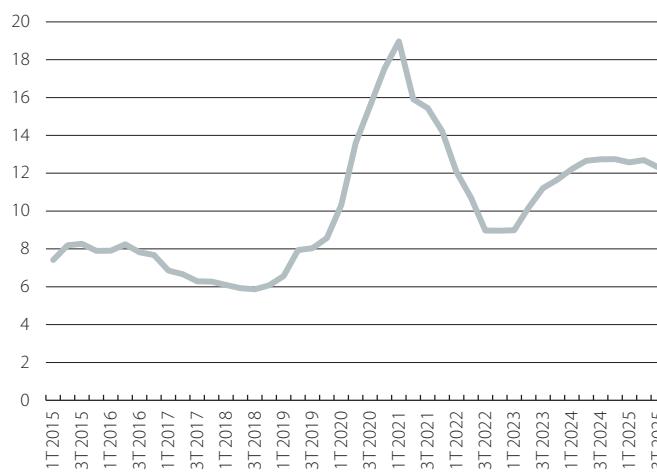


Nota: *Séries corrigidas de sazonalidade.

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

Espanha: taxa de poupança das famílias

(% do rendimento bruto disponível)

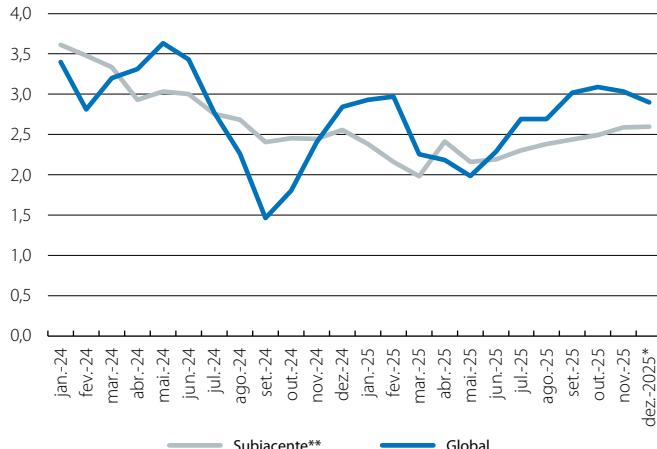


Nota: Acumulado em quatro trimestres.

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

Espanha: inflação*

(%)



Notas: *Os dados de dezembro são preliminares. **A inflação subjacente exclui alimentos não processados e energia.

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

O crescimento do emprego em Espanha após a pandemia foi de maior qualidade?

A recuperação do emprego em Espanha após a pandemia tem sido muito sólida. Entre 2019 e os três primeiros trimestres de 2025, o número de pessoas empregadas cresceu 11,9%. Além disso, a distribuição setorial desse crescimento difere do ciclo expansivo de 2014-2019. Setores como a saúde, as atividades profissionais e científicas e a tecnologia ganharam protagonismo, enquanto a indústria transformadora e áreas tradicionalmente intensivas em emprego – como o comércio, a hotelaria ou a agricultura – tiveram um papel mais reduzido.

Estas dinâmicas levantam uma questão fundamental: o emprego criado nesta etapa é de maior qualidade do que nas expansões anteriores? Para responder a esta questão, analisamos três aspectos fundamentais: o nível de formação dos trabalhadores, a evolução da percentagem de trabalhadores com contrato a termo – como indicador de estabilidade – e os salários reais.

Maior nível de formação dos trabalhadores

Uma força de trabalho mais qualificada geralmente implica mais capital humano e produtividade. Neste sentido, os dados mostram uma clara melhoria no nível de escolaridade dos trabalhadores na Espanha.

Entre 2019 e o terceiro trimestre de 2025, mais de 70% do aumento do emprego corresponde a pessoas com estudos universitários ou equivalentes, uma proporção muito superior à do ciclo 2014-2019. Por outro lado, o emprego com formação secundária cresceu menos e o de níveis de escolaridade mais baixos continuou a diminuir, como já acontecia em 2014-2019.

Redução significativa da taxa de emprego temporário

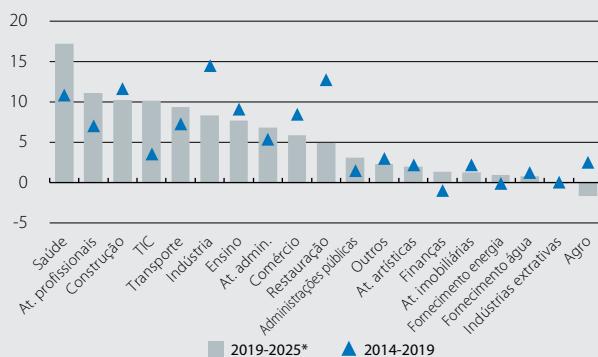
A estabilidade no emprego é outro pilar da qualidade do trabalho. Espanha tem historicamente uma elevada taxa de contratos de trabalho a termo, mas, após a reforma de 2021, essa proporção caiu drasticamente: de 26,6% na média de 2017-2019 para 15,4% na média dos três primeiros trimestres de 2025, um número próximo ao da zona euro como um todo, de 13,5%.¹ Uma queda que melhorou a estabilidade do emprego.

Para entender melhor a mudança, vamos decompô-la em dois efeitos:

- Efeito de composição: é a parte da variação da taxa de emprego temporário que ocorre devido à variação do peso dos diferentes setores. Por exemplo, se os setores que tradicionalmente têm baixa percentagem de tra-

Espanha: emprego por setor

Contribuição relativa para o crescimento (%)*

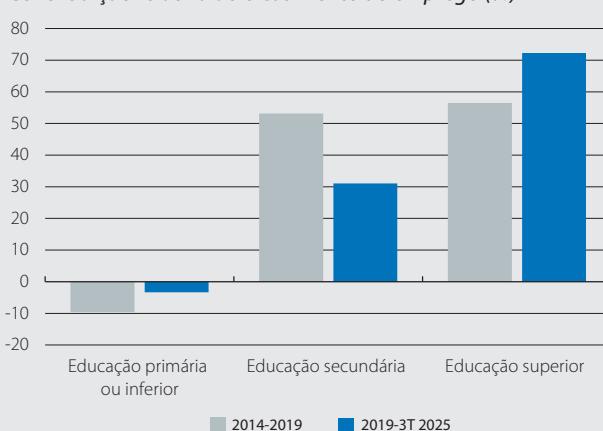


Nota: * A contribuição relativa para o crescimento é a contribuição para o crescimento do emprego de cada setor, expressa como percentagem do crescimento total do emprego no período considerado. Por exemplo, de acordo com o gráfico, o crescimento do emprego no setor da saúde representou 17,2% do crescimento total do emprego entre 2019 e 2025.

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

Espanha: emprego por nível de formação

Contribuição relativa ao crescimento do emprego (%)



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

balhadores com contrato a termo crescerem e os de alta reduzirem o seu peso, a taxa agregada diminuirá devido a este efeito.

- Margem intensiva: é a parte da variação que ocorre devido às variações da taxa de emprego temporário em cada setor. No nosso contexto, esta margem reflete-se as empresas dos diferentes setores estão a utilizar mais ou menos contratos sem termo em comparação com os contratos a termo do que anteriormente.

Aplicando esta decomposição à evolução recente, constatamos que a redução drástica da taxa de emprego temporário entre 2019 e 2025 se deve inteiramente à margem intensiva (ver tabela). Por outras palavras, todos os setores reduziram substancialmente a sua taxa de emprego temporário, impulsionando a queda geral. Este resultado era expectável, dado que reflete o caráter transversal do

1. Dados do Eurostat. De acordo com os dados de inscrições na Segurança Social, a taxa de emprego temporário em Espanha foi de cerca de 22% em 2025.

impacto da reforma laboral sobre a percentagem de trabalhadores com contrato a termo. Por sua vez, a composição setorial teve um efeito ligeiramente desfavorável, mas o seu impacto foi praticamente nulo. Isto contrasta com o ciclo expansivo anterior (2014-2019), quando a taxa de emprego temporário aumentou em 2 p. p., impulsionada tanto por um aumento da margem intensiva como por um efeito de composição adverso de maior magnitude do que o que vimos nos últimos 5 anos (+0,7 p. p. vs. +0,2 p. p.).

