

Embargo até às 13h00
de 7 de outubro de 2025

BOLETIM ECONÓMICO

OUT. 2025



BANCO DE
PORTUGAL
EUROSISTEMA

BOLETIM ECONÓMICO

OUT. 2025

Em ficheiro anexo são disponibilizados os dados subjacentes
aos gráficos do *Boletim Económico*.

Não são divulgados dados de algumas fontes privadas.



BANCO DE PORTUGAL
EUROSISTEMA

Lisboa, 2025 • www.bportugal.pt

Índice

I A economia portuguesa: 2025–27 | 5

1 Projeções para a economia portuguesa em 2025–27 | 7

Caixa 1 • Enquadramento e políticas | 16

Caixa 2 • Desempenho recente das exportações portuguesas de bens para os EUA | 19

Caixa 3 • Empresas com elevada exposição ao mercado dos EUA: caracterização e exposição das instituições de crédito residentes | 22

Caixa 4 • Evolução das quotas de mercado das exportações de bens e serviços por grau de intensidade em tecnologia e conhecimento | 25

Caixa 5 • Exportações de turismo: desenvolvimentos recentes | 28

Caixa 6 • A reavaliação da estratégia de política monetária do BCE de 2025 | 32

II Tema em destaque | 35

A emigração dos jovens portugueses nas últimas décadas | 37

III Políticas em análise | 49

As medidas com incidência em empréstimos à habitação no contexto de subidas nas taxas de juro | 51

I A economia portuguesa: 2025–27

Caixa 1 Enquadramento e políticas

Caixa 2 Desempenho recente das exportações portuguesas de bens para os EUA

Caixa 3 Empresas com elevada exposição ao mercado dos EUA: caracterização e exposição das instituições de crédito residentes

Caixa 4 Evolução das quotas de mercado das exportações de bens e serviços por grau de intensidade em tecnologia e conhecimento

Caixa 5 Exportações de turismo: desenvolvimentos recentes

Caixa 6 A reavaliação da estratégia de política monetária do BCE de 2025

1 Projeções para a economia portuguesa em 2025–27

A atividade económica em Portugal deverá crescer 1,9% em 2025, 2,2% em 2026 e 1,7% em 2027, e a inflação deverá estabilizar em valores em torno de 2% no horizonte de projeção (Quadro I.1.1). A economia portuguesa tem enfrentado uma sucessão de choques externos, que incluem tensões comerciais e geopolíticas, e conflitos armados. O desempenho relativamente favorável no quadro da área do euro deverá continuar no horizonte de projeção, assente na robustez do mercado de trabalho, na capacidade de adaptação e inovação das empresas e na orientação da atividade para os serviços. As políticas monetária e orçamental também favorecem o crescimento da procura interna. Contudo, existem riscos significativos em torno das projeções.

Quadro I.1.1 • Projeções do Banco de Portugal: 2025–2027 | Taxa de variação anual em percentagem (exceto onde indicado)

	Pesos 2024	BE outubro 2025					BE junho 2025				
		2023	2024	2025 ^(p)	2026 ^(p)	2027 ^(p)	2023	2024	2025 ^(p)	2026 ^(p)	2027 ^(p)
Produto interno bruto (PIB)	100,0	3,1	2,1	1,9	2,2	1,7	2,6	1,9	1,6	2,2	1,7
Consumo privado	60,9	2,4	3,0	3,3	2,0	2,0	1,9	3,2	2,2	2,0	1,9
Consumo público	16,9	1,8	1,5	1,6	1,3	1,0	0,6	1,1	1,0	1,0	0,7
Formação bruta de capital fixo (FBCF)	20,4	6,0	4,2	3,0	5,3	0,6	3,6	3,0	2,1	5,8	0,1
Procura interna	98,2	2,2	2,9	3,6	2,5	1,5	1,7	2,6	2,3	2,5	1,3
Exportações	45,8	4,3	3,1	1,1	2,2	2,8	3,8	3,4	1,7	2,6	2,9
Importações	43,9	2,3	4,8	4,7	2,8	2,3	1,8	4,9	3,4	3,2	2,2
Emprego ^(a)		2,0	0,7	1,8	0,9	0,5	1,0	1,6	1,4	0,7	0,5
Taxa de desemprego ^(b)		6,5	6,4	6,2	6,3	6,3	6,5	6,4	6,4	6,4	6,4
Balança corrente e de capital (% PIB)		2,0	3,1	3,6	4,2	2,7	2,0	3,3	3,9	4,5	3,0
Balança de bens e serviços (% PIB)		1,5	2,3	1,6	1,6	1,8	1,5	2,3	1,6	1,7	2,0
Índice harmonizado de preços no consumidor (IHPC) ^(c)		5,3	2,7	2,2	1,9	2,0	5,3	2,7	1,9	1,8	1,9
Excluindo bens energéticos e alimentares		5,4	2,7	2,3	2,2	2,1	5,4	2,7	2,5	2,0	2,0
Deflador do PIB		7,5	4,8	4,1	2,9	2,3	7,0	4,5	2,7	2,4	2,4
PIB <i>per capita</i> ^(d)		1,9	1,1	1,1	1,7	1,4	-	-	-	-	-
PIB por indivíduo em idade ativa ^(e)		2,1	1,1	1,2	1,8	1,6	-	-	-	-	-
PIB por trabalhador ^(f)		1,1	1,4	0,1	1,3	1,2	-	-	-	-	-

Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) — projetado, % — percentagem. O fecho de dados do exercício de projeção é 29 de setembro. A projeção corresponde ao valor mais provável condicional ao conjunto de hipóteses consideradas. Pesos a preços correntes. (a) De acordo com o conceito de Contas Nacionais. (b) Em percentagem da população ativa. (c) As projeções do IHPC foram obtidas a partir de uma nova versão do modelo mensal para a inflação (MIMO, a divulgar) que substitui a versão anterior apresentada em Maria et al. (2007). (d) O PIB *per capita* corresponde ao rácio do PIB pela população total, segundo as Estatísticas Demográficas divulgadas pelo INE. (e) O PIB por indivíduo em idade ativa corresponde ao rácio do PIB pela população com idade entre 16 e 74 anos. (f) O PIB por trabalhador corresponde ao rácio do PIB pelo número de trabalhadores, de acordo com o conceito de emprego das Contas Nacionais.

O enquadramento internacional continua marcado por tensões comerciais, pela incerteza e pela apreciação do euro, mas os efeitos na procura externa são, para já, limitados. A projeção considera que os direitos aduaneiros impostos pelos EUA aos bens exportados pela União Europeia (UE) se mantêm nos valores atuais, sendo superiores aos do Boletim anterior (Caixa 1 — Enquadramento e políticas). A evidência sugere que a imposição destes direitos, a par de outras alterações ocorridas desde a eleição da nova administração norte-americana, se refletiu numa redução das exportações portuguesas para os EUA (Caixa 2 — Desempenho recente das exportações portuguesas de bens para os EUA). A evolução da procura externa dirigida a Portugal, com um peso dominante da UE, também reflete

a moderação das trocas internacionais no curto prazo (Caixa 1 — Enquadramento e políticas). Num cenário de manutenção do funcionamento regular das cadeias de abastecimento globais e de redução gradual da incerteza, espera-se que o crescimento da procura externa recupere a partir do primeiro trimestre de 2026. O seu crescimento médio no horizonte de projeção situa-se em 2,7%, um valor próximo do observado na última década (2,6%).

O alívio das condições financeiras, as transferências líquidas da UE e a política orçamental ajudam a sustentar o crescimento da atividade. O impacto da política monetária sobre o PIB na área do euro é cada vez menos negativo, após um período de restritividade que contribuiu para a convergência da inflação para o objetivo de 2%. O sistema financeiro português mostra-se robusto, sendo reduzida a exposição das instituições de crédito às empresas mais vulneráveis ao mercado dos EUA (Caixa 3 — Empresas com elevada exposição ao mercado dos EUA: caracterização e exposição das instituições de crédito residentes). As transferências líquidas da UE deverão ser historicamente elevadas em 2025–26 (2,1% e 2,9% do PIB, respetivamente). Para 2027, projeta-se uma redução para 1,3%, que compara com uma média de 1,1% na última década. Esta evolução é determinada pelas subvenções que financiam o Plano de Recuperação e Resiliência (PRR). Assumindo que o PRR será concluído no prazo estipulado, deverão ser executados projetos no valor equivalente a 3,7% do PIB em 2025–26. Em 2027, os recebimentos de fundos europeus estarão exclusivamente associados ao atual quadro financeiro plurianual. No plano interno, após a publicação do anterior Boletim, foram tomadas novas medidas orçamentais com impacto positivo no rendimento disponível das famílias em 2025, nomeadamente uma nova redução do imposto sobre o rendimento das pessoas singulares (IRS), com efeitos retroativos ao início do ano, e um suplemento extraordinário para as pensões mais baixas. À semelhança do que se verificou em 2024, a atualização das tabelas de retenção na fonte para refletir as alterações do IRS introduz volatilidade no perfil trimestral do rendimento disponível, com efeitos ainda em 2026.

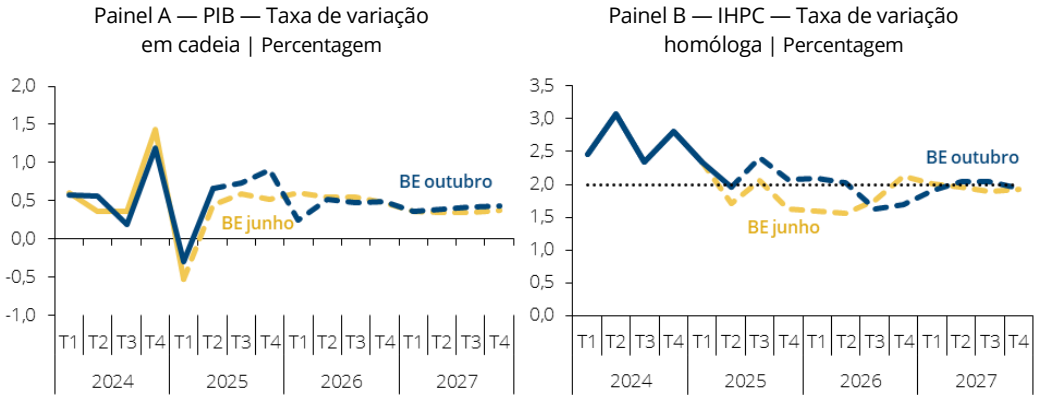
A revisão de 0,3 pontos percentuais (pp) do crescimento do PIB para 2025 reflete a incorporação dos dados mais recentes de contas nacionais e um maior crescimento projetado para o segundo semestre. A divulgação dos resultados das contas nacionais anuais revelou um maior crescimento do PIB em 2023 e 2024 (0,5 e 0,2 pp, respetivamente).¹ Estas revisões refletem um maior contributo da procura interna (líquido de conteúdo importado). Em 2023, houve revisões em alta nos contributos do consumo privado, consumo público e investimento, enquanto em 2024 a revisão esteve essencialmente associada a um maior contributo do investimento. A variação em cadeia do PIB do primeiro trimestre foi também revista em alta pelo Instituto Nacional de Estatística (INE) e a do segundo trimestre ficou acima da projetada no BE de junho (0,2 e 0,3 pp, respetivamente).

A revisão da projeção do crescimento da atividade em 2025 reflete um contributo da procura interna 0,7 pp mais forte do que o antecipado. Do lado do consumo privado, a revisão em alta reflete o melhor desempenho do rendimento disponível, traduzindo um crescimento dos rendimentos do trabalho superior ao esperado e o efeito das novas medidas orçamentais. Refira-se que o impacto no consumo privado das medidas orçamentais introduzidas em 2024 induziu uma volatilidade no crescimento do PIB superior ao habitual no final de 2024 e início de 2025 (Gráfico I.1.1 — Painel A). Projeta-se um perfil análogo na segunda metade de 2025 e no primeiro trimestre de 2026 em consequência das novas medidas anunciadas este ano, em parte de natureza temporária. Contudo, assume-se que as famílias terão agora uma melhor perceção do seu impacto no perfil trimestral do rendimento disponível, o que se traduz num maior alisamento do consumo. Na formação bruta de capital fixo (FBCF), a revisão em alta está associada às componentes pública e residencial. O mercado de habitação não parece estar a ser negativamente afetado pelo atual enquadramento de incerteza,

¹ Para mais detalhes consultar o [destaque](#) do INE.

num contexto de diminuição das taxas de juro e de procura robusta. Na primeira metade de 2025, os preços cresceram cerca de 17% em termos homólogos, o número de transações de imóveis cerca de 20% e o *stock* de crédito à compra de habitação quase 6%. As medidas governamentais de apoio à aquisição de habitação pelos jovens terão contribuído para este dinamismo.

Gráfico I.1.1 • Projeções trimestrais para o PIB e para a inflação



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Nota: As linhas a tracejado correspondem aos valores projetados nos *Boletins Económicos* de junho e outubro de 2025.

Em sentido contrário, as exportações são revistas em baixa, traduzindo o desempenho mais fraco do que o esperado na primeira metade do ano, comum a bens e serviços. Neste período, as exportações estagnaram, não obstante o maior dinamismo do comércio mundial no início do ano, em antecipação dos aumentos dos direitos aduaneiros.

No horizonte de projeção, o PIB deverá crescer 2,0% em média, uma taxa próxima da observada em 2020–24, mas com um maior contributo da procura interna (Gráfico I.1.2).

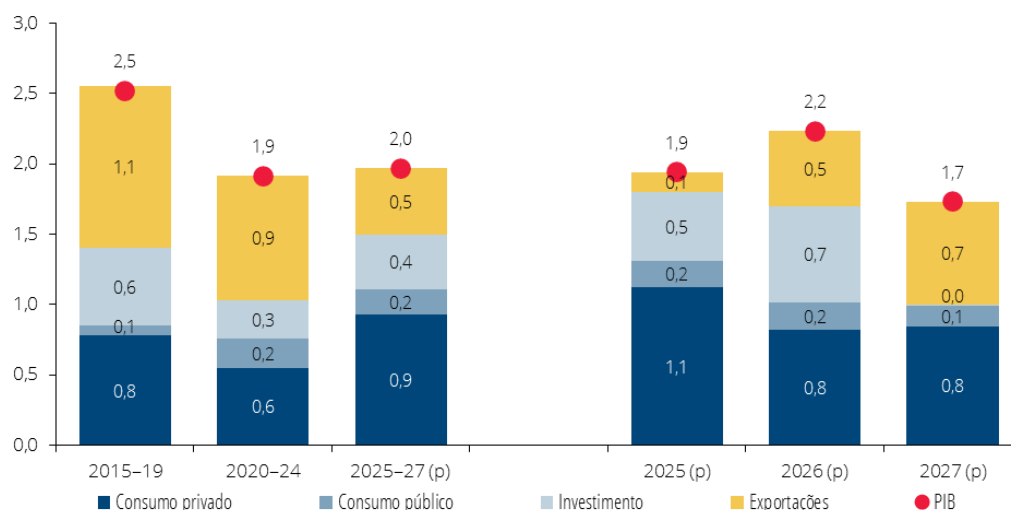
O consumo privado deverá ter um contributo médio de 0,9 pp no horizonte de projeção. Após o dinamismo excecional de 2024, o rendimento disponível real das famílias terá aumentos mais moderados em 2025–27 (7,2% em 2024, 3,0% em 2025, 0,9% em 2026 e 2,1% em 2027) (Gráfico I.1.3). Esta evolução reflete um arrefecimento do mercado de trabalho, e o impacto contemporâneo e desfasado das medidas orçamentais. A taxa de poupança diminui no horizonte de projeção, traduzindo a hipótese de dissipação da incerteza e o alisamento do perfil de consumo. Em 2027, a taxa de poupança mantém-se acima da média da década de 2010 (11,4% e 7,9%, respetivamente), num ambiente de taxas de juro mais elevadas.

