

## Economia suportada pela procura interna e com contas certas

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

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

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

### Indicadores de confiança

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

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

### PIB 2026: contributos para o crescimento

Pontos percentuais (p. p.)

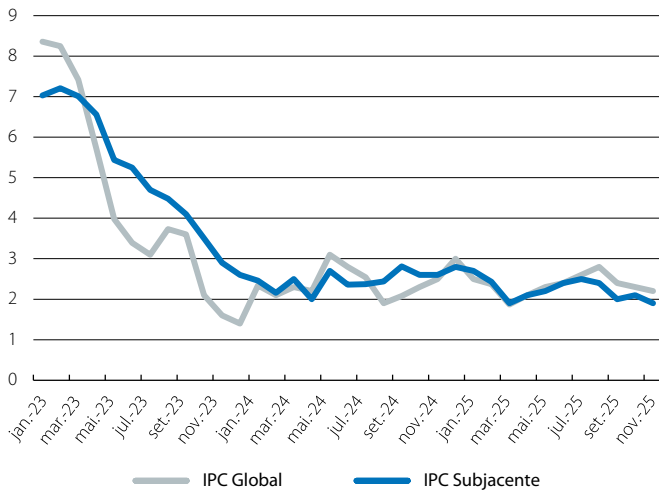
	2026
PIB «inercial» 2026*	1,6
NGEU	0,4 p. p.
Taxa de poupança	0,2 p. p.
Pol. Orçamental	0,2 p. p.
Energia	0,1 p. p.
Taxas de juro	0,1 p. p.
Demografia	0,1 p. p.
Procura externa	-0,1 p. p.
Tarifas	-0,2 p. p.
Incerteza	-0,2 p. p.
Outros	-0,3 p. p.
PIB 2026	2,0

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

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

### Inflação

Var. homóloga (%)



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

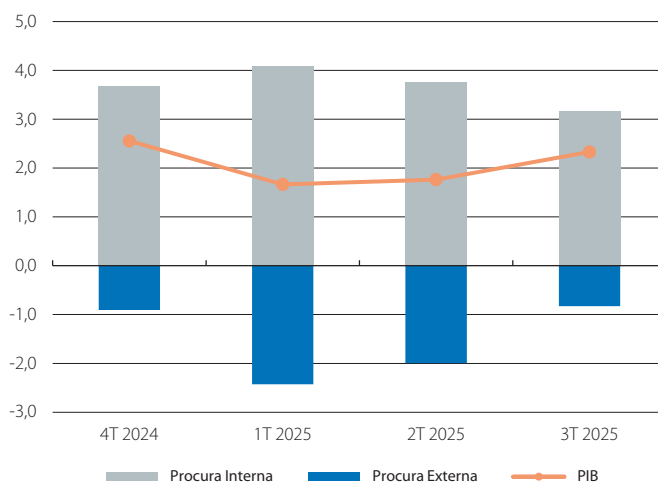
**Inflação abranda pelo terceiro mês consecutivo.** Em novembro o IPC Global recuou para 2,2% (2,3% em outubro), situando a inflação média dos últimos 12 meses nos 2,4%. O IPC Subjacente também recuou para um valor abaixo dos 2%, mais concretamente 1,9% (2,1% em outubro). De facto, não obstante o índice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

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

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

### PIB 3T: contributos da procura interna e externa

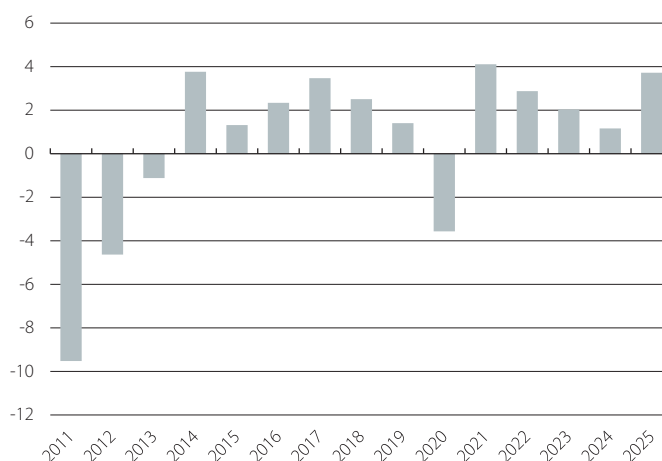
Yoy%, p. p.