Evolução dos salários reais

Por fim, analisamos como os salários reais evoluíram neste período. Para tal, utilizamos o Inquérito trimestral ao custo do trabalho, que mede o custo salarial médio por trabalhador e por setor, ajustando os dados pelo IPC para obter valores em termos reais.²

Entre a média de 2019 e os três primeiros trimestres de 2025, o salário médio real diminuiu ligeiramente (-0,3%). No entanto, esse resultado global esconde duas forças opostas:

- Efeito de composição: com impacto positivo. O emprego concentrou-se mais em setores com salários elevados, o que contribuiu com aproximadamente +0,3 p. p. para o crescimento do salário médio. Esta mudança representa uma inversão em relação ao ciclo 2014-2019, quando o emprego foi criado sobretudo em setores com salários baixos, subtraindo assim -0,8 p. p. ao crescimento salarial.
- Margem intensiva: com impacto negativo. Na maioria dos setores, os salários não cresceram ao ritmo da inflação, o que subtraiu 0,6 p. p. ao crescimento. Por outras palavras, ainda que a composição setorial favoreça o aumento do salário médio a nível agregado, a perda de poder de compra em cada setor mais do que compensa esse efeito.

Conclusões

As dinâmicas analisadas apontam para que o crescimento do emprego em Espanha nos últimos cinco anos tenha sido, no conjunto, de maior qualidade do que o da expansão anterior. Diversos fatores reforçam esta afirmação:

- A força de trabalho tornou-se mais qualificada, com um aumento predominante do emprego entre trabalhadores com educação superior.
- A estabilidade no emprego melhorou substancialmente: a taxa de emprego temporário caiu para mínimos históricos, graças a uma queda transversal em todos os setores após a reforma de 2021. Isto significa empregos mais estáveis e previsíveis do que no passado recente.
- O emprego cresceu mais nos setores de salários altos, revertendo o padrão regressivo do período 2014-2019.

2. As informações setoriais são classificadas em dois dígitos CNAE, o que representa praticamente 80 setores.

Espanha: taxa de emprego temporário

(p. p.)

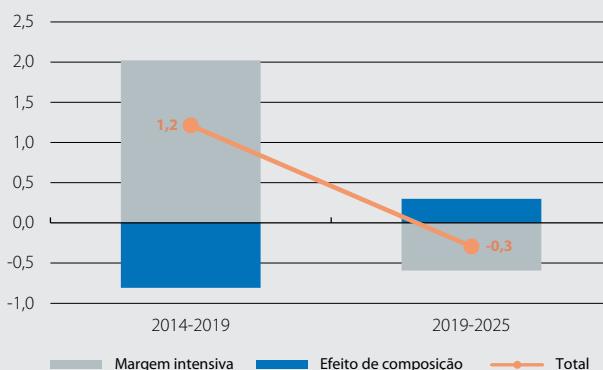
	2014-2019	2019-2025*
Margem intensiva	1,3	-17,8
Efeito de composição	0,7	0,2
Total	2,0	-17,6

Nota: * Dados até setembro de 2025.

Fonte: BPI Research, com base em dados do INE de Espanha e do Ministério da Inclusão, Segurança Social e Migrações.

Espanha: detalhe do crescimento dos salários reais

(p. p. e variação percentual)



Fonte: BPI Research, com base em dados do INE de Espanha e do Ministério da Inclusão, Segurança Social e Migrações.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2023	2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	10/25	11/25	12/25
Indústria									
Índice de produção industrial	-1,6	0,4	-0,8	1,5	2,5	...	1,2	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-6,5	-4,9	-5,4	-5,2	-4,9	...	-4,6	-3,4	...
PMI das indústrias (valor)	48,0	52,2	50,0	50,0	52,6	51,1	52,1	51,5	49,6
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	0,5	16,7	20,1	14,8	7,9	...	9,0	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	-10,2	9,7	17,0	22,9	18,7	...	13,9	...	...
Preço da habitação	4,0	8,4	12,2	12,7	12,8	...	...	...	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	18,9	10,1	8,1	6,3	4,3	...	3,7	3,2	...
PMI dos serviços (valor)	53,6	55,3	55,3	52,2	54,2	56,4	56,6	55,6	57,1
Consumo									
Vendas a retalho ¹	2,5	1,8	3,4	5,1	4,5	...	3,9	6,0	...
Matrículas de automóveis	16,7	7,2	14,0	13,7	16,9	8,0	15,9	12,9	-2,2
Indicador do sentimento económico (valor)	100,5	103,0	103,3	103,2	103,7	...	103,9	105,9	...
Mercado de trabalho									
População empregada ²	3,1	2,2	2,4	2,7	2,6	...	...	...	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	12,2	11,3	11,4	10,3	10,5	...	...	...	...
Inscritos na Segurança Social ³	2,7	2,4	2,3	2,2	2,3	2,4	2,4	2,5	2,4
PIB	2,5	3,5	3,1	2,9	2,8	...	...	...	...

Preços

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

	2023	2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	10/25	11/25	12/25
Inflação global	3,5	2,8	2,7	2,2	2,8	3,0	3,1	3,0	2,9
Inflação subjacente	6,0	2,9	2,2	2,3	2,4	2,6	2,5	2,6	2,6

Setor externo

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

	2023	2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	10/25	11/25	12/25
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-1,4	0,2	3,3	2,0	0,8	...	0,3	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-7,2	0,1	4,2	4,1	4,6	...	4,6	...	...
Saldo corrente	40,9	50,7	47,8	48,6	48,7	...	51,0	...	...
Bens e serviços	57,5	66,3	63,5	63,7	62,1	...	62,7	...	...
Rendimentos primários e secundários	-16,5	-15,7	-15,7	-15,1	-13,4	...	-11,7	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	57,8	68,7	66,6	67,6	67,1	...	69,5	...	...

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	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	10/25	11/25	12/25
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	0,3	5,1	4,6	3,9	4,9	...	4,9	4,7	...
À ordem e poupança	-7,4	2,0	3,1	5,0	7,2	...	7,3	7,0	...
A prazo e com pré-aviso	100,5	23,5	12,6	-1,5	-6,6	...	-6,1	-6,6	...
Depósitos das Adm. Públicas ⁵	0,5	23,1	24,4	25,5	7,2	...	4,6	1,4	...
TOTAL	0,3	6,3	5,9	5,4	5,1	...	4,9	4,4	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	-3,4	0,7	1,7	2,6	2,8	...	3,2	3,1	...
Empresas não financeiras	-4,7	0,4	1,6	2,5	2,3	...	2,9	2,5	...
Famílias - habitação	-3,2	0,3	1,4	2,3	2,9	...	3,0	3,1	...
Famílias - outros fins	-0,5	2,3	3,1	-261,4	-278,2	...	4,3	4,5	...
Administrações Públicas	-3,5	-2,6	-0,3	5,3	12,9	...	11,4	12,3	...
TOTAL	-3,4	0,5	1,6	2,7	3,4	...	3,7	3,7	...
Taxa de incumprimento (%)⁶	3,5	3,3	3,2	3,0	2,9	...	2,8	...	...

Notas: 1. Sem estações de serviço e deflacionada. 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.

Produtividade europeia em perspetiva regional

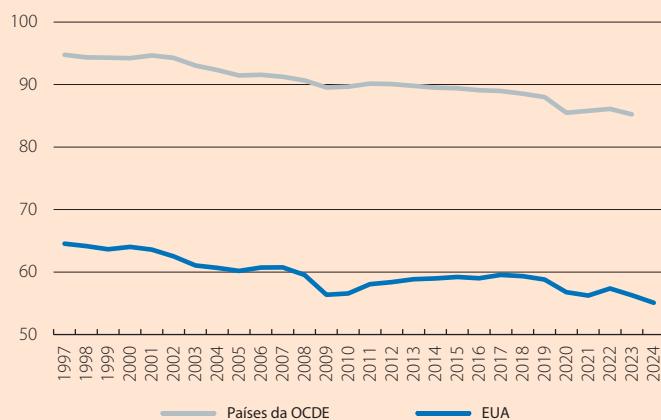
O relatório Draghi já está repleto, no seu preâmbulo, de referências ao persistente fosso de produtividade em relação aos EUA, ao baixo crescimento da produtividade na UE e à necessidade de aumentar num contexto de envelhecimento acelerado da população.¹ O crescimento sustentado e mais elevado da produtividade torna-se, assim, uma prioridade máxima para a economia europeia, uma vez que melhoraria simultaneamente o poder de compra dos cidadãos, ajudaria a atenuar os efeitos da transição demográfica, incluindo a sustentabilidade das finanças públicas,² e contribuiria para manter um mínimo de relevância económica no novo cenário geopolítico mundial. No presente Dossier, analisamos a dinâmica recente da produtividade da UE, centrando-nos na sua dispersão territorial e nos fatores de diferenciação entre as regiões com melhor e pior desempenho. Começamos por apresentar os antecedentes e as principais tendências.