A FBCF total deverá crescer 3,0% em 2025, 5,3% em 2026 e 0,6% em 2027, com um perfil diferenciado entre as componentes pública, de habitação e empresarial (Quadro I.1.1). O dinamismo do investimento público deverá destacar-se em 2025–26, seguido de uma queda em 2027, com o fim do período de execução do PRR. Projeta-se que o investimento em habitação cresça 3,4% em média em 2025–27, que compara com um aumento de 4,6% na última década. A FBCF empresarial deverá diminuir 1,4% em 2025, refletindo o adiamento de decisões de investimento, e crescer 3,4% em média em 2026–27. Esta recuperação reflete a redução esperada da incerteza, beneficiando também da diminuição das taxas de juro, da disponibilidade de fundos europeus, do dinamismo da procura global e da situação financeira robusta das empresas.

O crescimento médio das exportações deverá reduzir-se para 2,0% em 2025–27, que compara com 4,6% na última década. O desempenho favorável das exportações no passado reflete ganhos de quota de mercado (Caixa 4 — Evolução das quotas de mercado das exportações de bens e serviços por grau de intensidade em tecnologia e conhecimento). Porém, as indicações preliminares para o primeiro

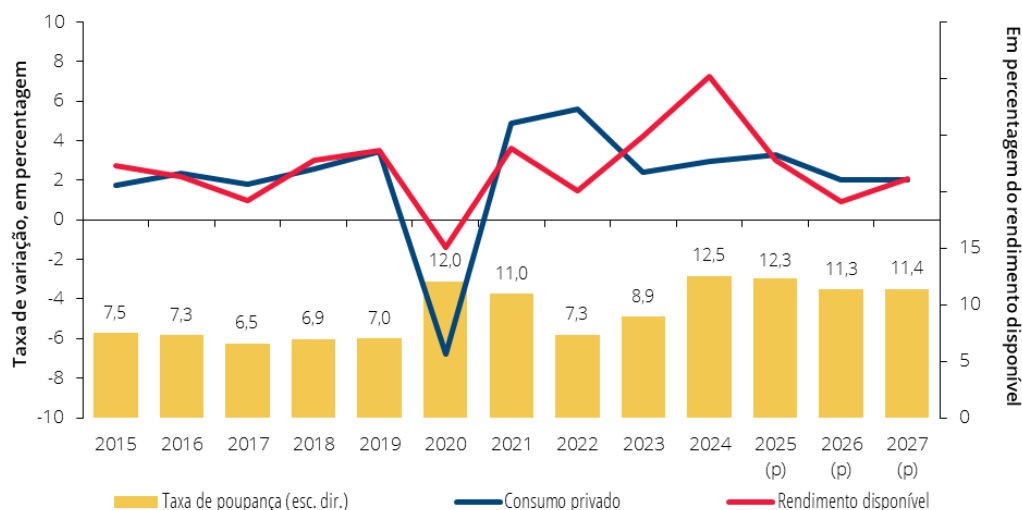
semestre de 2025 são negativas, num quadro de turbulência das trocas comerciais globais. Neste contexto, é feita uma avaliação conservadora da evolução da quota de mercado das exportações, assumindo-se a ausência de ganhos, em média, no horizonte de projeção. Esta avaliação também é extensível ao turismo. Após o dinamismo elevado do período pós-pandemia, espera-se uma normalização do crescimento para uma taxa média de 2,5% em 2025–27 (Caixa 5 — Exportações de turismo: desenvolvimentos recentes).

Gráfico I.1.2 • Crescimento do PIB e contributos das componentes da despesa líquidos de conteúdo importado | Em percentagem e pontos percentuais



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) — projetado. A soma das barras em diferentes tons de azul (consumo privado, consumo público e investimento) corresponde ao contributo da procura interna. A metodologia de cálculo dos contributos líquidos de conteúdo importado está descrita em Cardoso e Rua (2021), “O real contributo da procura final para o crescimento do PIB”, *Revista de Estudos Económicos* do Banco de Portugal, Volume VII, n.º 3.

Gráfico I.1.3 • Crescimento do consumo privado e do rendimento disponível e taxa de poupança

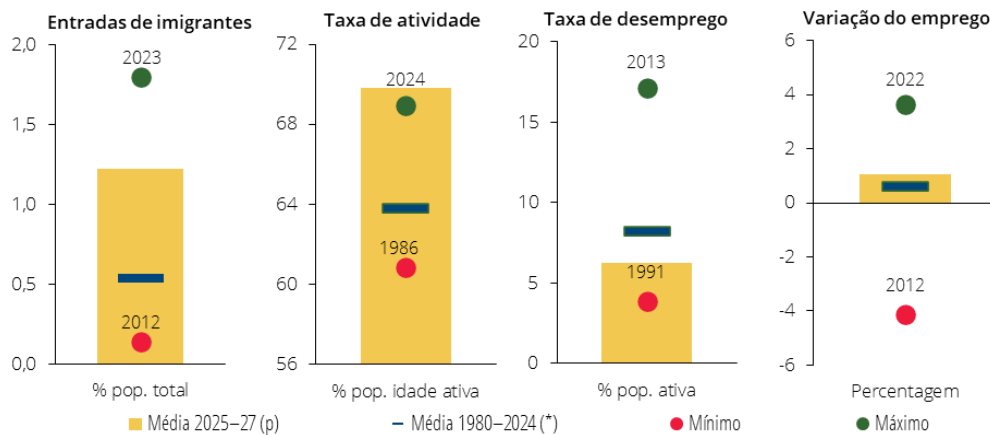


Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) — projetado. O consumo privado e o rendimento disponível são deflacionados com o deflator do consumo privado. O rendimento disponível é ajustado pela variação da participação líquida das famílias nos fundos de pensões. A taxa de poupança é o rácio entre a poupança e o rendimento disponível, ambos em termos nominais.

Projeta-se um abrandamento do emprego e uma estabilização da taxa de desemprego em valores baixos. Após um crescimento de 1,3% em média em 2023–24 e 1,9% na primeira metade de 2025, o emprego deverá continuar a registar aumentos no horizonte de projeção, embora progressivamente menores (1,8% em 2025, 0,9% em 2026 e 0,5% em 2027). Esta dinâmica reflete aumentos contidos da taxa de atividade — que deverá situar-se em valores historicamente altos — e da população em idade ativa (Gráfico I.1.4). O crescimento populacional continuará a ser sustentado pela entrada no país de mão de obra estrangeira, embora com fluxos gradualmente menores, após o máximo observado em 2023. Neste contexto de crescimentos modestos da população ativa e do emprego, a taxa de desemprego situar-se-á em 6,3% em média.

Na primeira metade de 2025, a atividade e o emprego nos serviços cresceram mais do que nas outras atividades (Gráfico I.1.5). Este padrão reforça a orientação da economia portuguesa para os serviços, que pesavam cerca de três quartos da atividade e do emprego em 2024 (cerca de 70% e 54% em 2000, respetivamente). Este processo de terciarização acompanha o desenvolvimento da generalidade das economias. Dado que os serviços são tipicamente menos voláteis do que as outras atividades (à exceção de situações-limite, como por exemplo uma pandemia) este fator torna a economia portuguesa mais resistente a choques.

Gráfico I.1.4 • Evolução demográfica e no mercado de trabalho



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) — projetado. (*) A média, o máximo e o mínimo são calculados com base em dados de 1980 a 2024, exceto no caso dos imigrantes, cuja amostra começa em 1992. Os imigrantes são as pessoas (nacionais ou estrangeiras) que, no período de referência, entraram no país com a intenção de permanecer por um período igual ou superior a um ano, tendo residido no estrangeiro por um período contínuo igual ou superior a um ano. A taxa de atividade é o rácio entre a população ativa e a população em idade ativa. A população ativa é a soma dos empregados e desempregados, de acordo com o Inquérito ao Emprego. A série do emprego refere-se ao conceito das Contas Nacionais.

O diferencial positivo de crescimento face à área do euro é parcialmente explicado pela dinâmica populacional em Portugal, refletindo também uma evolução mais favorável da produtividade. Tendo por base as projeções do Eurosistema, o crescimento do PIB em Portugal deverá manter-se superior ao da área do euro em 0,8 pp, em média, em 2025–27 (0,7 pp em 2020–24). Se considerarmos medidas que descontam a evolução da população ou do emprego, o diferencial situa-se em torno de 0,4 pp em 2025–27 (0,4 pp em 2020–24) (Gráfico I.1.6). Este diferencial reflete um contributo dominante da produtividade nas projeções do crescimento da atividade em Portugal (1,0 pp em média em 2025–27).

Este padrão de crescimento assente na produtividade deverá traduzir as diversas transformações favoráveis que a economia portuguesa registou nos últimos dez anos.² As empresas portuguesas

² Para mais detalhes, veja-se a Caixa 2 — Perspetivas para a evolução do produto potencial, do *Boletim Económico* de março de 2025.

têm mostrado que são competitivas nos mercados internacionais, ganhando quota nos produtos com maior incorporação de tecnologia e conhecimento (Caixa 4 — Evolução das quotas de mercado das exportações de bens e serviços por grau de intensidade em tecnologia e conhecimento), o que contrasta com o desempenho menos favorável da área do euro.³ Mais emprego tem sido criado em Portugal nestes setores, que pagam remunerações superiores à média da economia, num contexto de aumento gradual das qualificações da população. Estes fatores contribuem para aumentar a capacidade de absorver choques e promovem o crescimento potencial da economia. No horizonte de projeção, o PIB potencial deverá aumentar em torno de 2%, uma taxa próxima da do PIB.

Gráfico I.1.5 • Dinâmica dos serviços vs. outras atividades | Índice 2019 T4 = 100

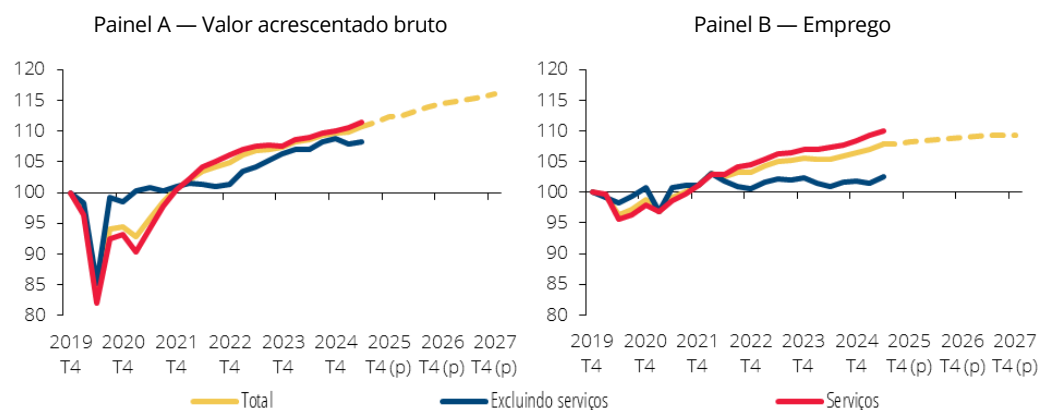
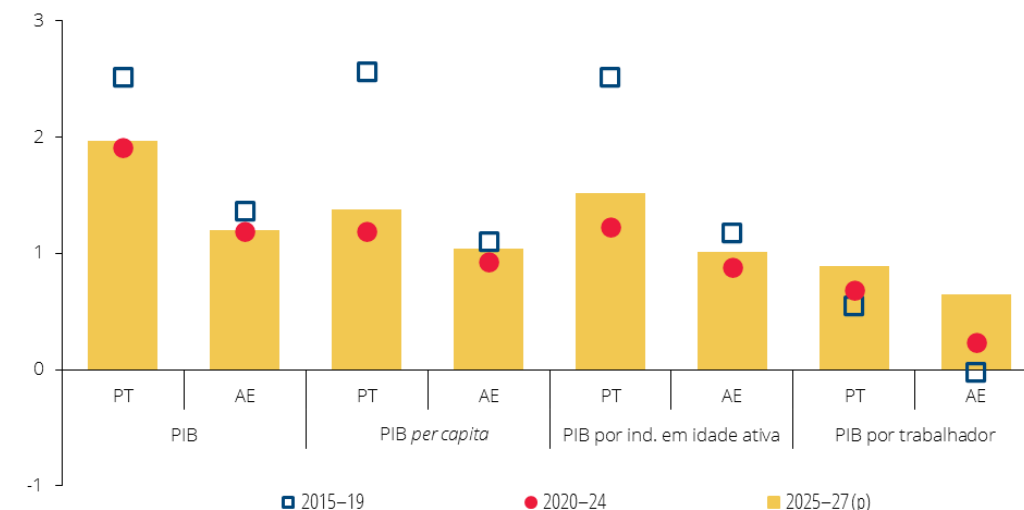


Gráfico I.1.6 • Perspetivas sobre a evolução do PIB: total, *per capita*, por indivíduo em idade ativa e por trabalhador | Taxa de variação média anual, em percentagem



³ Banin et al. (2025). "Have euro area exports missed the tech train?" *ECB Economic Bulletin*, Volume 2 / 2025, 49–54.

A inflação aproxima-se do objetivo de estabilidade de preços no horizonte de projeção. A inflação diminuiu para 2,0% no segundo trimestre de 2025, aumentando para 2,5% na média de julho e agosto (Gráfico I.1.1 — Painel B). Este perfil está associado aos preços dos bens energéticos, alimentares e produtos voláteis ligados ao turismo. Em particular, os preços dos bens alimentares não transformados têm registado aumentos significativos (variação homóloga de 4,9% no segundo trimestre de 2025 e 8,4% na média de julho e agosto), que também se verificam noutros países, motivados por fatores específicos a estes produtos que se assumem transitórios (por exemplo, surtos de gripe das aves e más colheitas).

A taxa de variação homóloga do índice harmonizado de preços no consumidor (IHPC) excluindo bens energéticos, alimentares e produtos voláteis ligados ao turismo — indicador que aproxima melhor a tendência subjacente dos preços — tem uma trajetória estável, situando-se em 2,3% no segundo trimestre e 2,4% na média de julho e agosto. Em média anual, a inflação deverá diminuir de 2,7% em 2024 para 2,2% em 2025 e 1,9% em 2026 e situar-se em 2,0% em 2027. Face ao Boletim de junho, a inflação foi revista em alta em 2025 (0,3 pp), refletindo a revisão em alta dos preços dos bens energéticos e alimentares. A projeção para a inflação excluindo estes bens foi revista em baixa, traduzindo uma variação mais baixa do que o esperado dos preços dos bens industriais não energéticos (-0,4 pp) e um crescimento ligeiramente maior dos preços dos serviços (0,1 pp). Esta reavaliação das projeções reflete revisões com sinais contrários nos preços de importação (em baixa) e nos custos laborais (em alta). Tendo por base as projeções do Eurosistema, o diferencial de inflação face à área do euro permanecerá próximo de zero.

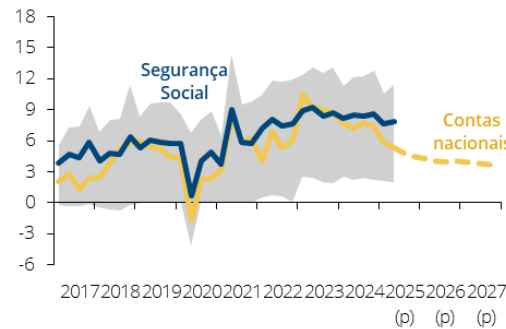
A apreciação do euro e a redução dos preços internacionais das matérias-primas geram pressões desinflationistas. Os preços de importação de bens excluindo energéticos diminuem 1,2% em 2025 (aumento de 0,7% no Boletim anterior). A redução do preço do petróleo em dólares face a 2024 e o abrandamento da atividade global também contribuem para moderar a inflação de origem externa (Caixa 1 — Enquadramento e políticas).

Projeta-se uma diminuição gradual das pressões inflacionistas internas com origem nos custos laborais. Os salários cresceram 5,6% na primeira metade de 2025, após os aumentos de 8,4% em média em 2023–24, negociados num contexto de inflação elevada. Contudo, esta desaceleração está a ser mais lenta do que o projetado no Boletim anterior. De acordo com os registos da Segurança Social, o intervalo das variações salariais mais comuns inclui aumentos até 10% na primeira metade de 2025 (Gráfico I.1.7). Metade dos trabalhadores teve um crescimento salarial de pelo menos 6%. A projeção aponta para variações gradualmente mais contidas, compatíveis com uma inflação próxima do objetivo de 2% do Banco Central Europeu (BCE), com uma evolução dos salários reais alinhada com a do produto por trabalhador e com as atualizações anunciadas para o salário mínimo nacional (5,7% em 2026 e 5,4% em 2027, após 6,1% em 2025). Assim, as remunerações médias deverão crescer 5,1% em 2025, 4,1% em 2026 e 3,8% em 2027. Os aumentos salariais no setor público serão superiores, refletindo o efeito do acordo plurianual de valorização dos trabalhadores da administração pública, assinado em novembro de 2024, bem como o impacto das revisões de carreiras e das regras de progressão na função pública.