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

### População empregada

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

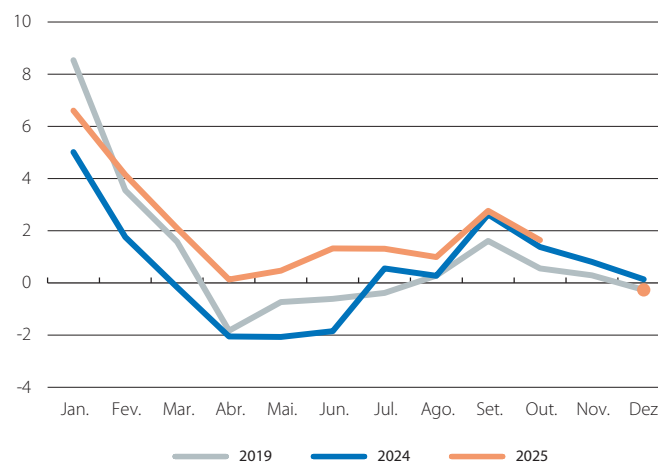


Nota: Dados não ajustados de sazonalidade.

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

### Execução Orçamental (contabilidade pública)

(% PIB)



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

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

## Taxa de Poupança das famílias: caracterização e perspetivas

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

### Evolução histórica da Tx. de Poupança

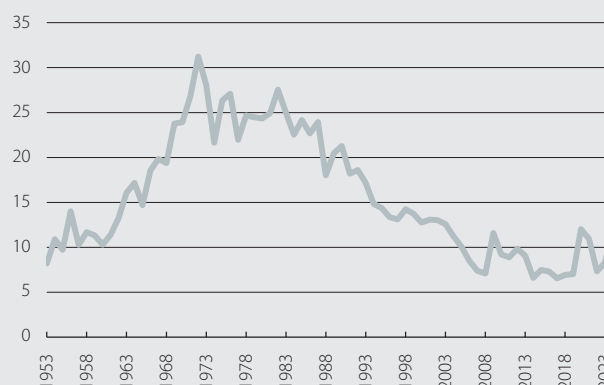
Se olharmos numa perspetiva de longo prazo<sup>1</sup> conseguimos identificar momentos e tendências distintos. Com efeito, desde a década de 50 do século passado a taxa de poupança tem uma tendência de crescimento sustentado a partir de valores baixos (abaixo de 10%) para atingir o seu valor de máximo em 1972 (31,2%). Assim, entre a década de 60 e 80 em termos médios a taxa de poupança manteve-se em valores relativamente elevados (média em torno de 20%), mas apresentou de seguida uma tendência consistente de descida até aos mínimos registados em 2014 e 2017 (6,5%). Admitimos que a tendência contínua de descida em particular a partir de meados da década de 80 seja justificada principalmente por dois fatores. O primeiro, o facto de os esquemas de proteção social terem sido melhorados a partir da década de 80.<sup>2</sup> O segundo, o facto da economia portuguesa após a adesão à CEE se ter aberto mais ao exterior e aumentarem as fontes de financiamento e investimento. Estes dois fatores entroncam com algumas razões que as famílias têm para poupar – criar uma reserva para precaver situações adversas no futuro e alisar o nível de consumo ao longo da vida. Ambos – estado social mais efetivo, e, acesso mais alargado ao crédito – mitigam estes dois incentivos à poupança. Referir também que nos tempos mais recentes e no contexto europeu a taxa de poupança em Portugal é bastante inferior à da zona euro – 9,6% e 15,4%, respetivamente (média 2019 a 2024).

### Que famílias poupam?

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

### Taxa de Poupança dos particulares

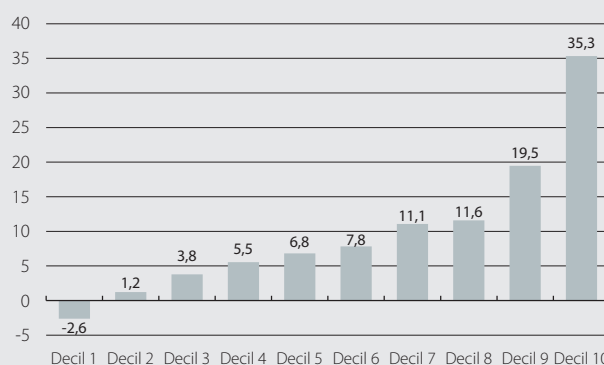
(% do rendimento disponível)