Um mau diagnóstico geral, seja qual for o ponto de vista...

O debate sobre o que é a produtividade e como medi-la daria provavelmente para preencher um Dossier próprio, pelo que vale a pena começar por delinear as métricas que utilizaremos como referência neste e nos artigos seguintes. Escolhemos o PIB por hora trabalhada como uma medida relativamente homogénea da capacidade de produção (criação de valor acrescentado) por unidade de tempo de trabalho. Também é menos sensível ao ciclo do que a produtividade por trabalhador, como se verificou durante a pandemia de COVID-19, e é facilmente observável face às dificuldades na estimativa da produtividade total dos fatores (PTF).³ Para além disso, o PIB por hora trabalhada é a métrica que, segundo o relatório Draghi, explicaria a maior parte das diferenças de rendimento per capita entre a economia europeia e a americana. Quanto à sua medição, utilizamos estatísticas em termos reais para analisar a sua evolução ao longo do tempo e para abstrair do impacto dos preços e, quando fazemos um retrato comparativo entre Estados-Membros ou regiões da UE, ajustamos os valores nominais às diferenças de paridade do poder de compra em cada território. Desta forma, procuramos aproximar-nos o mais possível de uma produtividade tangível, quer se trate de bens físicos ou de serviços prestados, e não tanto monetária.

UE: PIB real por hora trabalhada

(% da economia de referência)

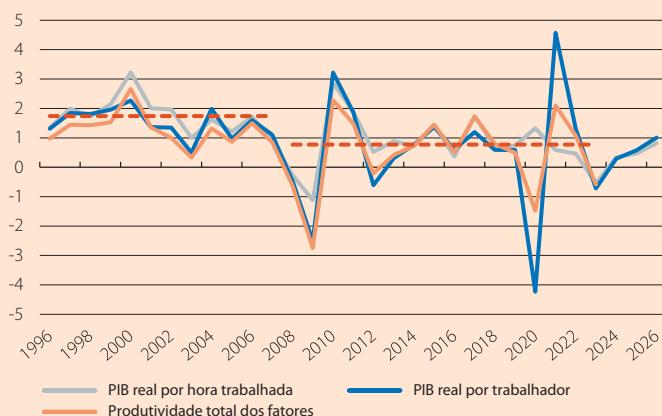


Nota: Calculado com base em valores ajustados à paridade do poder de compra em dólares constantes de 2020.

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

UE: produtividade

Variação anual (%)



Notas: Previsões a partir de 2024. As linhas tracejadas correspondem à média anual do PIB real por hora trabalhada durante os períodos 1996-2007 e 2008-2023.

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

A discussão sobre as métricas é rapidamente relegada para segundo plano quando se constata que todas elas conduzem a um diagnóstico semelhante e, sobretudo, nada favorável à produtividade agregada da economia europeia. Por conseguinte, o crescimento real do PIB por hora trabalhada na UE registou um abrandamento acentuado nos últimos 30 anos, passando de uma média anual de 1,7% no período de 1996-2007 para 0,8% no período de 2008-2023 e para menos de 0,5% desde a COVID-19 (ver primeiro gráfico). Considerando o PIB por trabalhador ou os valores da PTF, o crescimento da produtividade desde a Grande Recessão é também menos de metade do registado na década anterior. A comparação com outras economias desenvolvidas também não deixa a produtividade europeia em boa posição (ver segundo gráfico). De acordo com as estimativas da

1. Comissão Europeia (2024), «The future of European competitiveness».

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

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

OCDE, o PIB por hora trabalhada na UE equivaleria atualmente a 85% do valor deste grupo de economias, contra 95% em 1995, enquanto teria seguido uma tendência semelhante em relação ao país da fronteira tecnológica, os EUA, de 65% para 55% no mesmo período.⁴

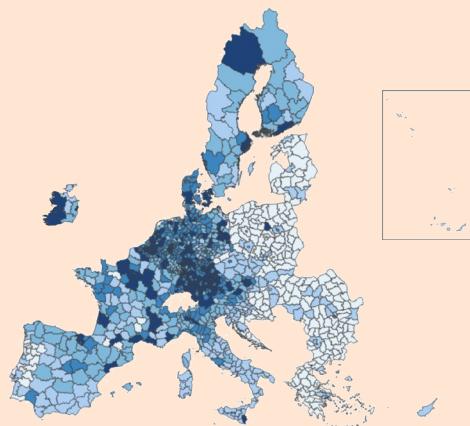
Uma elevada dispersão territorial que está a diminuir lentamente

Os dados relativos à UE no seu conjunto, ou aos próprios Estados-Membros, escondem realidades muito heterogéneas entre territórios.⁵ Como ponto de partida para as análises mais aprofundadas apresentadas noutros artigos deste Dossier, apresentamos aqui uma panorâmica geral das diferenças regionais nos níveis de produtividade e na dinâmica recente. Utilizamos como referência a divisão territorial mais detalhada definida pelo Eurostat, a chamada NUTS3, que abrange cerca de 1.165 unidades nos 27 países da UE e que, no caso de Portugal corresponde a 26 unidades territoriais estatísticas.

Com base nos dados de 2023, a distribuição geográfica mostra uma concentração dos territórios com maior produtividade nas regiões central e setentrional da UE, enquanto os valores mais baixos se encontram nas regiões oriental e meridional da UE (ver mapa). Nomeadamente, entre as divisões NUTS3 cujo PIB por hora trabalhada é pelo menos 25% superior à média da UE, destaca-se um número significativo de regiões na Irlanda, Dinamarca, Alemanha, Bélgica, França e Áustria. Em contrapartida, os territórios com uma produtividade pelo menos 25% inferior à média incluem a maioria dos territórios da Bulgária, Grécia, Polónia, Portugal, Croácia, Hungria e Repúblicas Bálticas.

UE: PIB por hora trabalhada nas regiões

(2023)



Notas: Regiões ao nível NUTS3 (definição de 2024). Nível ajustado à paridade do poder de compra. Graduação de cores por quintis, do azul claro (menor produtividade) ao escuro (maior produtividade). A caixa corresponde aos arquipélagos dos Açores, da Madeira e das Canárias.

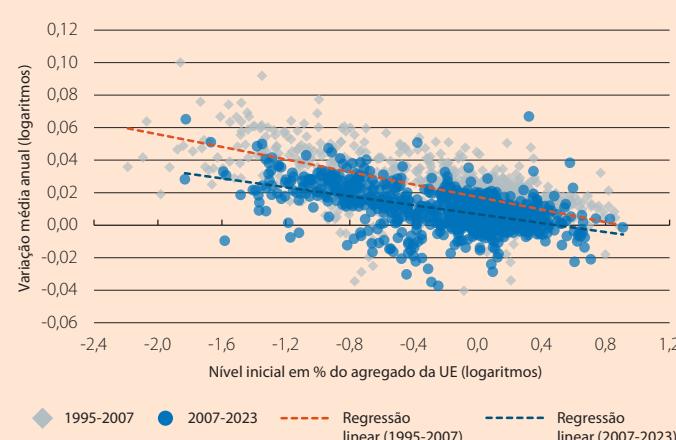
Fonte: BPI Research, com base em dados da Comissão Europeia (ARDECO).

Perante este panorama de diferenças de níveis, que revela a persistência de uma enorme heterogeneidade territorial na UE, é interessante avaliar em que medida se registou convergência entre as regiões com menor e maior produtividade. Baseando-nos nos dois períodos acima identificados em torno da Grande Recessão, comparamos o nível do PIB por hora trabalhada no ano inicial com a variação média anual (ver terceiro gráfico).