As expetativas de inflação permanecem ancoradas, embora num contexto de maior incerteza e volatilidade. Apesar de a variação média dos preços ter regressado a valores em torno de 2%, tal como observado em 2017–18, atualmente existe uma maior dispersão das variações dos índices elementares do cabaz de produtos subjacente ao cálculo do IHPC (Gráfico I.1.8). O BCE reconheceu, aquando da reavaliação da sua estratégia, que os desenvolvimentos futuros da inflação poderão ser mais voláteis e incertos do que no passado, o que deve ser tido em conta na condução da política monetária (Caixa 6 — A reavaliação da estratégia de política monetária do BCE de 2025).

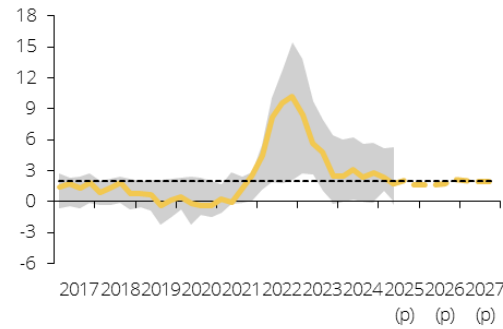
A economia portuguesa está em melhores condições do que no passado para absorver choques, mas existem riscos importantes no horizonte. Um agravamento das tensões comerciais e geopolíticas implicaria perturbações nas cadeias de abastecimento globais, com efeitos negativos no comércio mundial e na procura externa dirigida a Portugal. As tensões comerciais e geopolíticas podem levar um aumento dos preços das matérias-primas, em particular das energéticas, cujo efeito inflacionista seria reforçado em caso de aumentos de direitos aduaneiros mais generalizados, incluindo por parte da UE (Gráfico I.1.9, Risco 1). Se estas tensões se intensificarem, os efeitos sobre a confiança e os mercados financeiros e cambiais serão mais adversos, gerando uma recessão global, com impacto negativo sobre a inflação (Risco 2).

Gráfico I.1.7 • Taxa de variação homóloga trimestral dos salários | Percentagem



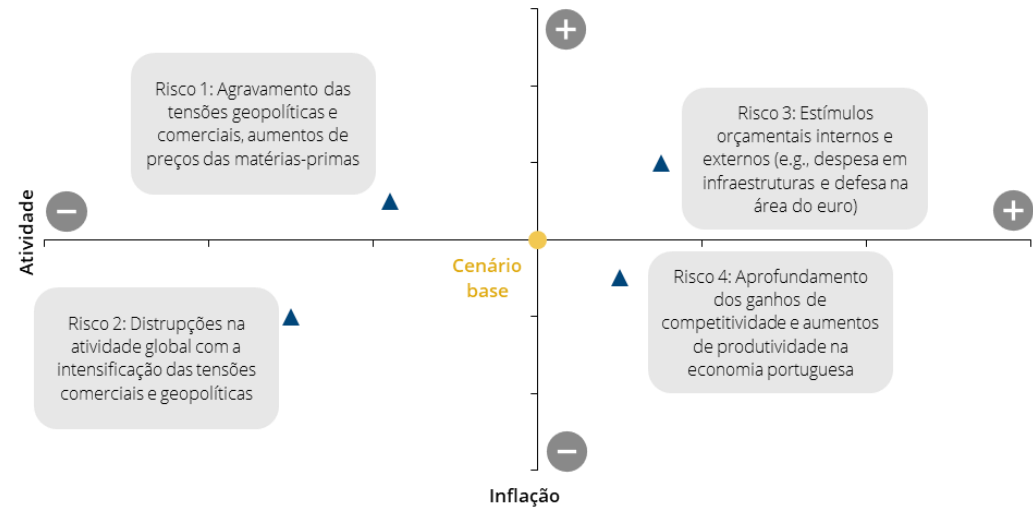
Fontes: Banco de Portugal, INE e Segurança Social. | Notas: (p) — projetado. A linha amarela a tracejado apresenta as projeções do Banco de Portugal. Os salários das contas nacionais referem-se às remunerações por empregado, em dinheiro ou em espécie, incluindo as contribuições dos empregadores. Os salários da Segurança Social referem-se ao total das remunerações declaradas por trabalhador por conta de outrem. O sombreado cinzento representa o intervalo entre os percentis 25 e 75, ou seja, representa o intervalo das variações dos salários declarados na Segurança Social que exclui 25% das variações mais baixas e 25% das variações mais altas.

Gráfico I.1.8 • Taxa de variação homóloga trimestral do IHPC | Percentagem



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) — projetado. A linha amarela a tracejado apresenta as projeções do Banco de Portugal. O sombreado cinzento representa o intervalo entre os percentis 25 e 75, ou seja, representa o intervalo das variações dos preços do cabaz de bens e serviços que exclui 25% das variações mais baixas e 25% das variações mais altas. A linha preta a tracejado assinala o objetivo de estabilidade de preços (2%).

Gráfico I.1.9 • Ilustração do impacto dos riscos na atividade e na inflação



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: O gráfico ilustra de forma esquemática os principais riscos identificados em torno do cenário base (assinalado na origem dos eixos). Cada risco é representado por um triângulo, que indica a posição relativa, em termos de impacto na atividade e inflação, face ao cenário base.

A política orçamental nacional e nos países europeus pode gerar maior estímulo à atividade, com efeitos inflacionistas, por exemplo através do aumento da despesa em defesa e infraestruturas (Risco 3). Um cenário de manutenção do bom desempenho das empresas que permitisse ganhos de quota das exportações no horizonte de projeção, em linha com os observados na última década, também teria um efeito positivo sobre a atividade (Risco 4). Globalmente, considera-se que os riscos são predominantemente negativos para o crescimento da atividade e equilibrados para a inflação.

A existência de desafios ao crescimento reforça a importância das políticas e reformas estruturais.

Para além de uma conjuntura volátil, os desafios demográficos, as transições climática e energética, bem como o desenvolvimento e utilização das novas tecnologias digitais são desafios incontornáveis e globais. Para aumentar o bem-estar material, ambiental e social da população é crucial que se estimule o investimento em capital físico e humano, promovendo a sua qualidade e a inovação. A previsibilidade das políticas e a continuação da redução sustentada dos rácios de endividamento das empresas, famílias e administrações públicas são também condições necessárias para a estabilidade macroeconómica e para o crescimento sustentável.

Caixa 1 • Enquadramento e políticas

A economia mundial deverá manter um crescimento resiliente em 2025–27, num contexto marcado pelo aumento de direitos aduaneiros e por uma redução da incerteza na sequência dos recentes acordos comerciais entre os EUA e os seus principais parceiros. O crescimento mundial, que havia estabilizado em 3,2% em 2024, reduz-se para 3,1% em 2025 e 2,8% em 2026, recuperando para 3,0% em 2027 (Quadro C1.1). A revisão em alta face às hipóteses do Boletim de junho, de 0,2 pp em 2025 e 0,1 pp em 2026, reflete, para além da surpresa positiva no crescimento das principais economias no primeiro semestre, a política orçamental expansionista nos EUA e a expectativa de redução gradual da incerteza (Gráfico C1.1). Os indicadores mostram que já se verificou uma correção da incerteza face ao pico recente, mas que esta permanece elevada em termos históricos, esperando-se uma diminuição ao longo do horizonte. Estes fatores deverão compensar o impacto negativo da subida dos direitos aduaneiros. As hipóteses do exercício de projeção têm em conta o recente acordo entre os EUA e a UE, assumindo que a taxa aduaneira a aplicar corresponde a 15% ou à taxa da nação mais favorecida, se esta for mais elevada, para os bens que não são afetados por direitos aduaneiros setoriais.⁴ Tal compara com uma hipótese de manutenção de uma taxa universal de 10% nas projeções de junho.

Após o dinamismo do início do ano, o PIB na área do euro terá crescido apenas marginalmente no segundo e terceiro trimestres, projetando-se um dinamismo moderado nos próximos anos.

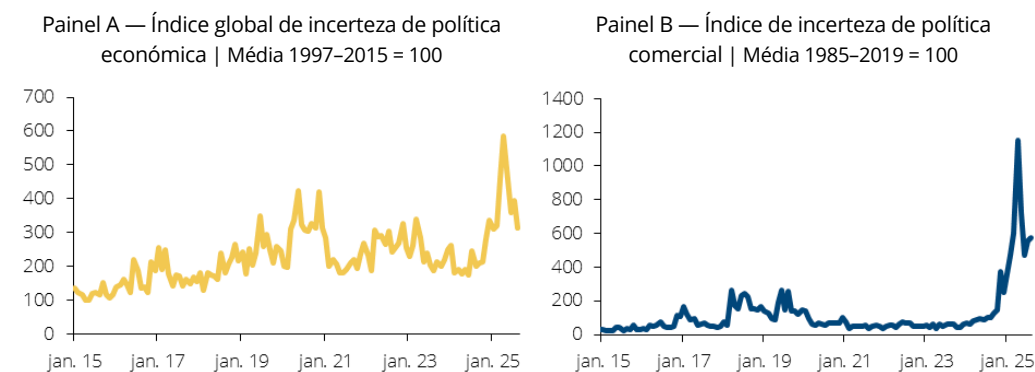
A evolução em 2026 e 2027 beneficia da redução gradual da incerteza, das condições financeiras mais favoráveis e do estímulo orçamental associado às despesas com defesa e infraestruturas. O PIB na área do euro aumentou 0,6% em cadeia no primeiro trimestre, impulsionado pela antecipação de exportações associada à incerteza sobre os direitos aduaneiros, e abrandou para 0,1% no segundo, com a dissipação deste efeito e o impacto do aumento desses direitos. A projeção do BCE aponta para uma estagnação no terceiro trimestre e uma recuperação para 0,2% no último trimestre. Nos próximos anos, o crescimento médio do PIB em cadeia será de 0,3%. Em termos anuais, o crescimento do PIB deverá situar-se em 1,2% em 2025, 1,0% em 2026 e 1,3% em 2027, correspondendo a revisões de 0,3 pp em 2025 e de -0,1 pp em 2026 face às projeções de junho (Quadro C1.1).

⁴ Os direitos aduaneiros setoriais incluem a duplicação das tarifas sobre o aço e o alumínio (para 50%) e uma nova tarifa de 50% sobre o conteúdo de alumínio e aço de 407 produtos, bem como sobre o cobre de forma mais ampla. Os automóveis e componentes estão sujeitos a direitos de 15% (25% nas projeções de junho), enquanto às aeronaves e suas peças só se aplica agora a taxa da nação mais favorecida. Para os produtos atualmente sob investigação pela administração norte-americana, nomeadamente produtos farmacêuticos, semicondutores e madeira, assume-se que os direitos aduaneiros aplicáveis são os que vigoravam antes da tomada de posse da atual administração, o que corresponde a uma taxa próxima de zero.

O comércio mundial abranda em 2025–26 sob o impacto do aumento das tarifas, mas os efeitos sobre a procura externa dirigida à economia portuguesa são mais contidos. O crescimento do comércio mundial deverá reduzir-se de 3,1% em 2024 para 2,8% em 2025 e 1,6% em 2026, recuperando para 3,0% em 2027. Estes valores representam uma revisão em baixa, face às projeções de junho, de 0,2 pp em 2026 e de 0,1 pp em 2027 (Quadro C1.1). A procura externa dirigida a Portugal, cujas exportações se destinam maioritariamente à UE, apresenta menor vulnerabilidade a estes choques. Espera-se que a sua taxa de crescimento aumente para 3,3% em 2025 — refletindo o forte aumento no primeiro trimestre das importações dos parceiros comerciais — e diminua para 1,9% em 2026, com posterior recuperação em 2027 (2,8%). Estes valores correspondem a uma revisão em alta em 2025 (0,6 pp) e em baixa em 2026 (-0,2 pp).

As hipóteses do exercício incorporam uma evolução contida das pressões inflacionistas externas, incluindo uma redução dos preços internacionais das matérias-primas. O preço do petróleo em euros reduz-se em 2025 e 2026 (-17,6% e -9,5%, respetivamente), mas de forma menos acentuada do que a considerada nas projeções de junho (Gráfico C1.2 — Painel A). Em contraste, os preços das matérias-primas não energéticas foram revistos em baixa, devendo apresentar uma variação próxima de zero em 2025 e de -4,2% em 2026 (Gráfico C1.2 — Painel B). A apreciação do euro contribui para atenuar as pressões inflacionistas de origem externa, projetando-se também uma moderação dos custos laborais na área do euro ao longo do horizonte. Deste modo, a inflação na área do euro deverá reduzir-se para 2,1% em 2025 e 1,7% em 2026, convergindo para 1,9% em 2027. Estes valores correspondem a uma revisão em alta de 0,1 pp em 2025 e 2026 face às projeções de junho — refletindo a alteração da hipótese para o preço do petróleo — e em baixa em 2027 (-0,1 pp). A medida de inflação excluindo bens alimentares e energéticos deverá reduzir-se de 2,8% em 2024 para 2,4% em 2025, 1,9% em 2026 e 1,8% em 2027.

Gráfico C1.1 • Indicadores de incerteza

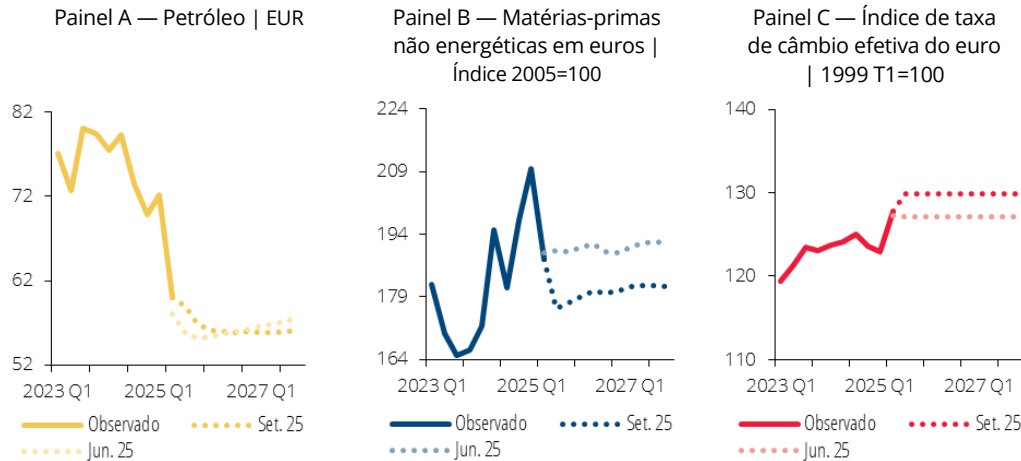


Fontes: Painel A — Davis, Steven J., 2016. "An Index of Global Economic Policy Uncertainty," *Macroeconomic Review*, October. Painel B — Caldara, Iacoviello, Molligo, Prestipino e Raffo (2019). | Notas: Painel A — O índice é obtido através da média ponderada pelo PIB (ppc) dos índices nacionais de 18 países: Austrália, Brasil, Canadá, Chile, China, França, Alemanha, Grécia, Índia, Irlanda, Itália, Japão, Rússia, Coreia do Sul, Espanha, Suécia, Reino Unido e EUA. Painel B — O índice de incerteza da política comercial mede a frequência mensal de notícias relacionadas com a incerteza da política comercial, obtido a partir da pesquisa automática de texto dos arquivos eletrónicos de sete jornais (Boston Globe, Chicago Tribune, Guardian, Los Angeles Times, New York Times, Wall Street Journal e Washington Post). O índice é calculado de forma que 100 indique que 1% dos artigos contém referências à incerteza das políticas comerciais.