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

### Distribuição da poupança das famílias por decis de rendimento

(% da poupança total)



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

Famílias, tendo o mais recente sido publicado em 2024.<sup>3</sup> Neste, existe a possibilidade de melhor caracterizar em termos sociodemográficos o perfil de quem poupa. Em primeiro lugar, olhemos para os rendimentos de quem poupa (ver segundo gráfico). A grande conclusão que podemos retirar é que o grosso da poupança realizada no país está concentrada nos 20% de população com rendimentos mais elevados, mais concretamente 54,8%. Inclusive, os 10% de pessoas com rendimento mais baixo registam uma poupança negativa: a diferença entre o rendimento total de cada agregado familiar e o total de despesas de consumo é negativo. Sem espanto, a taxa de poupança (em % do rendimento disponível) também é significativamente mais elevada nos decis mais altos de rendimento (35,0% e 42,3%, respetivamente). Por fim, dizer também que a taxa de poupança é mais elevada no escalão etário acima dos 64 anos para todos os decis de rendimento.

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

1. Série longa disponibilizada pelo Banco de Portugal.

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

### Perspetivas para a Taxa de Poupança

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

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

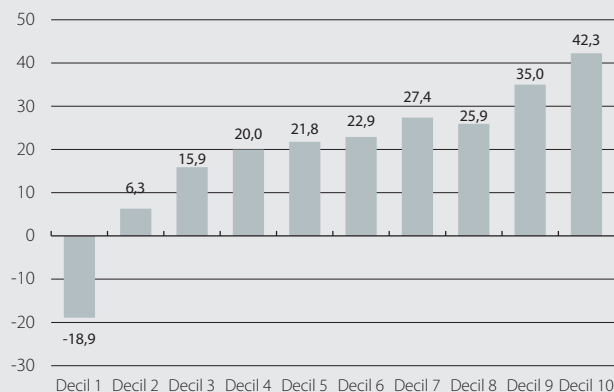
Alicerçados no nosso cenário central para as variáveis macroeconómicas utilizámos o modelo que estimámos para prever a evolução da poupança nos próximos anos (último gráfico). A tendência que apurámos parece indicar uma perspetiva de subida gradual da taxa de poupança nos próximos anos, com a média 2025-2030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

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

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

### Taxa de poupança média por decil de rendimento

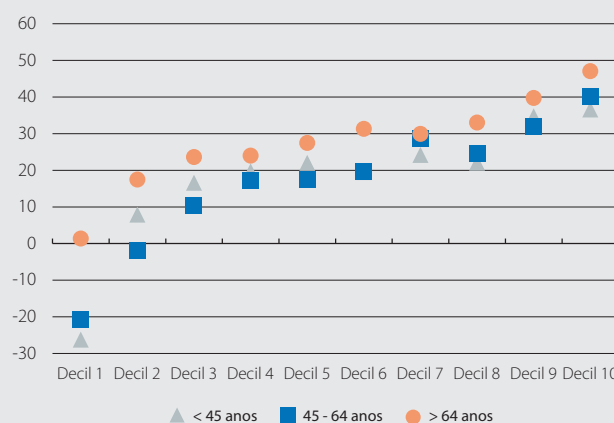
(% do rendimento disponível)



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

### Taxa de poupança por escalão etário

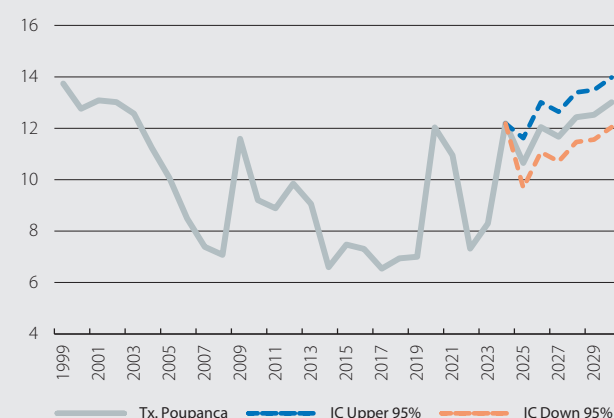
(% do rendimento disponível)