Este exercício permite tirar três conclusões. Em primeiro lugar, como já referido acima em termos agregados e claramente visível no gráfico pela deslocação descendente da nuvem de pontos, o crescimento da produtividade é, em média, mais baixo desde 2008, incluindo mais regiões com declínios no PIB por hora trabalhada. Em segundo lugar, o que se manifesta por um maior número de pontos afastados da linha tracejada que assinala o comportamento médio, é que o grau de dispersão da variação da produtividade parece ter aumentado acentuadamente para o mesmo nível de partida; isto apontaria para uma maior relevância de fatores mais idiossincráticos na evolução das diferentes regiões. E a terceira, ilustrada pela mudança na inclinação das linhas tracejadas, é que o ritmo de convergência também abrandou significativamente no segundo período; ou seja, as regiões com menor produtividade continuam a crescer mais do que as restantes, mas em menor escala.

UE: convergência da produtividade entre regiões

Nível e variação do PIB real por hora trabalhada



Notas: Regiões ao nível NUTS3 (definição de 2024). Nível inicial em euros ajustado à paridade do poder de compra. Variação em euros constantes de 2020.

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

4. Calculado com base em valores ajustados à paridade do poder de compra em dólares constantes de 2020.

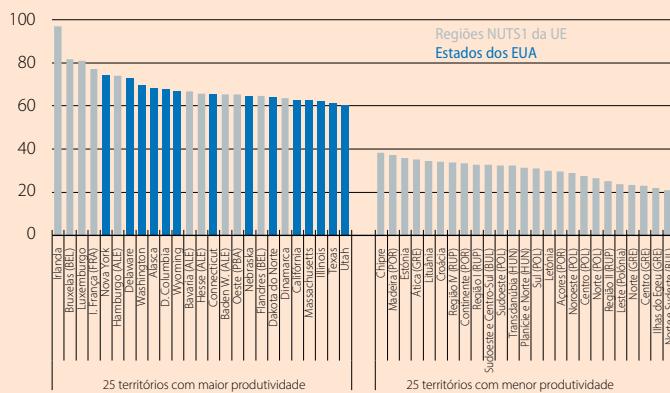
5. Aspachs, O. e Solé, E. (2024), «Evolución de la productividad en Europa: una mirada regional», Cercle d'Economia.

É necessária uma maior convergência para colmatar as disparidades com os EUA

É frequente estabelecerem-se analogias entre a UE e a estrutura federal do outro lado do Atlântico. A produtividade não é exceção, e uma melhor compreensão das suas diferenças territoriais pode dar-nos pistas sobre as alavancas a ativar na economia europeia para colmatar o fosso persistente em relação aos EUA. Quando comparamos a dispersão entre países e regiões da UE com a dos estados dos EUA, verificamos que o mapa territorial da produtividade é muito mais homogéneo nestes últimos (ver quarto gráfico). Este diagnóstico é resistente à utilização de diferentes unidades territoriais na UE e manter-se-ia mesmo que utilizássemos valores não ajustados às diferenças nos níveis de preços entre os estados dos EUA.

O resultado desta maior dispersão entre as regiões europeias, juntamente com uma produtividade média inferior à dos EUA, sugere que um bom número de territórios deve estar longe da fronteira tecnológica. Tal conclusão é confirmada quando compararmos os níveis do PIB por hora trabalhada nos

PIB por hora trabalhada nos territórios da UE e dos EUA (2023)

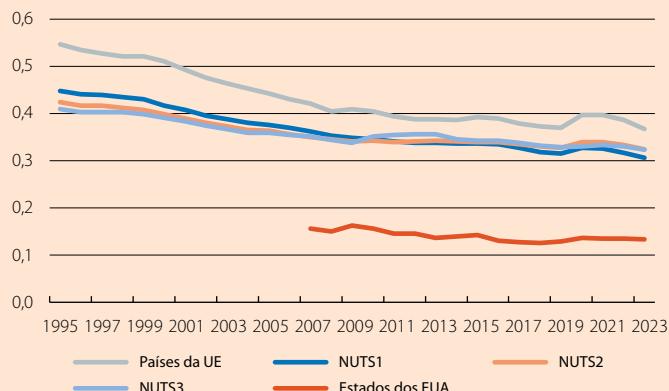


Notas: Milhares de euros ajustados à paridade do poder de compra. Calculado para os EUA sobre o valor acrescentado bruto no setor privado não primário. Regiões NUTS1 para a UE (definição de 2024).

Fonte: BPI Research, com base em dados da Comissão Europeia, do Bureau of Labor Statistics, do BEA e do FMI.

Dispersão territorial da produtividade na UE e nos EUA

(Desvio padrão da média)



Notas: Dispersão simples não ponderada pela população. Produtividade medida como PIB por hora trabalhada a preços constantes de 2020, ajustados à paridade do poder de compra. Calculado para os EUA sobre o valor acrescentado bruto no setor privado não primário.

Fonte: BPI Research, com base em dados da Comissão Europeia (ARDECO), do Bureau of Labor Statistics e do BEA.

Estados americanos com os das unidades territoriais mais semelhantes da UE, as chamadas NUTS1 (grandes regiões socioeconómicas entre 3 e 7 milhões de habitantes ou países inteiros na sua ausência). Deste modo, enquanto entre os 25 territórios com maior produtividade – de um total de 143 – encontramos uma distribuição relativamente uniforme entre as duas áreas económicas (que se reproduz na parte central da distribuição), os 25 registos mais baixos correspondem a regiões europeias, principalmente no leste e no sul da UE.

E é à compreensão de como podemos acelerar a convergência entre os territórios da UE – aprendendo com as regiões com melhor desempenho, o que nos permitiria reduzir as disparidades em relação aos EUA – que dedicamos essencialmente os artigos seguintes deste Dossier.

Determinantes da dispersão da produtividade regional na Europa

A produtividade é o principal motor do crescimento económico sustentável e do bem-estar a longo prazo. Contudo, como vimos no primeiro artigo deste Dossier («Produtividade europeia em perspetiva regional»), nem o seu nível nem a sua evolução são homogéneos entre territórios, dependendo de múltiplos fatores estruturais. Passamos em revista um vasto conjunto de variáveis que abrangem aspectos institucionais, geográficos, tecnológicos e de tecido produtivo, caracterizando os diferentes grupos de regiões europeias de acordo com o seu nível de produtividade. Esta abordagem servirá de prelúdio para o terceiro artigo,¹ no qual quantificamos a sua capacidade explicativa relativamente às dinâmicas observadas nos últimos 20 anos, procurando compreender por que razão alguns territórios estimularam o acelerador da produtividade enquanto outros se mantiveram parados.

Candidatos naturais para explicar a diferença de produtividade territorial

Nesta secção, passamos brevemente em revista os aspectos mais frequentemente citados na literatura económica para explicar as diferenças territoriais na produtividade e os canais de transmissão.

Primeiramente, a qualidade institucional desempenha um papel crucial. As regiões com melhor governação tendem a apresentar uma produtividade mais elevada e até a aumentar os retornos de outros fatores, como a formação e a inovação, através da eficiência regulamentar, da proteção dos direitos de propriedade e da confiança dos agentes económicos.² Inversamente, instituições fracas funcionam como um estrangulamento para o desenvolvimento do capital humano ou para as despesas em I&D, bem como para a sua tradução em ganhos de eficiência. As reformas institucionais podem ser lentas, mas são cruciais para o desenvolvimento.