As hipóteses para as taxas de juro de curto prazo não se alteraram face às projeções de junho, continuando a apontar para uma redução em 2025 e 2026, mas a apreciação do euro acentua-se. De acordo com as expectativas implícitas nos contratos de futuros, a taxa EURIBOR a 3 meses deverá diminuir de 3,6% em 2024 para 2,2% em 2025 e 1,9% em 2026, subindo para 2,1% em 2027 (Quadro C1.1). Prevê-se que a taxa de juro implícita da dívida pública portuguesa aumente gradualmente, de 2,2% em 2024 para 2,6% em 2027, refletindo a evolução esperada das

taxas de juro de longo prazo, de acordo com as hipóteses consideradas no exercício. Desde as projeções de junho, a taxa de câmbio voltou a apreciar, implicando em 2025 e 2026 um euro mais forte face ao dólar e em termos nominais efetivos (Gráfico C1.2 — Painel C e Quadro C1.1).

Gráfico C1.2 • Hipóteses para os preços internacionais e a taxa de juro



Fonte: Eurosistema. | Nota: As hipóteses para o preço do petróleo e para o preço das matérias-primas não energéticas assentam nos mercados de futuros e para as taxas de câmbio pressupõe a manutenção ao longo do horizonte de projeção dos níveis médios observados nas duas semanas anteriores à data de fecho da informação. As hipóteses apresentadas coincidem com as dos exercícios de projeção do Eurosistema de junho de 2025 e do BCE de setembro de 2025.

Quadro C1.1 • Hipóteses do exercício de projeção

		BE outubro 2025				Revisões face ao BE junho 2025		
		2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Enquadramento internacional								
PIB mundial	tva	3,2	3,1	2,8	3,0	0,2	0,1	0,0
PIB da área do euro	tva	0,8	1,2	1,0	1,3	0,3	-0,1	0,0
Comércio mundial	tva	3,1	2,8	1,6	3,0	0,0	-0,2	-0,1
Procura externa	tva	1,6	3,3	1,9	2,8	0,6	-0,2	0,0
Preços internacionais								
Preço do petróleo	vma	75,1	61,9	56,0	56,0	2,6	0,3	-1,9
Preço do gás (MWh)	vma	34,4	37,3	32,9	29,7	-1,8	-1,2	1,4
Matérias-primas não energéticas	tva	9,1	0,8	-4,2	0,9	-3,7	-2,0	0,3
Preço de importação dos concorrentes	tva	0,4	0,0	1,0	2,1	-0,6	-0,7	-0,1
Condições monetárias e financeiras								
Taxa de juro de curto prazo (EURIBOR a 3 meses)	%	3,6	2,2	1,9	2,1	0,0	0,0	-0,1
Taxa de juro implícita da dívida pública	%	2,2	2,3	2,4	2,6	0,0	0,0	0,0
Índice de taxa de câmbio efetiva	tva	1,9	2,8	1,8	0,0	1,2	1,0	0,0
Taxa de câmbio euro-dólar	vma	1,08	1,13	1,16	1,16	1,9	3,3	3,3

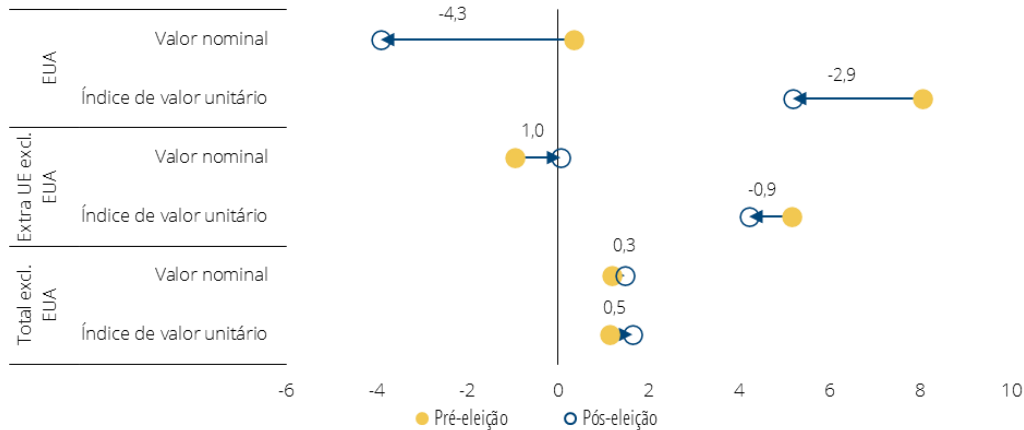
Fontes: Banco de Portugal e Eurosistema (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: tva — taxa de variação anual, % — em percentagem, vma — valor médio anual, MWh — megawatt-hora. As hipóteses técnicas e de enquadramento externo e as projeções para o PIB e inflação da área do euro coincidem com as do exercício de projeção do BCE divulgado a 11 de setembro ("Projeções macroeconómicas para a área do euro elaboradas por especialistas do BCE", setembro 2025), incluindo a informação disponível até 15 de agosto. Os preços internacionais são medidos em euros. A hipótese técnica para o preço do petróleo, gás e matérias-primas não energéticas assenta nos mercados de futuros. O preço de importação dos concorrentes corresponde a uma média ponderada dos deflatores de exportação dos países dos quais Portugal importa, ponderada pelo peso relativo nas importações portuguesas (para mais informação, ver "Trade consistency in the context of the Eurosystem projection exercises: an overview", ECB Occasional Paper 108, março de 2010). A evolução da taxa EURIBOR a 3 meses tem por base as expectativas implícitas nos contratos de futuros. A taxa de juro implícita da dívida pública é calculada como o rácio entre a despesa em juros do ano e a média simples do stock da dívida no final do ano e no final do ano anterior. Um aumento da taxa de câmbio corresponde a uma apreciação. O índice de taxa de câmbio efetiva do euro é calculado face a um grupo de 41 países parceiros. A revisão da taxa de câmbio euro-dólar é apresentada em percentagem. A hipótese técnica para as taxas de câmbio bilaterais pressupõe a manutenção ao longo do horizonte de projeção dos níveis médios observados nas duas semanas anteriores à data de fecho da informação.

Caixa 2 • Desempenho recente das exportações portuguesas de bens para os EUA

A política económica da nova administração norte americana desencadeou um aumento acentuado da incerteza, a depreciação do dólar e a subida dos direitos aduaneiros cobrados pelos EUA às exportações dos seus parceiros comerciais. Esta caixa apresenta uma avaliação preliminar dos efeitos destas alterações sobre as exportações portuguesas de bens para os EUA, baseada na comparação do seu comportamento no período pré e pós-eleição. A avaliação será inicialmente efetuada com dados agregados do comércio internacional e seguidamente com dados das empresas.

A análise com dados agregados do comércio internacional sugere uma redução do crescimento médio do valor e dos preços das exportações portuguesas para os EUA. Nesta análise, considerou-se o total de bens excluindo combustíveis e produtos farmacêuticos.⁵ A média das taxas de variação homóloga das exportações nominais para os EUA entre novembro de 2024 (mês da eleição) e junho de 2025 (última observação disponível) foi inferior em 4 pp à registada nos meses que antecederam a eleição (Gráfico C2.1). Esta diminuição contrasta com a estabilidade observada nas taxas de variação das exportações nominais portuguesas para outros destinos. As variações homólogas do índice de valor unitário (uma medida aproximada das variações de preços) dos bens exportados para os EUA diminuíram 3 pp face aos meses que antecederam a eleição, o que contrasta com variações modestas das taxas de variação para os outros destinos (-0,9 pp no caso dos países fora da UE e 0,5 pp no total dos países). O valor nominal das exportações e, consequentemente, o índice de valor unitário são medidos em euros e numa base franco a bordo (FOB).⁶ Este índice não inclui assim os direitos aduaneiros aplicados no país de destino, entre outros elementos.

Gráfico C2.1 • Exportações de bens para os EUA e outros destinos — Valor nominal em euros e índice de valor unitário | Média das taxas de variação homóloga mensais em cada período, em percentagem



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Considerou-se o total de exportações de bens excluindo combustíveis e produtos farmacêuticos. Períodos pré- e pós-eleição: mar. 24-out. 24/nov. 24-jun. 25. A eleição decorreu no dia 5 de novembro de 2024. A seta assinala o sentido da variação entre o período pré- e pós-eleição, e os valores por cima das setas dizem respeito à magnitude dessa variação em pp.

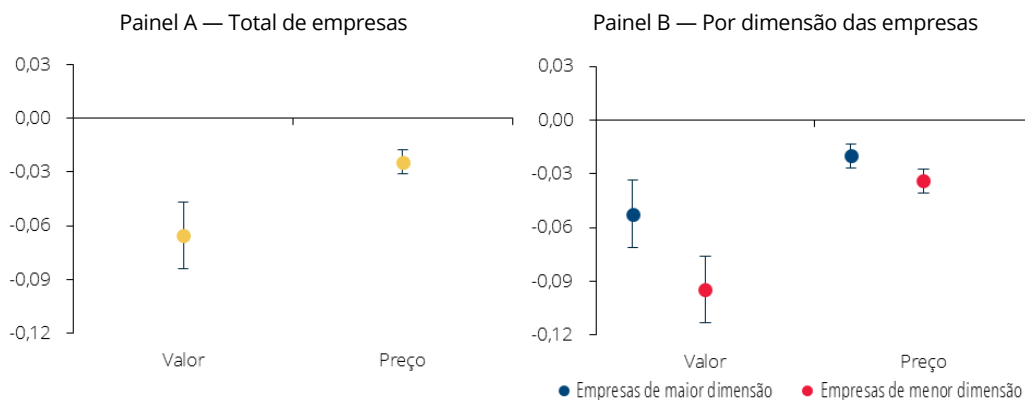
⁵ A elevada volatilidade das exportações de combustíveis e produtos farmacêuticos justifica a sua exclusão, não obstante o seu peso elevado no total das exportações de Portugal para os EUA (19,4% e 22,2% em 2024, respetivamente). Adicionalmente, no caso dos produtos farmacêuticos, os fluxos comerciais com os EUA no período analisado estão muito afetados por transações sem transferência de propriedade (por exemplo, operações de processamento), sem impacto no comércio de bens considerado no apuramento das contas nacionais. Refira-se ainda que estes bens não se encontravam abrangidos pelo aumento dos direitos aduaneiros por parte dos EUA no período da análise.

⁶ O valor franco a bordo do bem corresponde ao seu valor quando é colocado no modo de transporte no local de embarque para exportação, livre de quaisquer encargos suplementares.

A análise baseada em dados agregados não permite destriçar entre o impacto da mudança de administração americana e as tendências em curso específicas por tipo de bem, empresa ou mercado geográfico, sendo também largamente influenciada pelo desempenho das maiores empresas e dos principais produtos. Como tal, recorreu-se a informação das exportações portuguesas ao nível da empresa-produto-país-mês, em que a classificação de produtos segue a Nomenclatura Combinada a 8 dígitos (aproximadamente 9000 produtos diferentes na base de dados).⁷ Os preços de exportação são aproximados pelo rácio entre o valor e a quantidade exportada por cada empresa-produto-país em cada mês. Tal como nos dados agregados, o valor e os preços das exportações são medidos em euros e numa base FOB.

O impacto das alterações de enquadramento associadas à nova administração dos EUA é identificado utilizando um modelo empírico de diferenças-em-diferenças. Esta metodologia compara a diferença no crescimento do valor exportado e do preço de exportação para os EUA (país tratado) face a outros destinos (grupo de controlo) no período pós-eleição (nov. 24-jun. 25) com a mesma diferença observada no período pré-eleição (mar. 24-out. 24). Sob a hipótese de que, na ausência de mudança na administração americana, o crescimento do valor exportado e do preço de exportação para os EUA e para os outros destinos teriam seguido trajetórias paralelas, esta metodologia permite estimar o efeito global da mudança na administração americana, sem depender de estimativas para as suas várias vertentes — como o impacto do aumento dos direitos aduaneiros e da incerteza — que são difíceis de medir isoladamente. Reconhece-se, no entanto, que a mudança na administração americana também poderá ter afetado as trocas comerciais com os países do grupo de controlo, o que constitui uma limitação da análise.

Gráfico C2.2 • Impacto das alterações de enquadramento associadas à nova administração americana no crescimento do valor e preço das exportações portuguesas para os EUA | Pontos logarítmicos



Fonte: INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: A figura mostra estimativas obtidas a partir de um modelo de diferenças-em-diferenças. A variação no logaritmo do valor exportado (em euros) e no logaritmo do valor unitário para a empresa f - produto p - destino c em relação ao mesmo mês do ano anterior é regredida na variável "Pós*EUA" (igual a 1 para exportações para os EUA a partir de novembro de 2024 e 0 noutros casos) e num conjunto de efeitos fixos empresa-produto-país e de variáveis binárias para cada mês. A figura mostra as estimativas do coeficiente da variável "Pós*EUA" e os respetivos intervalos de confiança a 95% (erros-padrão agrupados por país). O segundo painel compara os resultados obtidos para as empresas de maior e menor dimensão (número de empregados superior ou inferior/igual à mediana).

⁷ Esta análise ao nível da empresa-produto-país-mês é robusta aos problemas de elevada volatilidade que surgem quando se olha para dados agregados incluindo combustíveis e produtos farmacêuticos. Portanto, estes produtos não são excluídos na análise dos dados ao nível da empresa. Contudo, não existiriam diferenças qualitativas nos resultados, caso fossem excluídos.

As estimativas mostram um impacto negativo e estatisticamente significativo nas taxas de variação do valor exportado e do preço de exportação para os EUA (Gráfico C2.2). Os resultados apontam para uma diminuição de 7 pp no crescimento do valor exportado e de 2 pp no crescimento do preço de exportação para os EUA em comparação com outros destinos. A diminuição da taxa de crescimento do valor das exportações para os EUA é particularmente acentuada no caso das empresas de menor dimensão, atingindo 9 pp.

O impacto mais pronunciado no valor do que no preço de exportação sugere uma contração relativa dos volumes exportados. Embora o preço de exportação em euros para os EUA tenha registado um crescimento inferior após a eleição, o preço em dólares enfrentado pelos importadores americanos resulta da conversão cambial para dólares, assim como da inclusão dos direitos aduaneiros, entre outros elementos. O aumento desses direitos e a depreciação do dólar (de 8% entre nov. 24 e jun. 25) terão contribuído para aumentar o preço em dólares para os importadores americanos e, por essa via, para a redução do crescimento dos volumes exportados para os EUA.

Os resultados sugerem que as empresas exportadoras portuguesas reduziram as suas margens no mercado dos EUA relativamente a outros mercados. Em teoria, as variações de preços podem ser decompostas em variações nas margens e em alterações nos custos marginais. A diminuição da taxa de variação dos preços das exportações para os EUA poderia assim estar associada a um menor crescimento do custo marginal dos bens exportados para esse destino. No entanto, é razoável presumir que os custos marginais de cada produto da mesma empresa evoluam de forma semelhante para os diferentes destinos de exportação.

O ajustamento das margens poderá refletir a avaliação das empresas sobre o seu posicionamento face a outros concorrentes em termos de competitividade-preço, mas também, em parte, a rigidez dos preços de exportação na moeda de faturação. Em Portugal, cerca de 40% das exportações de bens para os EUA são faturadas em dólares.⁸ Assim, a desaceleração relativa dos preços de exportação em euros pode refletir não apenas ajustamentos nas margens desejadas pelas empresas, mas também o efeito da rigidez dos preços na moeda de faturação (para as empresas que faturam em dólares). Esta rigidez implica que, uma vez fixado o preço em dólares, este se mantenha estável no curto prazo, mesmo perante variações cambiais. Assim, quando o dólar deprecia face ao euro, o preço de exportação em dólares permanece inalterado, mas o preço convertido em euros diminui.

⁸ Amador, J., García, J. Mehl, A. e Schmitz, M. (2024), "Dominant currency pricing in international trade of services", *ECB Working Paper Series*, No 2932.

Caixa 3 • Empresas com elevada exposição ao mercado dos EUA: caracterização e exposição das instituições de crédito residentes

Os EUA e a União Europeia chegaram a um acordo a 21 de agosto sobre a nova pauta aduaneira a aplicar a um conjunto alargado de produtos. Este acordo põe termo a um período de vários meses de elevada incerteza, mas representa um aumento relevante nos direitos aduaneiros aplicados a vários bens. Nesta caixa, caracterizam-se as empresas mais expostas ao mercado dos EUA e avalia-se a respetiva exposição das instituições de crédito residentes.