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

### Previsão para a Taxa de Poupança

(% do rendimento disponível)



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

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

Tiago Belejo Correia



# Detalhes da balança corrente portuguesa até ao 3T 2025

## O saldo da balança corrente encolheu até setembro

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

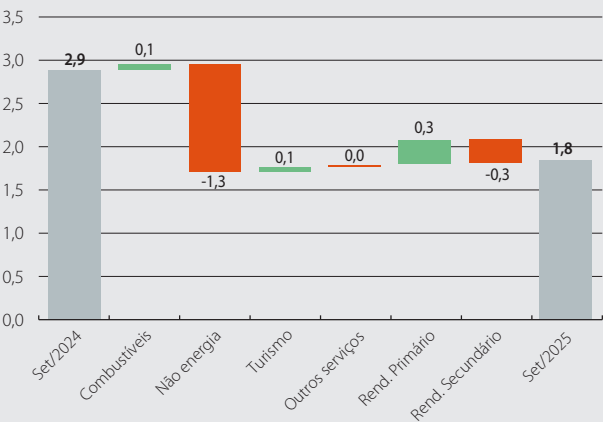
Analisando a evolução do saldo acumulado até setembro da balança corrente em termos absolutos, conclui-se que a redução do excedente face ao período homólogo de 2024 (-2.142 milhões de euros) justifica-se pelo aumento em 20% do défice da balança comercial de bens (para -21.599 milhões de euros), que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

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

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

## Evolução da balança corrente

(% do PIB e variação em p. p.)



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

## Evolução da balança corrente (por componente)

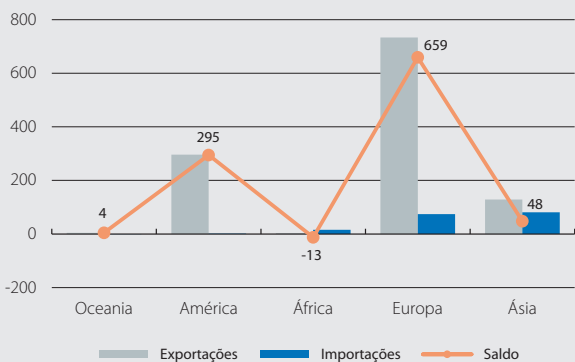
Valores acumulados até setembro (milhões de euros)

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

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

## Variação das exportações, importações e saldo da balança turística, por território de contraparte

Valores acumulados até setembro (milhões de euros)



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

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

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

## Balança de bens agrava-se devido ao aumento das importações

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

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

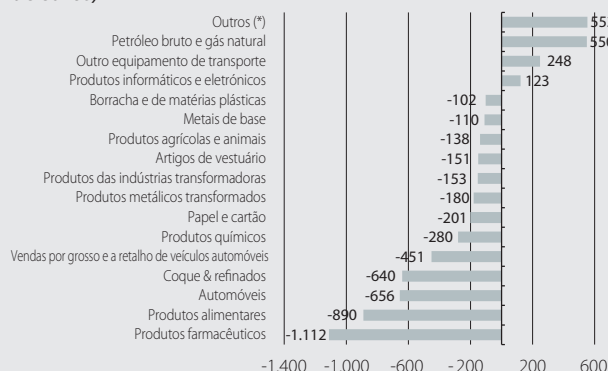
Analisando por tipo de produto, é possível concluir-se que a redução do saldo da balança de bens (–3.590 milhões de euros) se deve ao agravamento do saldo nos produtos farmacêuticos (–1.112 M€), alimentares (–890 M€), automóveis (–656 M€) e coque & refinados (–640 M€) e, em sentido contrário, foi registada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

### Dinâmica dos produtos farmacêuticos

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

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

Variação dos valores acumulados até setembro (milhões de euros)

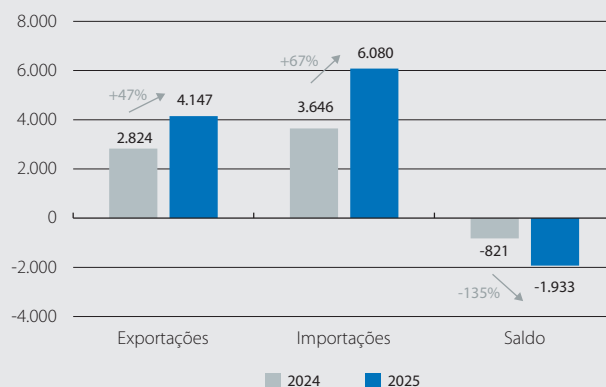


**Nota:** \* A rubrica «Outros» inclui outros produtos (classificação CPA 2008) cujas variações no saldo não foram tão significativas. Incorpora ainda o ajustamento para alinhar os valores do INE (Comércio Internacional) aos saldos apurados pelo Banco de Portugal.