Em segundo lugar, os aspectos geográficos desempenham um papel importante. As regiões com elevada densidade populacional e urbanizadas são propícias à criação de economias de aglomeração que aumentam a produtividade.³ A concentração de empresas e trabalhadores facilita a especialização, a aprendizagem mútua e serviços mais eficientes, enquanto uma elevada proporção da população que vive em áreas metropolitanas está frequentemente correlacionada com um PIB mais elevado por trabalhador, devido a um melhor acesso aos mercados e ao conhecimento. O facto de estar rodeado de regiões mais produtivas aumenta também a probabilidade de um território melhorar a sua posição em relação a outros com um nível de produtividade semelhante.⁴

Em terceiro lugar, a estrutura do tecido produtivo regional apresenta diferenças. Um setor transformador mais forte tende a estar associado a uma maior produtividade e a um crescimento a longo prazo, dado que é nas suas indústrias, especialmente as de elevada complexidade tecnológica, que se gera a maior parte da inovação e dos ganhos de eficiência. Estudos recentes sugerem que o declínio do peso do setor transformador nas regiões europeias tem sido acompanhado por um abrandamento do crescimento da produtividade.⁵ Do mesmo modo, a dimensão da empresa é relevante. As regiões onde uma parte significativa do emprego se encontra em médias e grandes empresas, com maior capital, tecnologia e economias de escala, tendem a ser mais produtivas do que as dominadas por microempresas.⁶

Finalmente, os fatores tecnológicos são determinantes para a diferença de produtividade regional. Uma percentagem mais elevada de empregos em setores de alta tecnologia (tanto industriais como de serviços) está associada a níveis mais elevados de produtividade, uma vez que atividades como as TI ou a eletrónica tendem a proporcionar um elevado valor acrescentado por trabalhador. Do mesmo modo, a intensidade de I&D tem um impacto positivo, melhorando a eficiência e gerando *spillovers* que beneficiam o tecido produtivo no seu conjunto. Várias análises salientaram que parte do baixo crescimento da produção da Europa nas últimas décadas se deve a um défice tecnológico em relação a outras economias avançadas, incluindo um menor investimento privado em I&D, uma menor difusão das tecnologias de ponta e uma adoção mais lenta da digitalização.⁷

Note-se que estes fatores não agem isoladamente, mas interagem entre si. A título de exemplo, as boas instituições reforçam o efeito positivo da aglomeração urbana ou da inovação tecnológica. Analogamente, o capital humano instruído tem menos probabilidades de migrar se a região oferecer um ambiente dinâmico com cidades atrativas, setores de ponta e boa governação. As regiões europeias mais prósperas tendem a combinar estes ingredientes de forma virtuosa, o que explica grande parte da dispersão da produtividade observada entre territórios.

1. Ver o artigo «Os principais fatores de melhoria da produtividade a nível regional europeu» no presente Dossier.

2. Rodríguez-Pose, A. e Ganau, R. (2022), «Institutions and the productivity challenge for European regions», *Journal of Economic Geography*, 22(1), 1-25.

3. Ciccone, A. (2002), «Agglomeration effects in Europe», *European Economic Review*, 46(2), 213-227, e Gómez-Tello, A., Murgui-García, M. J. e Sanchis-Llopis, M. T. (2025), «Labour productivity disparities in European regions: the impact of agglomeration effects», *Annals of Regional Science*, 74(1), 123-146.

4. Aspachs Bracons, O. e Solé Vives, E. (2024), «Evolución de la productividad en Europa: una mirada regional», *Cercle d'Economia*.

5. Capello, R. e Cerisola, S. (2023), «Regional reindustrialization patterns and productivity growth in Europe», *Regional Studies*, 57(1), 1-12.

6. Ver Focus «A dimensão das empresas e as disparidades de produtividade na UE» no IM10/2025.

7. FMI (2025), «Europe's Productivity Weakness: Firm-Level Roots and Remedies», IMF Working Paper n.º 2025/040 e Veugelers, R. (2018), «Are European Firms Falling Behind in the Global Corporate Research Race?», Bruegel Policy Contribution n.º 6.

Caracterização das regiões europeias mais e menos produtivas

Com base nas áreas identificadas na secção anterior como relevantes para explicar as diferenças nos níveis de produtividade, agrupamos as regiões europeias por quintis de produtividade e caracterizamo-las de acordo com o valor das variáveis que representam aspectos institucionais, geográficos, tecnológicos e relacionados com o tecido produtivo (ver quadro para a descrição e fonte das variáveis utilizadas).⁸

Banco de dados: principais variáveis relevantes da análise para explicar as diferenças de produtividade

Variável e descrição	Dimensão representada	Fonte
Produtividade por hora trabalhada <i>Paridade de compra ajustada em termos constantes</i>	-	Eurostat
Produtividade nas regiões fronteiriças <i>Ponderada por população</i>	Fatores geográficos	Eurostat
Densidade <i>População por km²</i>	Fatores geográficos	Eurostat
Percentagem da população da área metropolitana <i>% da população que vive numa zona urbana funcional*</i>	Fatores geográficos	Eurostat
EQI <i>Índice de Qualidade Institucional**</i>	Quadro institucional	Universidade de Gotemburgo
Despesas totais em I&D <i>% do PIB</i>	Inovação e capital humano	Eurostat
% de ocupação em setores de alta tecnologia ***	Inovação e capital humano	Eurostat
% da população com ensino secundário ou superior	Inovação e capital humano	Eurostat
% de emprego em empresas com >10 trabalhadores	Estrutura produtiva e setorial	Eurostat
% de horas trabalhadas na indústria	Estrutura produtiva e setorial	Eurostat

Notas: De um total de 244 regiões NUTS2. *Definida como um território constituído por uma cidade principal e pela área a partir da qual as pessoas se deslocam habitualmente para trabalhar nessa cidade.

O Índice de qualidade institucional mede a percepção da corrupção e a qualidade e equidade dos serviços públicos na UE. *Os setores de alta tecnologia incluem a indústria farmacêutica e eletrónica e os serviços intensivos em conhecimento, como as TIC e a I&D.

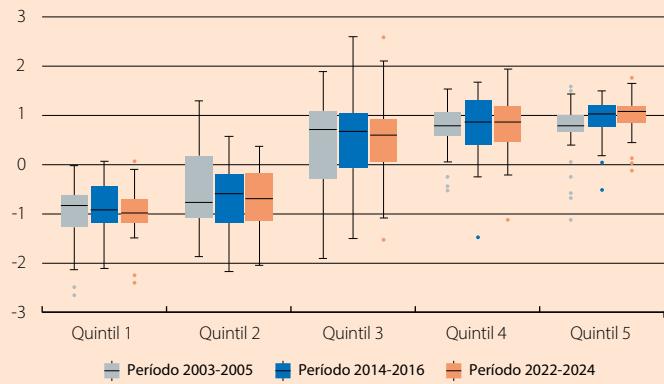
Fonte: BPI Research.

A nível institucional, utilizamos o Índice Europeu de Qualidade da Governação (EQI, em inglês) desenvolvido pela Universidade de Gotemburgo, que é publicado de três em três anos desde 2010⁹ e inclui aspectos relacionados com a qualidade dos serviços públicos e a percepção da corrupção. Verificamos que as regiões mais produtivas tendem a ter uma qualidade institucional significativamente mais elevada, com boa governação e serviços públicos eficazes (ver o primeiro gráfico). Esta vantagem manteve-se relativamente estável ao longo do tempo, enquanto as regiões menos produtivas registam melhorias muito limitadas.

Para a dimensão geográfica, utilizámos três variáveis: a densidade populacional medida como o número de habitantes por quilómetro quadrado, tal como publicada pelo Eurostat, a percentagem da população da região que vive em áreas metropolitanas – definidas como áreas urbanas funcionais^{–10} e a produtividade das regiões vizinhas, que construímos como uma média ponderada pela população. As regiões mais produtivas coincidem com os grandes centros metropolitanos, e esta tendência reforça-se com o tempo. Nas regiões menos produtivas, o crescimento urbano é mais limitado, o que dificulta a criação de economias de aglomeração. Algo semelhante é observado na densidade: é mais elevada nas regiões do quintil mais produtivo. Por fim, as regiões vizinhas podem influenciar a produtividade umas das outras através da proximidade de outros mercados, da possibilidade de cooperação transfronteiriça, da difusão de tecnologia e do acesso a infraestruturas comuns. Nas regiões europeias mais produtivas encontram-se também regiões altamente produtivas (ver segundo gráfico). A produtividade das regiões fronteiriças é igualmente baixa nas regiões menos produtivas. Durante os três períodos, observa-se uma melhoria progressiva nos quintis superiores, especialmente nos quintis de produtividade mais elevada (quintil 5), onde a produtividade nas regiões fronteiriças se intensifica. Esta situação poderá refletir uma melhor integração económica, a exploração das redes europeias e um

Índice de Qualidade Institucional (EQI)*

Distribuição por quintil de produtividade



Notas: As caixas representam o intervalo interquartil IQR= Q3 - Q1, em que Q1 é o percentil 25 e Q3 o percentil 75; a linha central é a mediana, e as linhas exteriores mostram os valores dentro do intervalo normal [Q1 - 1,5 x IQR; Q3 + 1,5 x IQR]; os pontos correspondem a observações que não se enquadram neste intervalo (valores atípicos). *Desvio padrão da média europeia, média = 0.