Considerou-se que uma empresa tem uma elevada exposição ao mercado dos EUA quando o peso das suas exportações para este mercado representa mais de 10% das suas vendas totais. A análise centra-se nas empresas da indústria transformadora e utiliza informação das exportações das empresas portuguesas por país de destino em 2024, combinada com os Quadros de Pessoal de 2023, os dados provisórios da Informação Empresarial Simplificada (IES) de 2024 e os registos da Central de Responsabilidades de Crédito (CRC) de junho de 2025.⁹

O quadro C3.1 sintetiza as principais características das empresas identificadas, em comparação com o agregado das empresas da indústria transformadora. Em 2024, existiam 448 empresas da indústria transformadora com elevada exposição aos EUA (correspondendo a 23% do universo de empresas deste setor que exportam para os EUA). Estas empresas exportaram 2200 milhões de euros para este mercado (2,8% do total de exportações das empresas portuguesas) e registaram vendas totais de 7800 milhões. As vendas destas empresas representam 1,5% da faturação total das empresas portuguesas e 6,4% das vendas da indústria transformadora. As empresas identificadas empregam 45 mil trabalhadores.

As empresas com maior exposição aos EUA têm uma dimensão superior às restantes empresas da indústria transformadora. Em 2024, estas empresas tiveram, em média, vendas de 17,5 milhões de euros, o que contrasta com 3 milhões de euros para o total da indústria transformadora. A maior dimensão observa-se também no número médio de trabalhadores, que ascende a 102 nas empresas identificadas (20 no total das empresas da indústria transformadora). O mercado externo tem uma importância superior nas empresas identificadas. As exportações representam 86% das vendas destas empresas, sendo que as exportações para os EUA representam 28% das vendas. Para comparação, em 2023, as exportações representavam perto de 45% das vendas das empresas da indústria transformadora e as exportações para fora da União Europeia tinham um peso inferior a 11%. Por fim, o sistema interno de avaliação de crédito do Banco de Portugal indica que, no final de 2023, as empresas mais expostas aos EUA tinham uma probabilidade de incumprimento a um ano de 1,2%, inferior à do agregado de empresas da indústria transformadora, que ascendia a 4%.¹⁰

⁹ A informação disponível relativa ao comércio internacional e Quadros de Pessoal foi cruzada com a IES usando a distância de Gower, calculada com base em diversas variáveis das empresas.

¹⁰ Este sistema utiliza um conjunto de variáveis, maioritariamente baseadas no balanço e demonstração de resultados das empresas, e não tem em conta a evolução do enquadramento macroeconómico em 2024 e 2025. Para uma descrição metodológica, ver Antunes, Gonçalves e Prego (2016) “Revisitando probabilidades de incumprimento de empresas”, *Revista de Estudos Económicos* do Banco de Portugal, vol. II, n.º 2, abril.

Quadro C3.1 • Caraterização das empresas com exposição elevada ao mercado dos EUA

	Empresas da indústria transformadora	Empresas da indústria transformadora que exportam para os EUA	Empresas da indústria transformadora com elevada exposição aos EUA
Número	40 947	1967	448
Em percentagem do total de empresas da indústria transformadora	-	4,8%	1,1%
Total de exportações (em milhões de euros)	47 035	33 853	6701
Em percentagem das exportações totais	59,6%	42,9%	8,5%
Das quais exportações para os EUA (em milhões de euros)	-	3766	2198
Em percentagem das exportações totais	-	4,8%	2,8%
Vendas (em milhões de euros)	122 934	59 554	7838
Em percentagem do total de vendas das empresas em Portugal	23,1%	11,2%	1,5%
Média por empresa (em milhões de euros)	3,0	30,3	17,5
Número trabalhadores	679 497	212 209	45 491
Em percentagem do total de trabalhadores das empresas em Portugal	19,0%	5,9%	1,3%
Média por empresa	20	108	102
Probabilidade de incumprimento a um ano (mediana)	4,0%	1,2%	1,2%

Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: Consideraram-se dados provisórios relativos à IES de 2024.

O quadro C3.2 mostra como se distribuem as empresas identificadas pelos subsectores da indústria transformadora, em termos de número de empresas, das vendas e do emprego. Apresentam-se os cinco subsectores mais relevantes em cada uma das dimensões analisadas.

Os subsectores com maior número de empresas vulneráveis são a fabricação de outros produtos minerais não metálicos (que inclui vidro, produtos cerâmicos e cimento), a indústria do vestuário e a fabricação de têxteis. Estes três subsectores representam 39% das empresas identificadas como mais expostas.

Os setores com maior contributo para o total de vendas das empresas identificadas são a fabricação de artigos de borracha e matérias plásticas, a indústria da madeira e da cortiça e a fabricação de têxteis. Estes três subsectores representam 37% das vendas das empresas com exposição elevada ao mercado norte-americano.

Quadro C3.2 • Distribuição das empresas com exposição elevada ao mercado dos EUA por subsectores de atividade | Peso no total em percentagem

	Número de empresas	Vendas	Emprego
Fabricação de têxteis	12,1	9,7	14,0
Indústria do vestuário	12,7	6,8	13,3
Indústria do couro e dos produtos do couro	8,7	2,7	5,0
Indústrias da madeira e da cortiça e suas obras, excepto mobiliário	6,0	9,7	6,9
Fabr. de produtos químicos e de fibras sintéticas ou artificiais, excepto prod. farmacêuticos	1,6	8,3	2,5
Fabricação de produtos farmacêuticos de base e de preparações farmacêuticas	0,7	8,9	5,2
Fabricação de artigos de borracha e matérias plásticas	1,8	17,9	6,4
Fabricação de outros produtos minerais não metálicos	14,1	4,9	11,2
Fabricação de produtos metálicos, exceto máquinas e equipamentos	8,9	6,4	6,0
Fabricação de mobiliário e de colchões	5,1	4,0	6,4
Outros subsectores	28,3	20,7	23,1

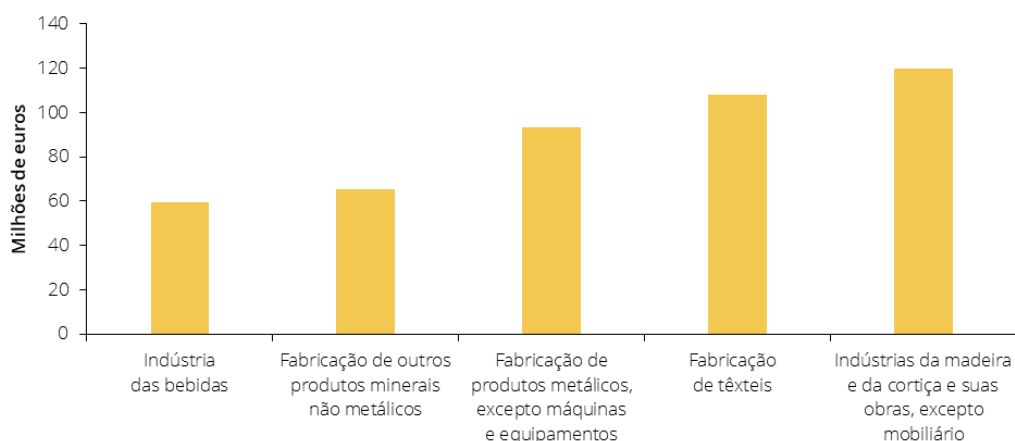
Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: Consideraram-se dados provisórios relativos à IES de 2024.

A maioria dos trabalhadores das empresas mais expostas concentram-se na fabricação de têxteis, na indústria do vestuário e na fabricação de outros produtos minerais não metálicos. Estes três setores representam 39% dos trabalhadores das empresas consideradas.

A exposição das instituições de crédito residentes ao grupo de empresas analisado é reduzida. Em junho de 2025, o total de empréstimos contraídos pelas empresas mais expostas ao mercado dos EUA era de 712 milhões de euros, um valor semelhante ao observado em junho de 2024. Em média, cada empresa detinha empréstimos de 1,8 milhões de euros, um valor muito superior à média da indústria transformadora (371 mil euros). Esta conclusão mantém-se quando se considera a mediana. O montante de empréstimos apurado corresponde a menos de 0,9% do total de empréstimos concedidos por instituições de crédito residentes a sociedades não financeiras. Adicionalmente, as empresas identificadas dispõem de linhas de crédito no valor de 428 milhões de euros. O crédito vencido corresponde a 19 milhões de euros.

O gráfico C3.1 apresenta a distribuição dos empréstimos às empresas mais expostas ao mercado dos EUA por subsector da indústria transformadora. Apresentam-se apenas os cinco subsectores com mais empréstimos. As indústrias com maior volume de empréstimos bancários destas empresas são a madeira e cortiça (120 milhões), têxtil (108 milhões) e produtos metálicos, exceto máquinas e equipamentos (93 milhões).¹¹

Gráfico C3.1 • Distribuição dos empréstimos a empresas com exposição elevada ao mercado dos EUA por subsector de atividade | Valores em junho de 2025 (em milhões de euros)



Fonte: Banco de Portugal. | Notas: As empresas com elevada exposição aos EUA correspondem a empresas que exportam para os EUA e as exportações para este mercado representam mais de 10% do valor das suas vendas (internas e externas).

¹¹ Uma análise mais fina, ao nível da CAE a 5 dígitos, revela que os setores que apresentam maior volume de empréstimos de empresas com elevada exposição aos EUA são a fabricação de rolhas de cortiça, produção de vinhos comuns e licorosos, e a tecelagem de fio do tipo algodão. O setor da cortiça deverá ser, no entanto, pouco afetado na medida em que a cortiça deverá ficar isenta de tarifas ao abrigo da cláusula de nação mais favorecida.

Caixa 4 • Evolução das quotas de mercado das exportações de bens e serviços por grau de intensidade em tecnologia e conhecimento

Na última década, as exportações portuguesas de bens e serviços registaram um crescimento médio anual expressivo: 7,5%, em termos nominais e 4,6% em termos reais. O peso das exportações no PIB passou de 40,7% em 2015 para 46,5% em 2024 em termos nominais, e de 39,8% para 46,7%, em termos reais. Este dinamismo beneficiou de ganhos de quota de mercado, isto é, da capacidade dos exportadores portugueses se implantarem nos mercados internacionais mais do que os seus concorrentes.

O desempenho do setor exportador português depende da capacidade de diversificar mercados, apostar em tecnologia e inovação, e consolidar a sua posição em segmentos de maior valor acrescentado. Recentemente, o relatório Draghi¹² destacou a competitividade nos setores de alta tecnologia como um dos fatores cruciais para promover o crescimento económico. Questões geoestratégicas estão também a influenciar a reorientação dos fluxos de comércio.¹³

Neste contexto, esta caixa analisa o desempenho das exportações portuguesas na última década do ponto de vista da tecnologia incorporada nos bens e do grau de conhecimento associado aos serviços. Os bens foram classificados por grau de intensidade tecnológica a partir da metodologia da OCDE, que considera a percentagem da despesa em investigação e desenvolvimento no valor acrescentado bruto total da respetiva indústria.¹⁴ Os serviços foram agrupados por grau de intensidade de conhecimento recorrendo à metodologia do Eurostat que considera a percentagem de empregados com educação terciária por CAE a dois dígitos.¹⁵ Utilizaram-se os dados das estatísticas de comércio externo de bens disponíveis no Eurostat e os dados das transações de serviços das estatísticas da balança de pagamentos. Saliente-se, no entanto, que esta classificação por grau de intensidade tecnológica e grau de conhecimento associado aos serviços pode apresentar algumas limitações. A classificação não é feita por empresa, mas sim por setor, o que não permite excluir a possibilidade de alguns produtos específicos não estarem bem classificados, e.g. têxteis de elevada tecnologia ou máquinas com reduzido valor acrescentado nacional.

¹² Draghi, M. “*The future of European competitiveness*”, Comissão Europeia, setembro 2024.

¹³ Para uma análise mais detalhada dos desafios ao comércio internacional português, ver Tema em destaque — “O comércio internacional português e a fragmentação da economia mundial” do *Boletim Económico* de dezembro de 2024.

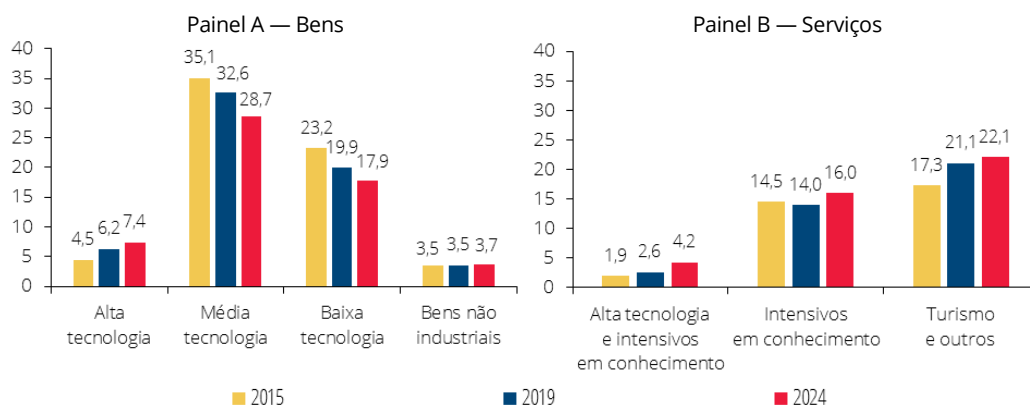
¹⁴ Para mais detalhes sobre a classificação de bens veja-se *Galindo-Rueda, Fernando e Fabien Verger, OECD taxonomy of economic activities based on R&D intensity* e a nota do quadro C4.1.

¹⁵ Para detalhes da classificação do Eurostat, veja-se *Glossary: Knowledge-intensive services (KIS) - Statistics Explained - Eurostat* e a nota do quadro C4.1.

No período analisado, a estrutura das exportações portuguesas alterou-se. A componente de serviços ganhou peso, de 33,7% em 2015 para 42,2% em 2024. Considerando a tipologia por grau de intensidade em tecnologia e conhecimento, é de destacar o aumento do peso dos bens de alta tecnologia (de 4,5% em 2015 para 7,4% em 2024) e dos serviços de alta tecnologia e intensivos em conhecimento (de 1,9% para 4,2% no mesmo período) (Gráfico C4.1). As exportações de turismo e de outros serviços também cresceram significativamente, com o seu peso no total das exportações a passar de 17,3% em 2015 para 22,1% em 2024. O peso dos bens de média tecnologia diminuiu, mas continuou a ser a principal componente das exportações portuguesas, com um peso de 28,7% em 2024.

A evolução da quota de mercado das exportações portuguesas no mercado da UE pode ser avaliada de acordo com esta tipologia de bens e serviços. Foi utilizada a metodologia da quota de mercado constante, que decompõe o diferencial entre a variação das exportações de Portugal para a UE e das importações totais da UE no “efeito quota de mercado” e no “efeito estrutura combinada”. O primeiro corresponde à agregação do contributo das variações de quota nos mercados individuais produto/país. O segundo avalia os efeitos da especialização das exportações, sendo o país favorecido se estiver especializado em mercados setoriais ou geográficos com maior dinamismo nas importações globais. O foco no mercado da UE e em termos nominais decorre da disponibilidade de dados. A UE pesava 63% das exportações de bens e serviços em 2024. A utilização de dados nominais implica que a variação da quota reflete variações em volume e de preços relativos. Optou-se por excluir os combustíveis da análise dadas as variações acentuadas de preço desta componente.

Gráfico C4.1 • Exportações por grau de intensidade em tecnologia e conhecimento | Em percentagem do total das exportações de bens e serviços



Fontes: INE e Banco de Portugal. | Notas: A categoria de bens não industriais inclui maioritariamente bens agrícolas e da indústria extrativa, mas também a categoria residual e os bens não classificados devido a questões de confidencialidade. Para detalhes dos critérios de classificação de bens e serviços ver nota ao quadro C4.1.