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

## Evolução das exportações e importações de farmacêuticos

Valores acumulados até setembro (milhões de euros)



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

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

Pedro Avelar

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

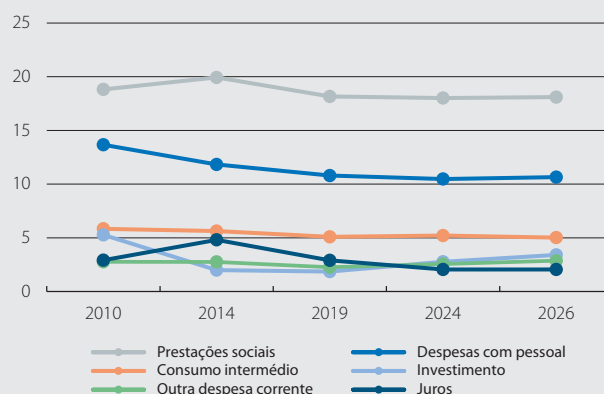
O aumento da despesa pública nos anos pós-pandemia tem suscitado alertas de várias instituições, pelo receio de que, no futuro, voltemos a ser observados com preocupação pelos investidores, agências de *rating* e parceiros internacionais. De facto, o aumento da despesa corrente primária, ou seja, a despesa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

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

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

### Principais rubricas da despesa pública em Portugal

(% PIB)



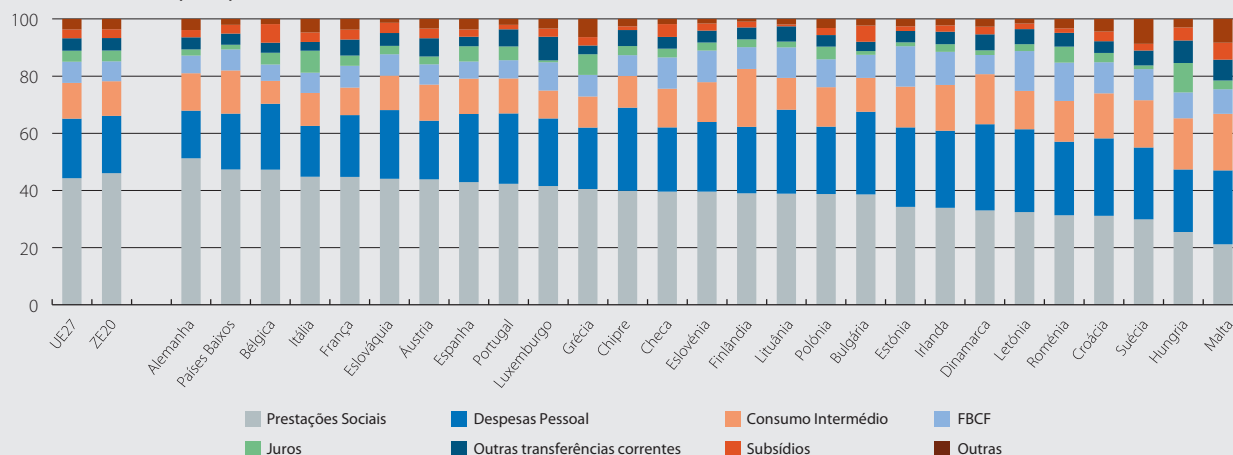
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

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

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

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

(% do total de despesa pública)