Fonte: BPI Research, com base em dados da Universidade de Gotemburgo.

8. No presente artigo e nos seguintes, as regiões europeias correspondem à unidade de análise territorial NUTS2 do Eurostat (Comunidades Autónomas no caso de Espanha).

9. Para os anos 2003-2005, utilizamos o valor de 2010.

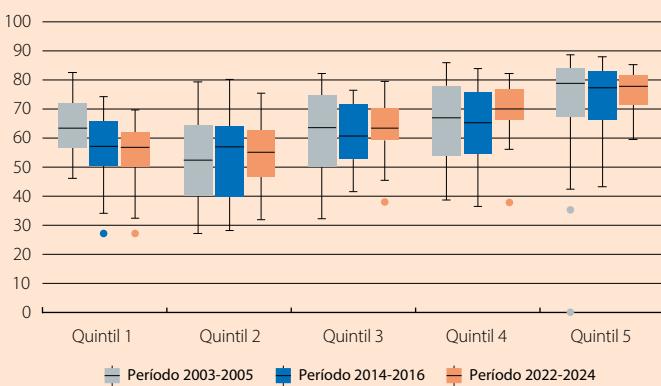
10. Entende-se por área urbana funcional uma área constituída por uma cidade principal e por municípios próximos que estão ligados a ela principalmente por deslocações diárias, como ir para o trabalho ou para a escola; é definido pelo núcleo urbano, com elevada densidade populacional e de emprego, e pela área periurbana, onde vivem as pessoas que trabalham ou estudam no núcleo. Este conceito é utilizado por organizações como o Eurostat e a OCDE para compreender como as cidades e os seus arredores estão efetivamente organizados, para além das fronteiras administrativas, e é utilizado para planear políticas públicas, transportes, habitação, etc.

maior dinamismo empresarial. Nos quintis intermédios, a evolução é mais moderada, enquanto nos quintis mais baixos quase não se registam progressos, o que aponta para a persistência de barreiras estruturais.

Se olharmos para as dimensões relacionadas com a estrutura empresarial, os resultados são igualmente notáveis. Quanto à percentagem de emprego na indústria, observa-se que esta é mais elevada nas regiões do quintil mais baixo, apresentando depois um perfil indeterminado à medida que as regiões se tornam mais produtivas. Esta caracterização reflete, possivelmente, o facto de a Europa de Leste, com um bom número das suas regiões na base da cadeia de distribuição, desempenhar um papel importante nas cadeias de valor industriais da Europa Central. Em contrapartida, o peso do setor apresenta uma tendência decrescente ao longo do tempo, o que reflete a progressiva terciarização da produção, compatível com um maior grau de desenvolvimento económico dos países. Também as regiões com

Emprego em empresas com mais de 10 trabalhadores (%)

Distribuição por quintil de produtividade



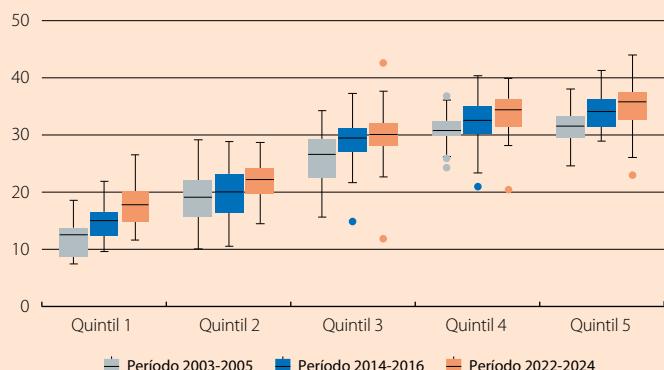
Nota: As caixas representam o intervalo interquartil (IQR = Q3 – Q1), em que Q1 corresponde ao percentil 25 e Q3 ao percentil 75; a linha central é a mediana, e as linhas exteriores mostram os valores dentro do intervalo normal [Q1 - 1,5 x IQR; Q3 + 1,5 x IQR]; os pontos correspondem a observações que se situam fora desse intervalo (valores atípicos).

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

uma proporção significativamente mais elevada do seu PIB em actividades de investigação, o que reforça a sua capacidade de gerar inovação endógena (ver quarto gráfico). Pelo contrário, os quintis inferiores têm níveis muito mais baixos, o que limita o seu potencial de recuperação tecnológica. Esta diferença estrutural mantém-se ao longo do tempo. Verifica-se um padrão semelhante para a percentagem de emprego em postos de trabalho de alta tecnologia: à medida que avançamos para regiões mais produtivas, a percentagem aumenta.

Os dados visuais sugerem que a qualidade institucional, a urbanização e a densidade, a produtividade dos bairros, a estrutura setorial e empresarial, o capital humano e a intensidade de I&D podem ser determinantes importantes da produtividade regional na Europa. No artigo seguinte, analisamos em que medida estimativas quantitativas confirmam esta hipótese.

Índice de produtividade para as regiões fronteiriças Distribuição por quintil de produtividade



Notas: As caixas representam o intervalo interquartil (IQR = Q3 – Q1), em que Q1 corresponde ao percentil 25 e Q3 ao percentil 75; a linha central é a mediana, e as linhas exteriores mostram os valores dentro do intervalo normal [Q1 - 1,5 x IQR; Q3 + 1,5 x IQR]; os pontos correspondem a observações que se situam fora desse intervalo (valores atípicos). *PIB per hora trabalhada das regiões vizinhas, ponderado pela população dessas regiões.

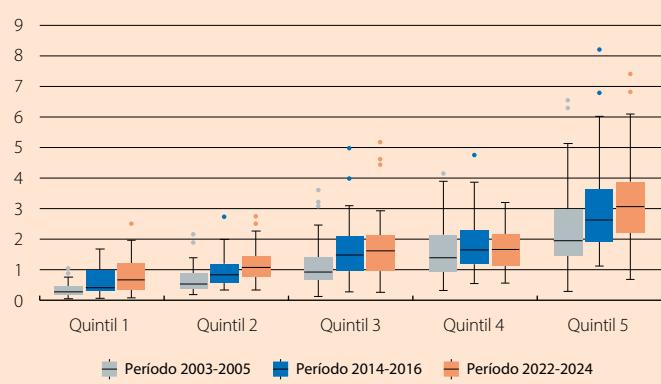
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

uma produtividade mais elevada têm uma estrutura empresarial maior, com uma maior percentagem de emprego em empresas com mais de 10 trabalhadores, o que sugere que as empresas com maior escalabilidade têm maior produtividade, como tem sido empiricamente documentado na literatura económica (ver terceiro gráfico). Esta diferença mantém-se ao longo do tempo, embora os quintis intermédios apresentem algumas melhorias. Nas regiões menos produtivas, predomina o emprego em microempresas, o que limita a capacidade de expansão.

Se considerarmos as variáveis inovação e capital humano, a relação está também na direção esperada. A percentagem de pessoas com ensino superior aumentou em todas as regiões nos últimos 20 anos, mas é nas regiões mais produtivas que essa percentagem é mais elevada (o mesmo se aplica ao ensino secundário e ao ensino superior). Além disso, desde o primeiro período, as regiões mais produtivas têm vindo a gastar

Despesas totais em I&D*

Distribuição por quintil de produtividade



Notas: As caixas representam o intervalo interquartil (IQR = Q3 – Q1), em que Q1 corresponde ao percentil 25 e Q3 ao percentil 75; a linha central é a mediana, e as linhas exteriores mostram os valores dentro do intervalo normal [Q1 - 1,5 x IQR; Q3 + 1,5 x IQR]; os pontos correspondem a observações que se situam fora desse intervalo (valores atípicos).

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

Os principais fatores de melhoria da produtividade a nível regional europeu

Neste artigo, analisamos em profundidade quais são e qual a contribuição quantitativa dos fatores económicos fundamentais que impulsionam a produtividade a nível regional europeu. Após constatar no artigo anterior que existem diferenças notáveis na evolução das principais variáveis relacionadas com a produtividade,¹ chegou o momento de identificar quais têm um impacto positivo mais relevante.