Entre 2015 e 2024, o crescimento das exportações portuguesas de bens e serviços para a UE foi superior ao das importações da UE na generalidade dos anos, sendo as exceções 2015 e 2020. Em termos acumulados, este diferencial foi de 20 pp, sendo superior no segundo subperíodo (11,6 pp em 2020-24) comparativamente ao período anterior (8,4 pp em 2015-19) (Quadro C4.1). A decomposição deste diferencial mostra um contributo do efeito quota de mercado de 16,8 pp na última década, tendo sido de 10,2 pp em 2015-19 e de 6,7 pp em 2020-24. Isto significa que o bom desempenho das exportações nos mercados europeus traduziu essencialmente um aumento da competitividade de Portugal, sendo o contributo do efeito estrutura menos significativo (2,9 pp em 2015-24).

Os bens e serviços mais intensivos em tecnologia e conhecimento representaram 60,4% do ganho de quota na última década: o contributo dos bens de alta tecnologia foi de 5,2 pp e o dos serviços de alta tecnologia e intensivos em conhecimento de 5,0 pp (Gráfico C4.2). O ganho de quota dos bens de alta

tecnologia refletiu o maior contributo dos “Produtos farmacêuticos” e “Equipamento de rádio, TV e comunicações”, enquanto o contributo dos “Instrumentos médicos, óticos e de precisão” se reduziu. No caso dos serviços, os ganhos foram mais elevados no período 2020-2024 devido principalmente ao aumento do contributo dos “Serviços técnicos, relacionados com o comércio e outros serviços” e aos “Serviços de telecomunicações, informáticos e de informação”. O contributo do ganho de quota do turismo e outros serviços foi também significativo na década passada (4,2 pp), devido em particular ao bom desempenho das exportações de “Viagens e turismo” no período pré-pandemia. O contributo positivo dos bens de média tecnologia (2,0 pp) refletiu também o comportamento no período pré-pandemia, tendo registado uma perda de quota no período mais recente associada aos “Veículos a motor, reboque e semirreboques”.

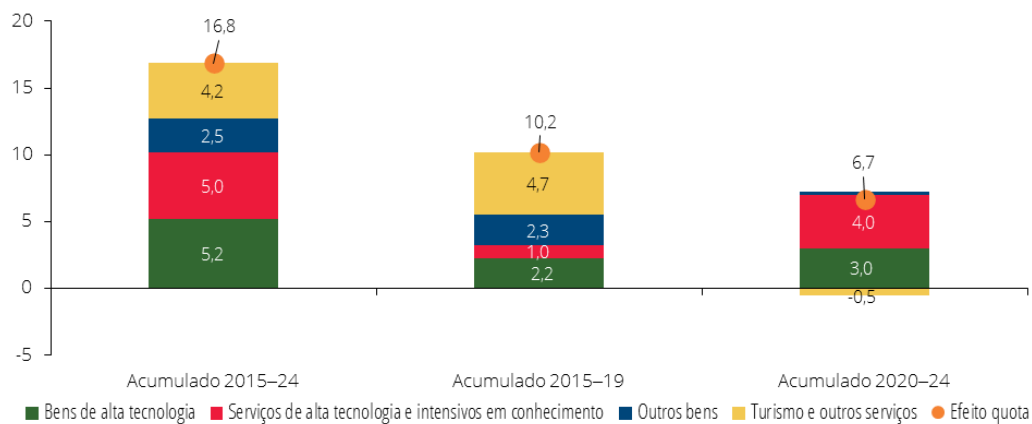
O efeito estrutura combinada representou 2,9 pp do diferencial entre o crescimento das exportações portuguesas e as importações da UE. Este efeito foi negativo entre 2015 e 2019 (-2,1 pp) principalmente devido ao facto da economia não ser especializada nos “Serviços de investigação e desenvolvimento”, cujas importações cresceram, neste período, a uma taxa superior à do total das importações da UE. Por outro lado, no período 2020-24, a especialização nos serviços de viagens e turismo, cujo dinamismo pós-pandemia superou o do total das importações da UE, resultou num contributo positivo do efeito estrutura combinada (5,0 pp).

Quadro C4.1 • Análise de quota de mercado constante na UE — Bens e serviços | Taxa de variação, em percentagem e contributos em pp

		2015-2019	2020-2024	2015-2024
Exportações de bens e serviços para a UE	%	39,6	41,9	81,6
Importações de bens e serviços da UE	%	31,3	30,3	61,5
Diferencial (efeito total)	pp	8,4	11,6	20,0
Contributos:				
Efeito quota de mercado	pp	10,2	6,7	16,8
Bens alta tecnologia	pp	2,2	3,0	5,2
Bens média tecnologia	pp	3,1	-1,0	2,0
Bens baixa tecnologia	pp	-1,3	0,8	-0,4
Bens não industriais	pp	0,5	0,4	0,9
Serv. alta tecnologia e int. em conhecimento	pp	0,6	1,5	2,1
Serviços int. em conhecimento	pp	0,4	2,5	2,8
Turismo e outros serviços	pp	4,7	-0,5	4,2
Efeito estrutura	pp	-2,1	5,0	2,9
Bens alta tecnologia	pp	0,5	0,5	1,0
Bens média tecnologia	pp	0,3	-0,7	-0,5
Bens baixa tecnologia	pp	-0,6	-0,4	-1,0
Bens não industriais	pp	0,8	0,5	1,3
Serv. alta tecnologia e int. em conhecimento	pp	-2,9	1,1	-1,8
Serviços intensivos em conhecimento	pp	-0,1	-0,7	-0,7
Turismo e outros serviços	pp	-0,1	4,6	4,5

Fontes: Banco Central da Irlanda, Banco Central de Espanha, Eurostat, FMI e INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: Consideraram-se as importações dos 26 parceiros da UE, com detalhe por 35 grupos de bens e serviços. O efeito total é a diferença entre a taxa de variação das exportações portuguesas de bens para a UE e a das importações totais da UE e pode ser decomposto em dois efeitos: (i) um efeito quota de mercado que mede o impacto de alterações na quota em cada mercado (país/produto); e (ii) um efeito estrutura combinada que mede o impacto da concentração relativa das exportações portuguesas em mercados individuais país/produto com crescimentos acima ou abaixo da média das importações da UE. Para detalhes sobre a metodologia, ver Amador, J. e Cabral, S. (2008), “O desempenho das exportações portuguesas em perspectiva: uma análise de quota de mercado constante”, *Boletim Económico*, Banco de Portugal, Outono 2008. As rubricas de bens da Nomenclatura Combinada (NC) foram classificadas por grau de intensidade tecnológica seguindo a metodologia da OCDE, que tem em conta o peso da despesa em investigação e desenvolvimento no valor acrescentado bruto total da respetiva indústria. Os bens não industriais correspondem maioritariamente a bens agrícolas e da indústria extrativa. Os serviços foram agrupados por grau de intensidade de conhecimento seguindo a metodologia do Eurostat, que considera o peso dos empregados com educação terciária ao nível da CAE a dois dígitos. Foi considerada uma correspondência entre esta classificação e as categorias de serviços das estatísticas da balança de pagamentos. Os serviços de alta tecnologia e intensivos em conhecimento incluem os de telecomunicações, informáticos e de informação, de investigação e desenvolvimento e os direitos cobrados pela utilização de propriedade intelectual. Os serviços intensivos em conhecimento incluem os de transportes, de consultoria em gestão e técnicos, os outros serviços fornecidos por empresas, serviços de seguros e financeiros, serviços pessoais, culturais e recreativos e bens e serviços das administrações públicas. A rubrica turismo e outros, para além das viagens e turismo, inclui os serviços de transformação de recursos materiais pertencentes a terceiros, de manutenção e reparação, e de construção. Existem cruzamentos de produtos/país nas importações da UE sem correspondência nas exportações de Portugal que podem originar pequenas discrepâncias entre o efeito total e a soma do efeito quota de mercado e efeito estrutura.

Gráfico C4.2 • Efeito quota de mercado das exportações para a UE — Contributo por grau de intensidade em tecnologia e conhecimento | Pontos percentuais



Fontes: Banco Central da Irlanda, Banco Central de Espanha, Eurostat, FMI e INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: A categoria de outros bens inclui todas as categorias de bens, exceto os de alta tecnologia. Para os detalhes da metodologia e dos critérios de classificação de bens e serviços ver a nota do quadro C4.1.

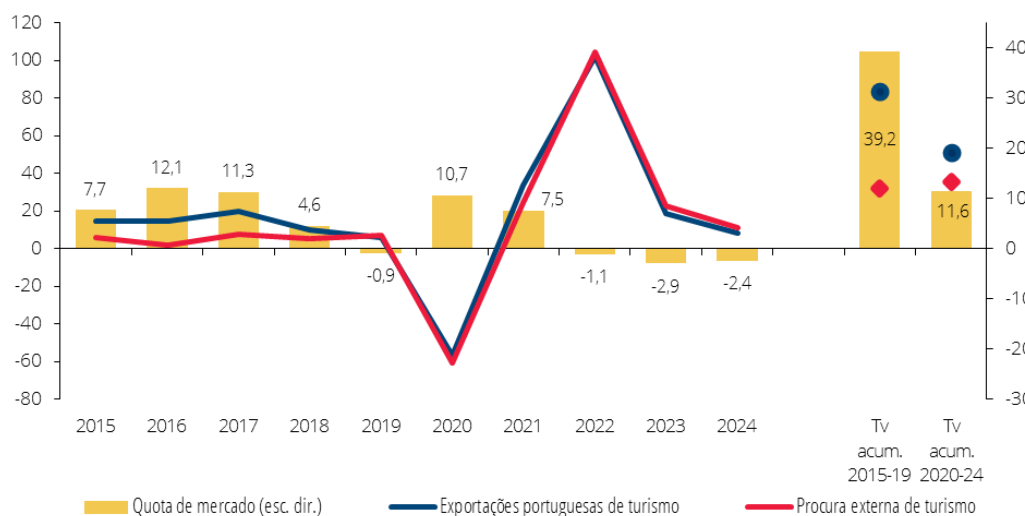
Caixa 5 • Exportações de turismo: desenvolvimentos recentes

As exportações nominais de turismo apresentaram um crescimento acumulado superior a 50% entre 2019 e 2024 (Gráfico C5.1). Este dinamismo refletiu a forte recuperação da procura externa de turismo após a queda inédita em 2020. A recuperação foi impulsionada pela procura adiada e pelas poupanças acumuladas durante a pandemia, num contexto de reabertura das economias e retoma da confiança dos viajantes. O dinamismo das exportações de turismo neste período refletiu também um ganho acumulado de quota de mercado de 11,6% em termos nominais (o que compara com 39,2% entre 2014 e 2019). Este ganho foi concentrado em 2020-21, observando-se perdas ligeiras nos últimos três anos.

Uma comparação internacional do crescimento acumulado das receitas de turismo revela que a queda nos dois primeiros anos da pandemia foi mais contida em Portugal (Gráfico C.5.2). Nos últimos três anos, o crescimento acumulado foi superior ao de concorrentes europeus, incluindo da Europa do Sul, mas aquém do observado na Ásia e na América. O dinamismo das receitas de turismo nestas regiões ocorre após uma queda mais marcada no período da pandemia e estará associada a uma retoma da procura de viagens para destinos longínquos.

A evolução favorável das receitas de exportação face aos países concorrentes da Europa mediterrânica refletiu a componente de volume e de preço (Quadro C5.1). Entre 2019 e 2024, o crescimento acumulado das dormidas de não residentes em estabelecimentos hoteleiros em Portugal foi de 15,6%, superior ao registado, em média, nos outros países (crescimento de 8,3%). Este crescimento foi acompanhado de um aumento dos preços dos serviços mais diretamente relacionados com o turismo: os preços no alojamento e restauração em Portugal cresceram 31,4%, excedendo o crescimento de 19,7% observado, em média, nos concorrentes da Europa mediterrânica. Ainda assim, em 2024 o nível de preços no alojamento e restauração em Portugal, situava-se em 76% da média da UE, enquanto nos outros países considerados variavam entre 84% em Espanha e 110% em França.

Gráfico C5.1 • Exportações nominais de turismo, procura externa e quota de mercado | Taxa de variação em percentagem



Fontes: Eurostat, FMI e INE (cálculos do Banco de Portugal). | Notas: A procura externa de turismo é uma média ponderada das taxas de variação das importações de turismo dos principais países emissores, ponderadas pelo seu peso nas exportações portuguesas no ano anterior. As exportações dizem respeito ao conjunto de países incluído no indicador de procura externa, que representam em média cerca de 87% das exportações nominais de turismo no período apresentado. A variação da quota de mercado do turismo é obtida da diferença entre a taxa de variação das exportações portuguesas de turismo e a taxa de variação do indicador de procura externa de turismo.

O setor turístico português é competitivo à escala mundial. No índice de desenvolvimento do turismo do World Economic Forum, Portugal ocupava em 2024 a 12.ª posição em 119 países (uma melhoria face à 15.ª posição de 2019). O índice global de Portugal é similar ao da média dos países mediterrânicos da UE acima considerados (Espanha, França, Itália e Grécia), destacando-se a posição mais favorável no subíndice de segurança e proteção (Gráfico C5.3).¹⁶ A perceção de Portugal como destino seguro favorece um maior crescimento das exportações nacionais num contexto de tensões geopolíticas. Na comparação com uma média de países do Norte de África e da Turquia, que praticam preços mais baixos, Portugal ocupa uma posição global bastante superior, o que reflete um melhor desempenho na generalidade dos subíndices.¹⁷

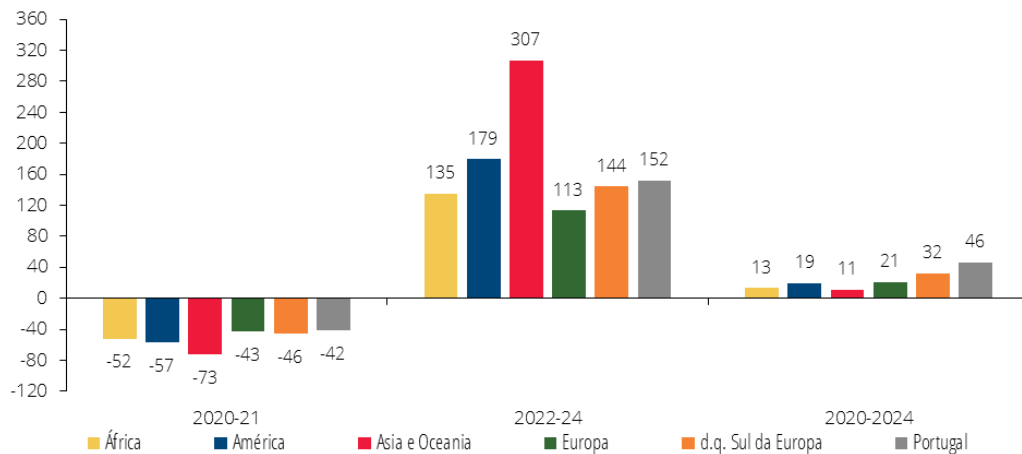
A evolução recente do turismo em Portugal esteve associada a uma redução da sazonalidade e a uma maior repartição no território nacional, prolongando as tendências dos anos anteriores. O peso das dormidas de não residentes nos meses de junho a setembro diminuiu de 48,4% em 2014 para 45,5% em 2019 e 44,1% em 2024. Diversos fatores estarão a contribuir para a redução da sazonalidade, como a alteração do perfil etário dos turistas, a maior facilidade de conjugar trabalho remoto com viagens, a possibilidade de beneficiar de preços mais competitivos na época baixa ou uma maior procura de destinos que combinam atrações urbanas com o apelo tradicional do sol e mar. Refira-se que Portugal apresenta um perfil menos sazonal face a outros países da Europa mediterrânica: o peso dos meses de junho a setembro em 2024 foi de 46,7% em Espanha, 54,9% em Itália, 55,5% em França e 74,9% na Grécia. Em termos de regiões de destino, o peso do Algarve reduziu-se, de 36,9% em 2014 para 32,4% em 2019 e 28,4% em 2024. Em sentido oposto, aumentou o peso da região Norte (de 9,3% em 2014 para 13,2% e 15,7% em 2024) e, em menor escala, o dos Açores. A estadia média manteve-se inalterada

¹⁶ A posição no *ranking* destes países é a seguinte: Espanha (2.º), França (4.º), Itália (9.º), Grécia (21.º).