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

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

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

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

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

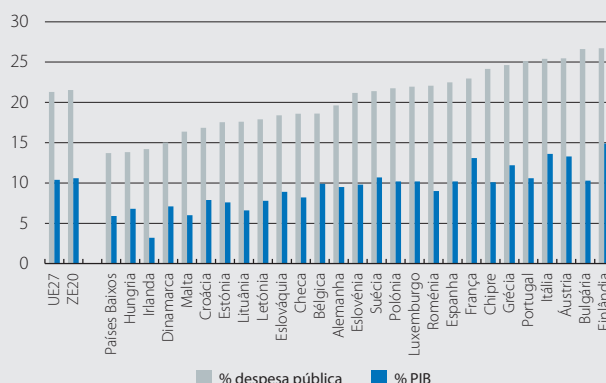
Por fim, também é relevante olharmos para a evolução dos juros, que regista um aumento de «apenas» 689 milhões de euros nos últimos 15 anos, ou seja, uma média de cerca de 46 milhões de euros por ano. O seu peso no PIB passou de 2,9% em 2010 para 2,1% em 2024, representando cerca de 4,8% da despesa pública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

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

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

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

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



Nota: Dados em contabilidade nacional.

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

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

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

Vânia Duarte

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

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



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

### O que mudou ao longo dos últimos 50 anos?

A área da Saúde em Portugal sofreu expressivas modificações desde a década de 1970, nomeadamente no que diz respeito ao número de profissionais formados, aumento da despesa pública alocada a investimentos na área e alteração nos hábitos e estilos de vida dos portugueses, com resultados diretos no aumento da esperança média de vida (EMV) e na redução da taxa de mortalidade infantil<sup>1</sup> (TMI). Em média, e de acordo com os dados de 2022, a população portuguesa apresenta uma EMV de 82,6 anos, acima do dado para a média da OCDE (82,3 anos), o que traduz um aumento de 14,4 anos na EMV em apenas 50 anos (o aumento verificado para o caso da média da OCDE foi de 10,4 anos). Na década de 1970, a TMI portuguesa (37,9) era substancialmente superior à da média da OCDE (16,6), sendo que atualmente se fixa em 2,6 para o caso de Portugal e 3,3 para a média da OCDE.

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

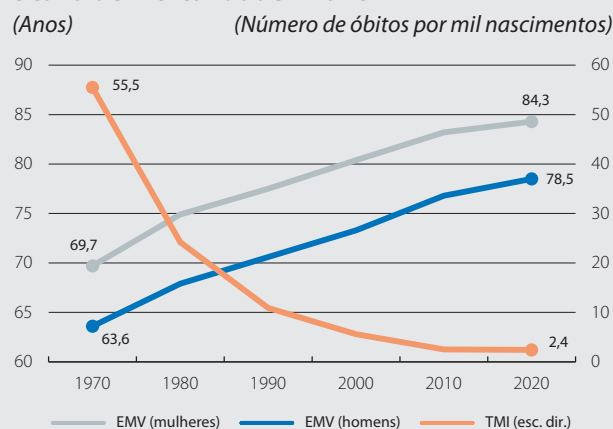
O investimento na capacitação de recursos humanos para a área da Saúde foi um dos pontos fulcrais para a melhoria dos resultados. Em 1970, apenas 1,9% das pessoas empregadas trabalhavam nesta área, ao passo que em 2022 o rácio já ultrapassava os 5%. Quando comparamos a década de 1970 com 2022, um dos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

### Vivemos mais, mas com mais qualidade?

Apesar de a EMV em Portugal ser superior à da média dos países da OCDE, o número de anos de vida saudáveis<sup>2</sup> da

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

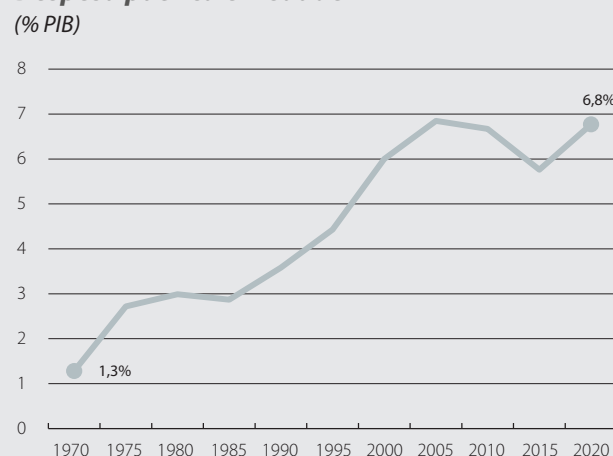
### Esperança média de vida à nascença (em anos) e taxa de mortalidade infantil\*