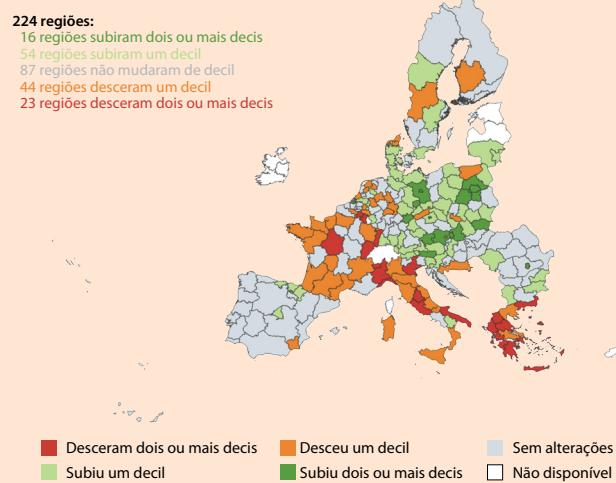
Como dar um salto na produtividade? Uma primeira abordagem descritiva

O objetivo deste artigo é caracterizar os padrões apresentados pelas regiões europeias mais bem-sucedidas (*outperformers*), entendidas como as que apresentaram um melhor desempenho em relação às suas homólogas com um ponto de partida semelhante, o que lhes permitiu melhorar sua posição no *ranking* da distribuição da produtividade europeia nos últimos 20 anos.

Para analisar os movimentos entre as regiões europeias nos últimos anos, agrupámo-las em 10 decil, da menor à maior produtividade.² Entre 2004 e 2023,³ 61% das regiões europeias (137 de 224) mudaram de decil. Destas, 70 subiram e 67 desceram.⁴ Entre os que melhoraram, destacam-se a Alemanha (subiram 17 de 38, sendo que as 8 regiões do Leste subiram), a Áustria (7 de 9), a Polónia (11 de 17) e a Dinamarca (3 de 5). Em contrapartida, França não registou qualquer subida e a Itália apenas 2 (de 21 regiões). Entre as que regrediram, destaca-se a Grécia, cujas 13 regiões caíram um decil e 11 destas mais de um decil, e a Itália, com 16 descidas (76% das regiões), e dentro destas o Sul (Mezzogiorno), onde 6 de 8 perderam posição. Também a França, com 14 descidas de decil (de 21), se destaca negativamente.

Começamos com uma análise descritiva que ajuda a obter evidências visuais das principais variáveis da nossa amostra,⁵ para as quais uma boa (má) posição relativa inicial em 2004 é especialmente relevante para subir (descer) de decil entre 2004 e 2023.^{6,7} No caso das regiões que subiram de decil, as principais variáveis em que estão inicialmente em melhor posição do que as regiões com uma produtividade semelhante são principalmente componentes geográficas e relacionadas com o capital humano e a inovação:⁸ a densidade populacional, a percentagem de emprego em setores de tecnologia de ponta, a percentagem da população com estudos secundários ou superiores e o investimento em I&D. Também ter uma maior dimensão empresarial. Ter regiões com níveis de produtividade semelhantes ajudará uma determinada região europeia a ganhar posições posteriormente, na distribuição da produtividade. De forma contrária, um dos dois principais fatores que antecipam descidas posteriores no decil é uma qualidade institucional insuficiente, o que realça a importância de instituições saudáveis que garantam um bom *playing field* para evitar perder posições. Outro fator é a baixa percentagem de emprego em empresas com mais de 10 trabalhadores.

Variação no decil de produtividade na Europa entre 2004 e 2023 (territórios NUTS 2)



Notas: Os espaços em branco indicam regiões que não constam na amostra final devido à falta de dados em variáveis explicativas relevantes. Amostra final de 224 regiões.

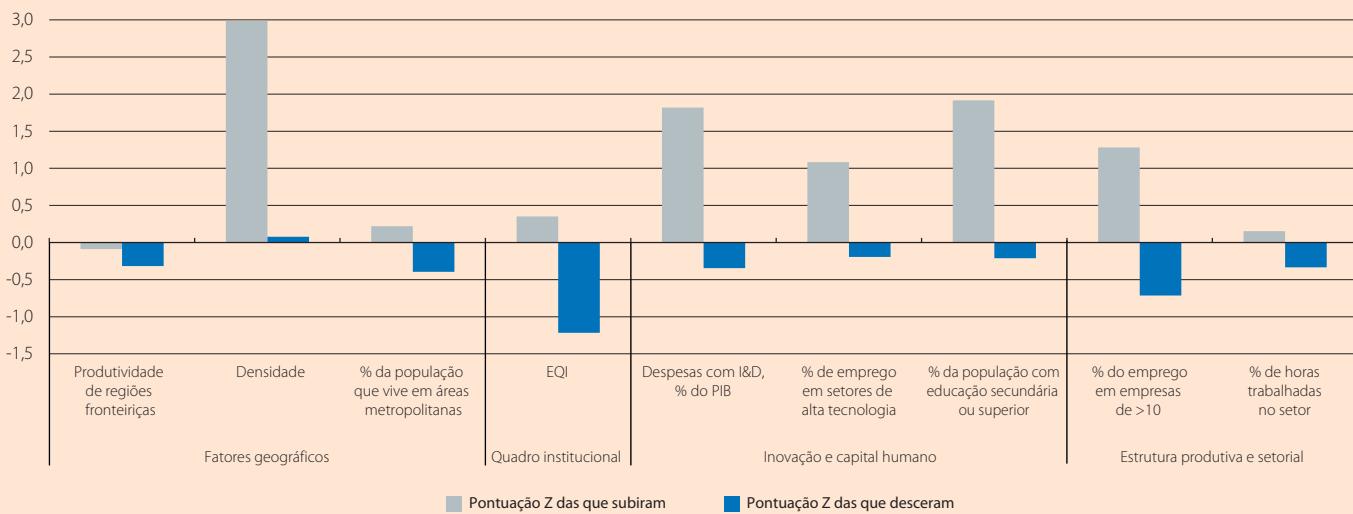
Fonte: BPI Research.

- Ver o artigo «Determinantes da dispersão da produtividade regional na Europa» neste mesmo Dossier.
- O primeiro decil é composto por 10% das regiões com o nível de produtividade mais baixo. O segundo decil corresponde aos 10% seguintes. E assim sucessivamente. Por último, o décimo decil corresponde aos 10% das regiões europeias com o nível de produtividade mais elevado.
- Na realidade, utilizámos os períodos 2003-2005 e 2022-2024, aplicando, para cada um deles, a média da produtividade e as variáveis explicativas dos anos disponíveis, aos quais, por uma questão de simplificação, nos referiremos no resto do artigo como 2004 e 2023, respectivamente.
- Ainda que o número total de movimentos para cima e para baixo entre 2004 e 2023 seja o mesmo, tal não implica necessariamente que o número de regiões que melhoraram coincida com o número das que pioraram. Isto deve-se ao facto de algumas regiões terem registado mais do que uma subida ou descida ao longo do período. Além disso, nem todos os movimentos são de um só decil, em alguns casos, o salto foi de vários decils. Assim, de um ponto de vista estritamente matemático, é possível que a contagem das regiões que subiram não coincida com a das que desceram, apesar do número total de movimentos estar equilibrado.
- Estas variáveis são explicadas em pormenor no artigo «Determinantes da dispersão da produtividade regional na Europa» neste mesmo Dossier.
- Em geral, trata-se da subida de um decil para o seguinte, embora haja alguns casos (16 em 70) em que, ao fim de 20 anos, o aumento é de dois ou mais decils.
- Concretamente, calculou-se a diferença normalizada ou pontuação Z (a normalização permite comparar magnitudes para as diferentes variáveis) em 2004 da média dos determinantes da produtividade entre as regiões europeias que subiram/desceram de decil entre 2003-2005 e 2022-2024 e as que não mudaram de decil para cada decil e, finalmente, fez-se a ponderação tendo em conta o número de regiões que subiram de decil em cada decil em relação ao total da amostra.
- Fizemos esta comparação por decil e seguidamente fizemos a ponderação de acordo com o número de regiões que melhoraram em cada decil em relação ao total de regiões que melhoraram em toda a amostra.