¹⁷ A posição no *ranking* dos países considerados neste grupo é a seguinte: Turquia (29.º), Egito (61.º), Marrocos (82.º), Tunísia (83.º).

face a 2019, em 3,1 dias, um valor inferior ao da maioria dos outros países mediterrâneos da UE.¹⁸ A manutenção destas tendências de diversificação dos fluxos turísticos ao longo do ano e no território gera oportunidades de crescimento, reduzindo as externalidades negativas em termos de massificação e congestão de infraestruturas e maior estabilidade nas relações laborais.

Gráfico C5.2 • Exportações nominais de turismo — comparação internacional | Taxa de variação acumulada em percentagem



Fontes: Banco de Portugal e FMI. | Notas: Foram considerados na análise 129 países que representavam cerca de 82% das exportações mundiais de turismo em 2019. As taxas de variação foram calculadas sobre valores em dólares das exportações nominais de turismo, pelo que as taxas para Portugal não coincidem com as do gráfico anterior.

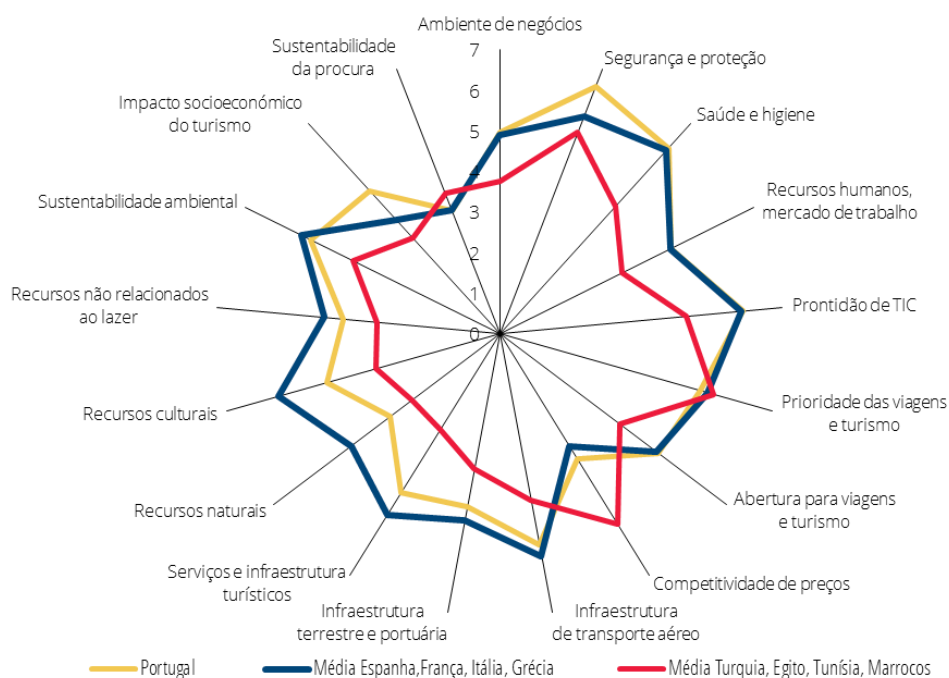
Quadro C5.1 • Indicadores de turismo — Comparação com países da Europa mediterrânica | Taxa de variação em percentagem

	2020	2021	2022	2023	2024	2025 S1	Acum. 2020-24
Exportações de turismo							
Portugal	-57,6	30,4	109,6	20,0	8,8	5,6	51,2
Grécia	-76,2	143,2	68,3	16,5	4,8	11,0	18,8
Espanha	-77,2	80,2	137,0	22,9	15,7	8,2	38,3
Itália	-60,9	22,7	108,1	16,8	4,9	5,8	22,4
França	-49,7	21,0	64,3	16,2	8,0	8,9	25,3
Dormidas de não residentes							
Portugal	-74,1	50,0	147,1	14,8	4,8	1,0	15,6
Grécia	-78,5	128,1	89,3	10,4	4,1	2,6	6,8
Espanha	-79,6	87,8	137,4	11,2	6,7	2,2	7,7
Itália	-70,3	62,2	89,5	16,5	8,4	3,2	15,1
França	-66,7	24,9	119,1	10,1	3,1	7,4	3,4
IHPC alojamento e restauração							
Portugal	0,4	-1,2	12,7	12,3	4,5	4,7	31,4
Grécia	-1,3	-0,6	8,7	6,5	6,3	6,9	20,7
Espanha	0,8	0,7	7,4	6,6	4,9	4,3	21,9
Itália	0,5	1,8	6,2	7,0	4,0	3,3	20,9
França	0,9	0,8	4,7	5,1	3,1	2,6	15,3

Fontes: Eurostat, Bancos Centrais Nacionais (dados de exportações de turismo para 2025 S1) e INE. | Nota: Dormidas de não residentes nos estabelecimentos hoteleiros.

¹⁸ A estadia média em 2024 foi de 2,6 dias em França, 3,4 em Itália, 4,1 em Espanha e 4,7 na Grécia.

Gráfico C5.3 • Índice de desenvolvimento do turismo — Portugal vs. países concorrentes

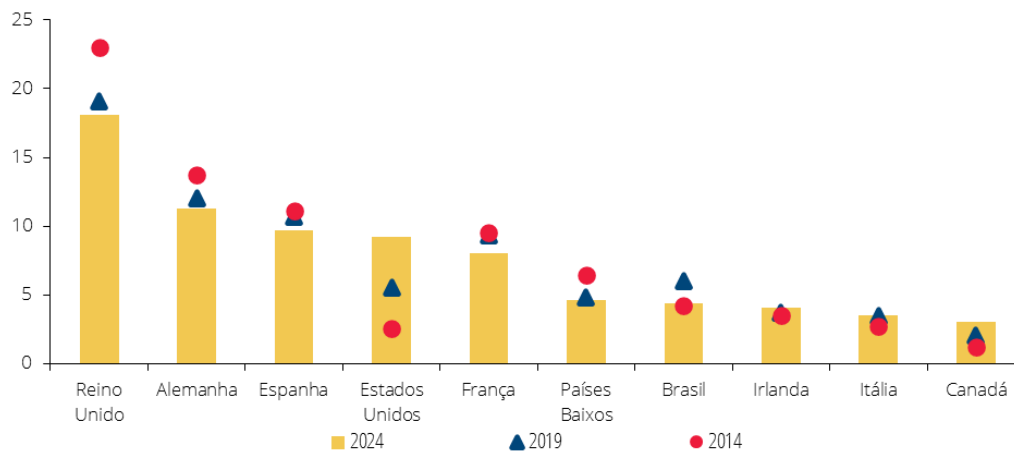


Fonte: World Economic Forum (Travel & Tourism Development Index). | Notas: O índice avalia o conjunto de fatores e políticas que sustentam um desenvolvimento sustentável e resiliente do sector do turismo, variando entre 1 (mínimo) e 7 (máximo). O ranking diz respeito a um total de 119 países.

Outro fator que se destaca no período em análise é a alteração da origem dos turistas que visitam Portugal, com uma diminuição da importância dos tradicionais países emissores europeus. O Reino Unido perdeu peso, de 23% em 2014 para 19,1% em 2019 e 18,1% em 2024, mas manteve-se como o principal mercado emissor. Nos últimos cinco anos, assinala-se também a redução do peso da França, Espanha e Alemanha. Em contrapartida, observou-se um aumento significativo do peso dos turistas oriundos dos EUA (de 2,6% em 2014 para 5,5% em 2019 e 9,2% em 2024), que se tornou o quarto país emissor mais importante (Gráfico C5.4). Comparativamente ao total de turistas estrangeiros, os turistas americanos concentram-se mais na região de Lisboa, pernoitam mais em alojamentos de categoria superior, mas a sua estadia média é mais curta.¹⁹

No primeiro semestre de 2025, as exportações portuguesas de turismo continuaram a abrandar, com um crescimento homólogo de 5,6% em termos nominais, que compara com 8,8% no ano de 2024 (Quadro C5.1). Esta desaceleração terá resultado da evolução em volume, observando-se um crescimento das dormidas de não residentes de 1%, após 4,8% em 2024. As dormidas de turistas europeus reduziram-se ligeiramente, enquanto os turistas norte-americanos e asiáticos mantiveram crescimentos acima da média. A variação homóloga dos preços no setor manteve-se elevada, em 4,7%. Esta evolução das dormidas de não residentes e dos preços foi comum à generalidade dos países da Europa mediterrânica.

¹⁹ Em 2024, cerca de 50% das dormidas de turistas oriundos dos EUA localizaram-se na área metropolitana de Lisboa enquanto para o total de dormidas essa percentagem foi de cerca de 30%. No caso do Algarve, o peso era de 11% para turistas dos EUA e de 28% para o total de estrangeiros. O peso dos hotéis de 5 estrelas nas dormidas de turistas provenientes dos EUA foi de 29%, comparando com 14% no total de dormidas de estrangeiros. Os turistas dos EUA apresentavam uma estadia média de 2,3 dias.

Gráfico C5.4 • Dormidas de não residentes — peso dos principais países emissores | Em percentagem

Fonte: INE. | Nota: Dormidas de não residentes nos estabelecimentos hoteleiros.

Caixa 6 • A reavaliação da estratégia de política monetária do BCE de 2025

O Banco Central Europeu (BCE) divulgou o resultado da sua reavaliação da estratégia de política monetária em junho de 2025. Esta caixa apresenta as principais conclusões desta reavaliação, tal como espelhadas na nova declaração da estratégia de política monetária e na nota de síntese.²⁰

Os objetivos do BCE estão definidos no Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia e no Tratado da União Europeia. Como autoridade monetária, o seu objetivo primordial é a manutenção da estabilidade de preços na área do euro. Sem prejuízo deste objetivo, o BCE deve contribuir para a concretização dos objetivos da União Europeia, que incluem um crescimento económico equilibrado e o pleno emprego, entre outros. O BCE não tem autoridade para alterar o seu mandato, mas tem autonomia para clarificar o que entende por estabilidade de preços e para definir a estratégia e os instrumentos para atingir os seus objetivos.

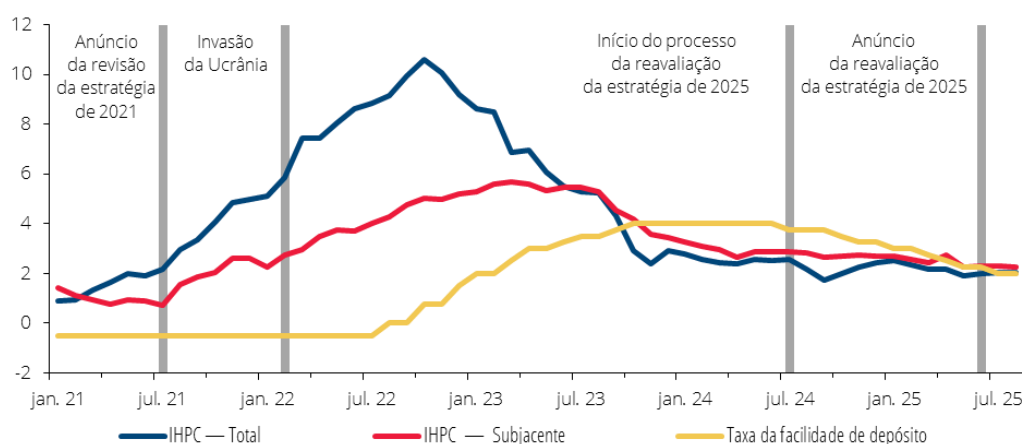
O resultado da anterior revisão de estratégia de política monetária foi anunciado em julho de 2021.²¹ Esta revisão ficou marcada por um enquadramento macroeconómico caracterizado por taxas de inflação inferiores ao objetivo, taxas de juro de política baixas e próximas do seu limiar inferior efetivo e pela utilização de diversas medidas de política monetária não convencional. Das principais alterações introduzidas destaca-se a definição de estabilidade de preços como um objetivo de inflação simétrico de 2% no médio prazo.

²⁰ Os resultados da reavaliação da estratégia podem ser consultados na [página do BCE](#) (apenas disponível em inglês).

²¹ Para uma discussão detalhada dos resultados da revisão de estratégia de 2021, ver o Tema em destaque do *Boletim Económico* de outubro de 2021 — “A nova estratégia de política monetária do BCE”.

Desde o anúncio da revisão de estratégia de 2021, a economia da área do euro foi afetada por choques significativos. Em 2021, a reabertura gradual da economia global, após os confinamentos associados à pandemia de COVID-19, gerou um desequilíbrio entre uma procura em rápida recuperação e uma oferta ainda condicionada pelos constrangimentos das cadeias de produção. Em fevereiro de 2022, eclodiu o conflito na Ucrânia, gerando um aumento substancial no custo da energia e dos bens alimentares na Europa. Estes dois fatores contribuíram para uma subida acentuada da inflação na área do euro. Em resposta a estes desenvolvimentos, o BCE começou a inverter o cariz acomodatório da política monetária. Em primeiro lugar, cessou as compras líquidas de ativos e, de seguida, criou o Instrumento de Proteção da Transmissão (na sigla inglesa TPI — *Transmission Protection Instrument*) de forma a salvaguardar a transmissão de política monetária. Em julho de 2022, iniciou um ciclo rápido e forte de subida das taxas de juro, tendo a taxa de juro de referência de política monetária — a taxa da facilidade de depósito — aumentado 450 pb entre essa data e setembro de 2023. A variação homóloga do índice harmonizado de preços no consumidor (IHPC) na área do euro atingiu um máximo histórico de 10,6% em outubro de 2022 (Gráfico C6.1). Desde então, a dissipação dos choques e posteriormente uma política monetária restritiva contribuíram para a descida da inflação.

Gráfico C6.1 • IHPC e taxa de juro de política monetária na área do euro | Taxa de variação homóloga e percentagem



Fontes: Eurostat, LSEG e cálculos do Banco de Portugal.

A reavaliação da estratégia de 2025 foi lançada com o objetivo de avaliar as alterações introduzidas em 2021 e identificar as modificações necessárias para aumentar a sua robustez. No início do processo estabeleceu-se que esta reavaliação seria menos abrangente do que a revisão anterior e que determinados elementos não seriam revisitados, nomeadamente o objetivo de inflação de 2% no médio prazo.²²

²² O trabalho desenvolvido para a reavaliação de estratégia ao nível do Eurosistema foi dividido em dois grupos de trabalho. Os resultados das análises realizadas por estes grupos foram publicados como *occasional papers* — Ver “A strategic view on the economic and inflation environment in the euro area” e “Report on monetary policy tools, strategy and communication”.

A primeira alteração introduzida na estratégia de política monetária anunciada em junho de 2025 prende-se com a mudança de paradigma sobre a evolução da inflação. Considera-se que a inflação pode ser mais incerta e volátil no futuro devido a vários fatores estruturais, como as questões geopolíticas, a digitalização, a evolução demográfica e as alterações climáticas. Enquanto na anterior revisão o efeito de fatores estruturais era maioritariamente descendente sobre a inflação, neste momento o balanço é mais incerto, uma vez que alguns fatores podem exercer uma pressão para a subida da inflação. Por exemplo a fragmentação do comércio mundial pode levar a disrupções nas cadeias de produção globais e assim aumentar os custos de produção.

Em segundo lugar, a nova estratégia estabelece que a resposta de política monetária deve ser vigorosa ou persistente em caso de desvios prolongados e significativos da inflação relativamente ao objetivo, positivos ou negativos. Esta reação de política visa evitar que tais desvios alimentem uma desancoragem das expectativas de inflação. Esta alteração expande o contexto para este tipo de resposta, reforçando a simetria em torno do objetivo de inflação. A referência introduzida na estratégia de 2021 relativa à eventual necessidade de um período de inflação alta após um período em que as taxas de política se encontram no seu limiar inferior foi removida.

Em terceiro lugar, a estratégia reforça a importância da orientação de médio prazo, uma vez que permite que a política monetária possa ignorar certos desvios temporários da inflação em torno do seu objetivo e assim ter em conta outras considerações relevantes para a estabilidade de preços. No entanto, refere-se explicitamente que tal só pode acontecer se as expectativas de inflação estiverem ancoradas. Esta alteração decorre da importância das expectativas de inflação na persecução do objetivo de estabilidade de preços.