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

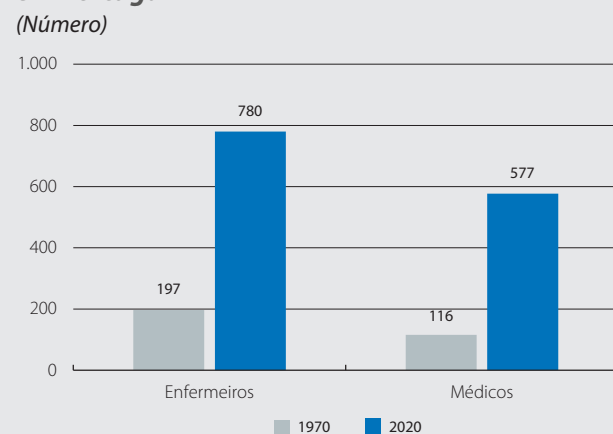
**Fonte:** BPI Research, com base em dados do INE e do Ministério da Saúde.

### Despesa pública em saúde



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

### Médicos e enfermeiros por 100.000 habitantes em Portugal



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

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

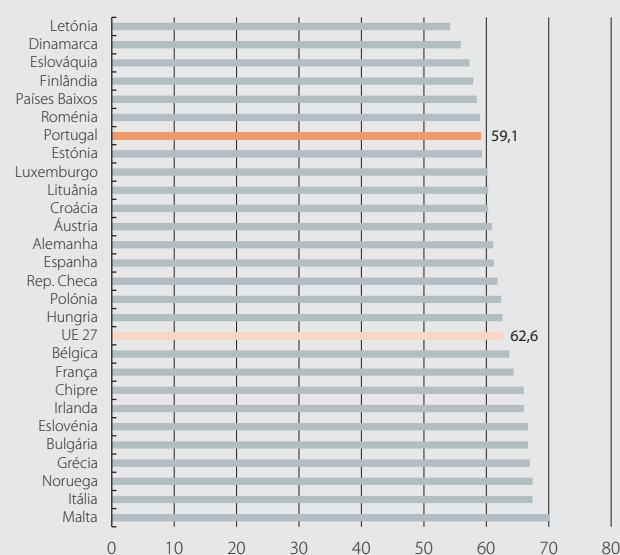
### O que se espera nos próximos anos para o SNS?

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

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

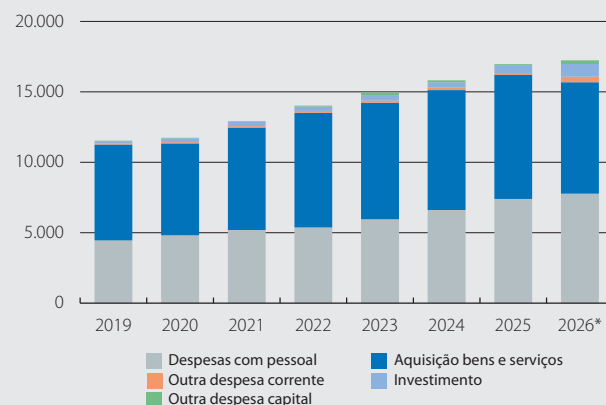
3. De acordo com o Eurostat, 40% dos portugueses com necessidades de saúde mencionam a existência de pelo menos um episódio em que não conseguiram aceder aos cuidados de saúde necessários (com destaque para a saúde oral e mental), sobretudo devido aos tempos de espera e motivos financeiros. A média da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

### Anos de vida saudável à nascença (2022)



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

### Desagregação das despesas com Saúde (Milhões de euros)



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

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

dos investimentos e reformas propostos. Estes projetos<sup>4</sup> são fundamentais para se enfrentar os desafios decorrentes do envelhecimento da população, aumento da incidência de doenças crónicas e as desigualdades no acesso aos cuidados de saúde. O objetivo final é a criação de um SNS mais resiliente, eficiente e acessível, que possa oferecer serviços de maior qualidade e dar uma melhor resposta às necessidades dos cidadãos.<sup>5</sup>

Pedro Avelar

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

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

**Indicadores de atividade e emprego**

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

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

**Preços**

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

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

**Setor externo**

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

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

**Crédito e depósitos dos setores não financeiros**

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

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

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

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