Esta análise, ao considerar a distribuição total da produtividade, pode ocultar o facto de que os fatores que inicialmente diferenciam as regiões que progridem das que estagnam variam significativamente de acordo com o nível inicial de produtividade. Nos decilis 1-3, destaca-se o facto de as regiões que subiram de decil nos últimos 20 anos apresentarem inicialmente uma densidade muito maior. Em contrapartida, nos decilis 8-10, as diferenças mais notáveis entre as regiões que progrediram e as que estagnaram observam-se na educação e, em menor grau, na qualidade institucional e na produtividade das regiões vizinhas. Por último, nos decilis 3-7, onde se situam as comunidades autónomas espanholas, as regiões que conseguiram subir de decil destacam-se pela maior densidade e área metropolitana, maior percentagem da população com educação secundária ou superior, maior percentagem de horas trabalhadas no setor e melhor qualidade institucional. A importância dos condicionantes geográficos nestes decilis intermédios sugere que, na Espanha despovoada, a ausência de economias de aglomeração representa um obstáculo significativo para progredir no ranking de produtividade europeu.

Determinantes da produtividade: diferenças iniciais por decil entre as regiões europeias que subiram/desceram de decil entre 2004 e 2023 e as que não mudaram de decil

Pontuação Z ponderada*



Nota: Indicador global = $\sum_{j=1}^{10} (\text{Peso}_j \times \text{Pontuação Z}_j) = \sum_{j=1}^{10} \left(\frac{\text{N.º regiões que subiram no decil } j}{\text{N.º total de regiões que subiram}} \times \frac{\text{Media}_{\text{subir},j}^{2004} - \text{Media}_{\text{estagnadas},j}^{2004}}{\text{Desv. padrão}_{\text{estagnadas},j}^{2004}} \right)$

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

As chaves para o progresso: geografia, instituições e capital humano, e inovação

Nesta segunda parte do artigo, passamos a caracterizar com técnicas econométricas mais sofisticadas as regiões mais bem-sucedidas ou *outperformers*. Essas regiões conseguiram destacar-se devido a uma melhoria na produtividade em relação às suas homólogas no ponto de partida. Para as caracterizar, estimámos uma regressão linear múltipla com as regiões que melhoraram a sua posição relativa, utilizando como variável dependente o crescimento da produtividade entre 2004 e 2023 em relação ao crescimento médio de produtividade das regiões que estagnaram, mas que em 2004 estavam no mesmo decil (a partir de agora, denominaremos essa variável como crescimento diferencial da produtividade). Em seguida, estudámos, com base na decomposição da variação, o peso dos condicionantes demográficos,⁹ institucionais,¹⁰ tecnológicos e capital humano¹¹ e de estrutura produtiva¹² apresentados no artigo anterior, para explicar o crescimento diferencial da produtividade nas regiões que melhoraram sua posição relativa.¹³

9. Densidade, percentagem da população que vive em áreas metropolitanas (definidas como áreas urbanas funcionais), percentagem da população que vive em áreas urbanas e cidades e produtividade das regiões fronteiriças.

10. Índice EQI.

11. Investimento em I&D, percentagem de empregos em alta tecnologia e percentagem da população com nível de escolaridade secundário ou superior.

12. Horas trabalhadas como percentagem do total no setor, horas trabalhadas como percentagem do total nos serviços, stock de capital físico, bem como a percentagem de trabalhadores em empresas com mais de 10 trabalhadores.

13. Esse método também é conhecido como decomposição de Shapley. Mais concretamente, utilizamos como regressores os níveis em 2004 das variáveis explicativas e as interações dos respetivos níveis em 2004 com o crescimento diferencial (ou seja, para cada região que subiu de decil, o crescimento menos o crescimento médio das regiões que estagnaram e que partiram do mesmo decil) para integrar efeitos de convergência. Os resultados são semelhantes se, em vez do nível inicial, considerarmos o nível inicial em relação ao nível inicial das regiões que estagnaram por decil.

Os resultados (ver o último gráfico) mostram que as quatro categorias de variáveis incluídas na nossa análise têm um peso muito importante para explicar por que razão algumas regiões conseguiram, nos últimos 20 anos, «descolar» em termos de produtividade e crescer mais do que outras regiões que inicialmente se encontravam numa posição semelhante. Concretamente, estas quatro categorias, no seu conjunto, explicam praticamente 85%¹⁴ do crescimento diferencial da produtividade dos *outperformers*.

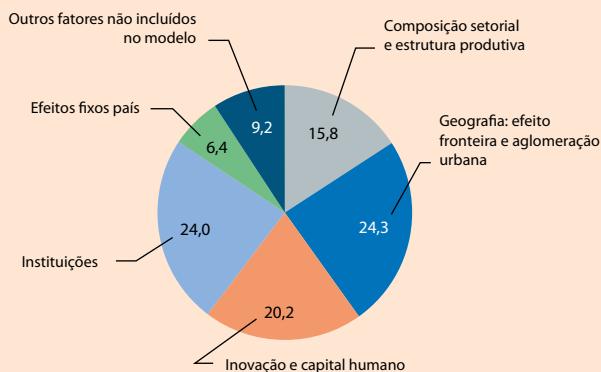
Destacam-se especialmente os condicionantes geográficos e as instituições. Em particular, os fatores geográficos explicam cerca de um quarto do crescimento diferencial da produtividade. Ao analisarmos que variáveis desta dimensão são estatisticamente significativas para o crescimento diferencial da produtividade, destaca-se o facto de inicialmente existir uma elevada densidade e um crescimento da percentagem da população da região que vive em áreas urbanas, o que sugere a importância das economias de aglomeração, um conceito cunhado pelos economistas para sublinhar que a proximidade física das pessoas, dos trabalhadores, das empresas, etc., nos enriquece.¹⁵ Daí a importância de as políticas públicas ajudarem a criar pólos urbanos vibrantes e dinâmicos.

Da mesma forma, a variável de qualidade institucional EQI explica cerca de um quarto do crescimento diferencial da produtividade nas regiões que melhoraram a sua posição relativa entre 2004 e 2023, o que reforça a importância de ter em conta variáveis institucionais ao analisar o crescimento da produtividade das regiões europeias. Este resultado está em consonância com a literatura económica, liderada pelos prémios Nobel Daron Acemoglu e James Robinson, que documenta a importância da existência de instituições fortes que respeitem os direitos de propriedade e estimulem o investimento e o florescimento de uma classe média ampla para o crescimento económico.

Seguidamente, as variáveis relacionadas com o capital humano e a inovação explicam cerca de um quinto do crescimento diferencial da produtividade nas regiões que melhoraram a sua posição relativa entre 2004 e 2023. Mais de dois terços correspondem ao investimento em I&D e ao emprego em setores de elevado valor tecnológico.

Por fim, as variáveis que compõem a estrutura produtiva das regiões explicam pouco menos de um quinto do crescimento diferencial da produtividade nas regiões que melhoraram a sua posição relativa entre 2004 e 2023.¹⁶ Das variáveis desta categoria, destaca-se a relação positiva e estatisticamente significativa entre o emprego em empresas de grande dimensão em 2004 e o crescimento diferencial da produtividade. Tal não deveria surpreender, dada a abundante literatura que documenta a relação positiva entre a dimensão das empresas e a produtividade: as grandes empresas são mais longevas, exportam mais, diversificam mais as suas fontes de financiamento e são mais inovadoras.¹⁷

Fatores explicativos do crescimento da produtividade em 2004-2023 das regiões europeias que subiram um decil em relação ao crescimento médio das que estagnaram a partir do mesmo decil em 2004
(% da variação total)



Fonte: BPI Research.

14. Também incluímos efeitos fixos por país, para os países com mais regiões que subiram de decil, a fim de capturar fatores idiosincráticos a nível nacional não absorvidos nas restantes variáveis. Estes efeitos fixos têm uma contribuição de 6,4% para a variação total.

15. Ver o artigo «O fator urbano do mercado de trabalho» no Dossier do IM06/2016.

16. Os 100% incluem aqui 9,2% de outros fatores não incluídos na nossa análise, pelo que se trata do total da variação explicada (90,8%) e não explicada (9,2%).

17. Ver o Focus «A especialização setorial penaliza a produtividade da economia espanhola» no IM11/2023.

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 actualidade 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).

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 aspectos económico e financeiros, e previsões económicas para o triénio.

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).



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

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

© Banco BPI, S.A., 2026

© CaixaBank, S.A., 2026

Design e produção: www.cegeglobal.com