Em quarto lugar, é referido que a escolha, a formulação e a implementação dos instrumentos deve garantir uma resposta ágil a novos choques que possam afetar a economia, de forma a garantir que a resposta de política permanece apropriada. Esta alteração é importante num contexto em que a inflação pode ser mais incerta e volátil. Na nota de síntese refere-se ainda que a utilização de vários instrumentos de política em simultâneo deve ser privilegiada em detrimento de uma utilização intensa de alguns, já que essa utilização pode potenciar efeitos secundários adversos.

Em quinto lugar, a nova estratégia explicita que o BCE irá ter em conta não só a trajetória mais provável da inflação e da economia na condução de política monetária, mas também os riscos e a incerteza associados a esse cenário central, através do uso apropriado de cenários alternativos e análises de sensibilidade. Apesar desta utilização já fazer parte do trabalho analítico desenvolvido pelo Eurosistema, esta referência explícita reforça a importância dessa análise num contexto em que se antevê que os desenvolvimentos futuros da inflação sejam mais voláteis e incertos do que no passado. Assim, as decisões de política monetária poderão ser mais robustas aos vários desenvolvimentos possíveis da inflação. A incorporação da incerteza na condução de política monetária não leva a um enviesamento pré-definido na política, uma vez que dependendo do contexto e da fonte da incerteza, esta pode justificar uma resposta mais gradual ou mais vigorosa da política monetária.

Por último, e em linha com a revisão de 2021, o anúncio da nova estratégia reitera a importância de uma avaliação regular da estratégia de política monetária e, por isso, apresenta o compromisso de uma nova avaliação em 2030.

II Tema em destaque

A emigração dos jovens portugueses
nas últimas décadas

A emigração dos jovens portugueses nas últimas décadas¹

Introdução

Portugal é um país historicamente caracterizado por elevados fluxos de emigração, que se refletem numa vasta diáspora em todo o mundo. Em 2020, o número total de emigrantes nascidos em Portugal ascendia a 2,1 milhões, correspondendo a 20,4% da população residente (Observatório da Emigração, 2025). Esta taxa de emigração (avaliada em termos de *stock*) é das maiores na Europa.

As migrações internacionais são um fenómeno inerente a todas as sociedades ao longo da história. Num contexto de livre circulação de pessoas na Europa, de rápido envelhecimento populacional e de crescente qualificação dos mais jovens, emergiu nos últimos anos um debate sobre a magnitude da emigração jovem em Portugal. Todos os fenómenos migratórios envolvem transferências e, portanto, trocas potenciais de capital humano. Este Tema em destaque visa contribuir para esse debate, procurando responder às seguintes questões. Como evoluiu a emigração dos jovens portugueses ao longo das duas últimas décadas? Como se caracteriza esta mobilidade internacional em termos de destinos geográficos e qualificações? Quais as principais motivações na escolha dos países de destino da emigração? Como compara a emigração jovem em Portugal com a dos restantes países europeus?

Para responder a estas questões, é necessário começar por definir os conceitos de “emigrante” e de “jovem”. Para efeitos deste Tema em destaque, um emigrante é uma pessoa nascida em Portugal e que não reside em Portugal (ou seja, que vive no estrangeiro há pelo menos doze meses ou por um período que se espera vir a ser superior a doze meses). Assim, o critério adotado é o da naturalidade, e não o da nacionalidade. Por seu turno, um jovem é um indivíduo com idade entre 15 e 34 anos. Ao longo do Tema em destaque, a informação é desagregada em dois escalões etários: 15 a 24 anos e 25 a 34 anos. A análise centra-se neste último escalão, dado que identifica de forma mais fidedigna os jovens que terminaram o percurso escolar e que estarão maioritariamente no mercado de trabalho.

A informação analisada neste Tema em destaque é essencialmente baseada em *stocks*, ou seja, avalia-se o total de emigrantes jovens num determinado ano, e não o fluxo de emigrantes em cada ano. Esta questão é relevante porque muitos emigrantes regressam posteriormente a Portugal, deixando de ser emigrantes e passando a ser imigrantes. No entanto, não existem séries longas e detalhadas sobre os fluxos de retorno de emigrantes. Note-se que uma avaliação do impacto económico da emigração jovem exigiria um conhecimento aprofundado sobre estes dois fluxos brutos.

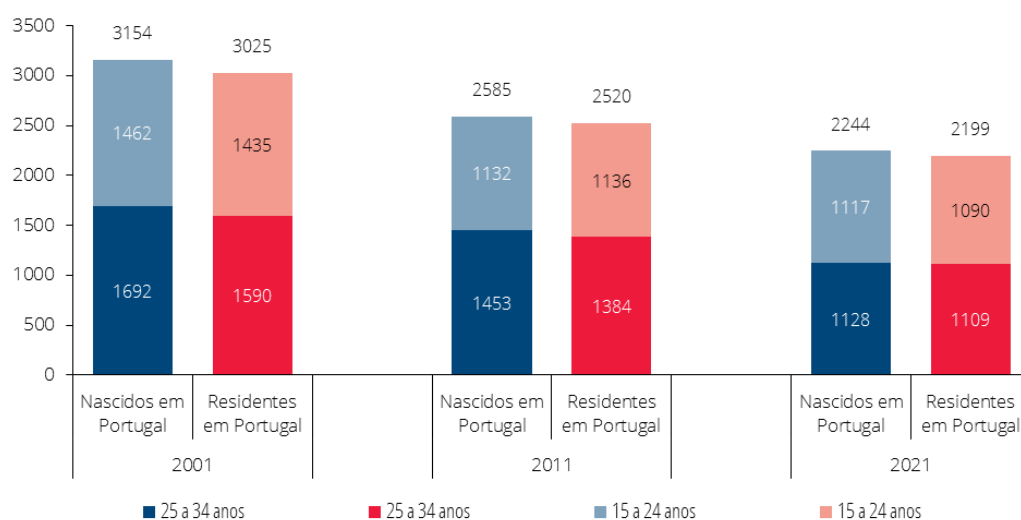
A população portuguesa jovem registou uma queda acentuada nos últimos vinte anos. Este facto, bem conhecido, está associado à queda do índice sintético de fecundidade — número de nados-vivos por mulher em idade fértil — de cerca de 3,0 em 1970 para 1,6 em 1990 (Banco de Portugal, 2023). Nas décadas mais recentes, a redução foi mais ligeira, com o índice a situar-se em 1,4 em 2024. A queda muito acentuada da natalidade entre 1970 e 1990 implica inevitavelmente uma forte diminuição da população com idades em torno dos 20 anos entre 1990 e 2010 e da população em torno dos 30 anos entre os anos 2000 e 2020.

¹ Preparado por Nuno Alves e Vanda Cunha.

O gráfico 1 apresenta uma estimativa do número de jovens de nacionalidade portuguesa nos anos de 2001, 2011 e 2021, com base na metodologia que será apresentada na secção seguinte, bem como da população residente jovem em Portugal, de acordo com os Censos da população daqueles três anos. Os resultados permitem retirar três ilações principais. Em primeiro lugar, observou-se uma queda acentuada dos jovens nascidos em Portugal com idades entre 15 e 34 anos, de 3,15 milhões em 2001 para 2,24 milhões em 2021. Esta queda foi de quase 30% em apenas duas décadas. Em segundo lugar, a diminuição do escalão etário entre 15 e 24 anos já foi menos acentuada na última década, enquanto no escalão entre 25 e 34 anos ainda se fez sentir neste período. Em terceiro lugar, a evolução da população nascida em Portugal e a da população residente em Portugal foram relativamente próximas. A população residente tem sido ligeiramente menor em valor absoluto, mas esta diferença tem vindo a esbater-se.

A transição demográfica e a alteração substancial da escolaridade neste grupo etário (Banco de Portugal, 2023) implicam que uma análise da evolução do *stock* de emigrantes jovens em Portugal deve considerar o seu peso face à população do respetivo escalão etário nascida em Portugal e uma leitura da incidência por escolaridade.

Gráfico 1 • Número de jovens nascidos em Portugal e número de jovens residentes em Portugal
| Milhares



Fontes: INE e Eurostat. | Notas: Os jovens nascidos em Portugal são de mães residentes em Portugal (INE, Estatísticas Demográficas). O *stock* destes jovens por escalão etário em cada ano censitário foi calculado aplicando as taxas de mortalidade por idade (dos 0 aos 34 anos, ano a ano) da população residente em Portugal (Eurostat) aos jovens nascidos em Portugal desde 1967. Os jovens residentes em Portugal por escalão etário abrangem todas as nacionalidades/nacionalidades (INE, Censos).

Uma estimativa do número de emigrantes jovens entre 2001 e 2021

A aferição do número de emigrantes jovens num determinado momento é um desafio estatístico face à dificuldade de identificar os indivíduos em contexto migratório. Nesta secção, propõe-se uma metodologia para estimar o *stock* de emigrantes jovens em 2001, 2011 e 2021, ancorada em três fontes de informação: as estatísticas de nascimentos em Portugal, as taxas de mortalidade por idade da população residente e os Censos populacionais. Dada a sua natureza, esta metodologia será denominada como “abordagem demográfica”. A ideia é acumular o número de indivíduos que

nasceram em Portugal e que estão vivos e comparar este valor, nos anos dos Censos, com os residentes em Portugal que nasceram em Portugal. A diferença entre estes valores será uma boa estimativa dos emigrantes portugueses. De modo a assegurar comparabilidade com as estatísticas oficiais e com a informação de outros países, agrega-se a informação dos níveis etários individuais em dois grandes grupos: os jovens dos 15 aos 24 anos e os jovens dos 25 aos 34 anos (e posteriormente o conjunto de todos os jovens). Como o primeiro ano analisado é 2001, e a população jovem é definida até aos 34 anos, é necessário acompanhar os nascimentos em Portugal desde 1967. Esta abordagem tem a desvantagem de só ser implementável nos anos censitários.

O quadro 1 apresenta os principais resultados deste exercício. Em 2021, existiam 338 mil emigrantes jovens (15 a 34 anos), número que compara com 290 mil em 2011 e 426 mil em 2001. A taxa de emigração da população jovem em 2021 ascendia a 15,1%, o valor máximo das duas últimas décadas.

A desagregação entre os dois escalões etários é útil para compreender melhor estas dinâmicas. No escalão entre os 15 e os 24 anos, caracterizado por uma percentagem elevada da população ainda em percurso escolar, o aumento da taxa de emigração é substancial. Em 2001, apenas 6,6% deste segmento estava em situação de emigração. Em 2021, esta percentagem tinha quase duplicado, para 12,0%. Esta evolução reflete, por um lado, o número crescente de jovens portugueses a estudar no estrangeiro, em particular na União Europeia (UE). Por outro lado, a decisão de emigração surge cedo no ciclo de vida dos jovens, quer para aqueles que terminam a escolaridade obrigatória quer para aqueles com formação superior.²

Quadro 1 • Jovens com nacionalidade portuguesa por escalão etário e residência | Milhares e percentagem

	2001	2011	2021
15-34 anos			
Nascidos em Portugal (1)	3154	2585	2244
Residentes nascidos em Portugal (2)	2729	2295	1906
Emigrantes nascidos em Portugal (3)=(1)-(2)	426	290	338
Taxa de emigração (15 a 34 anos) (4)=(3)/(1)*100	13,5	11,2	15,1
15-24 anos			
Nascidos em Portugal (1)	1462	1132	1117
Residentes nascidos em Portugal (2)	1365	1038	984
Emigrantes nascidos em Portugal (3)=(1)-(2)	97	93	134
Taxa de emigração (15 a 24 anos) (4)=(3)/(1)*100	6,6	8,2	12,0
25-34 anos			
Nascidos em Portugal (1)	1692	1453	1128
Residentes nascidos em Portugal (2)	1363	1256	923
Emigrantes nascidos em Portugal (3)=(1)-(2)	329	197	205
Taxa de emigração (25 a 34 anos) (4)=(3)/(1)*100	19,4	13,5	18,2

Fontes: INE (residentes em Portugal) e Eurostat (número de nados-vivos nascidos de mães residentes em Portugal e óbitos em Portugal por idade). Cálculos do Banco de Portugal.

² De acordo com a Comissão Europeia, em 2022 a taxa de mobilidade de saída para fins de aprendizagem no ensino superior era de 9,3% em Portugal, abaixo da média da UE (11,0%). Considerando apenas a mobilidade de maior duração conducente a um diploma, a percentagem em Portugal era superior à da média da UE (5,1% e 4,3%, respetivamente) (Comissão Europeia, 2025).

Relativamente ao segmento dos 25 aos 34 anos, existiam 205 mil emigrantes em 2021, o que compara com 197 mil em 2011 e 329 mil em 2001. A taxa de emigração neste escalão foi de 18,2% em 2021, claramente superior à observada em 2011 (13,5%) e ligeiramente inferior à de 2001 (19,4%). A comparação entre estes três anos merece duas observações. Em primeiro lugar, os emigrantes jovens em 2001 refletem ainda fluxos de emigração antes do 25 de abril de 1974, incluindo decisões familiares de emigração. Assim, uma parte relevante dos emigrantes jovens observados em 2001 terão saído do país ainda na infância. Em segundo lugar, os valores para 2021 estão influenciados pelos fortes fluxos de emigração entre 2011 e 2014, durante o Período de Assistência Económica Financeira. Ainda assim, mesmo subtraindo dos emigrantes jovens em 2021 um majorante para o “excesso de emigração” entre 2011–14, estimado comparando estes fluxos com a média dos anos seguintes, tal implicaria uma diminuição da taxa de emigração neste segmento inferior a 2 pp³.

Uma caracterização dos emigrantes jovens

Esta secção procura caracterizar os emigrantes jovens portugueses em termos de países de destino, sexo e escolaridade. A análise foca-se no escalão etário entre os 25 e os 34 anos, por duas razões. Por um lado, numa análise por idade (ano a ano), corresponde a um intervalo de maior estabilidade dos fluxos de emigração jovem. Por outro lado, este escalão permite fazer uma análise mais fiável da questão da escolaridade, dado que o percurso escolar já terá terminado na quase totalidade dos casos.

A abordagem demográfica da última secção permite estimar o número de emigrantes jovens, mas não fornece qualquer informação sobre as suas características. Nesse sentido, esta secção apresenta uma abordagem alternativa, baseada na informação dos Censos dos países de destino, e será aqui designada de “abordagem por contraparte”. Esta análise, muito intensiva em recolha de informação, tem duas fragilidades principais. Em primeiro lugar, a informação disponível não permite abarcar todos os países de destino da emigração portuguesa. Ainda assim, os países considerados facultam uma boa cobertura do número de emigrantes jovens, em particular nas décadas mais recentes. São eles: os Estados-Membros da União Europeia, Reino Unido, Suíça, Noruega, Islândia, Andorra, EUA, Canadá, Brasil, Venezuela, Angola, Moçambique, África do Sul, Macau e Austrália. Em segundo lugar, nem todos os países adotam as mesmas opções metodológicas e datas nas recolhas dos Censos. Pontualmente, foi necessário tomar opções metodológicas para harmonizar os dados, nomeadamente em termos de estrutura etária, adoção do critério de cidadania em vez de naturalidade e definição dos graus de escolaridade. A comparabilidade entre os países europeus será sempre mais fidedigna, dado que a grande maioria segue um sistema harmonizado no âmbito do Eurostat.

O quadro 2 apresenta o número de emigrantes jovens na abordagem por contraparte. Os resultados são consistentes com os da abordagem demográfica na secção anterior. De acordo com os Censos de contraparte analisados, havia 193 mil jovens nascidos em Portugal a residir nesses países em 2021 (195 mil em 2011 e 275 mil em 2001). Face à abordagem anterior, estes valores são próximos nos anos mais recentes, mas são substancialmente inferiores em 2001. Este facto deverá estar relacionado com uma subestimação da emigração jovem nos países africanos de língua oficial portuguesa nesse ano. Em termos de grandes regiões, destaca-se o peso dominante e crescente dos países europeus, que ascendia a perto de 90% em 2021.

³ A estimativa de “excesso de emigração” foi obtida comparando os fluxos de emigração em 2011-14 com a média observada nos anos seguintes (apenas para as idades que, em 2021, teriam entre 25 e 34 anos), assumindo que estes jovens não retornaram a Portugal até 2021. Por exemplo, no caso dos jovens dos 15 aos 24 anos, a média anual da emigração permanente entre 2011 e 2014 foi de 11,6 mil, o que compara com 8,3 mil no período 2015 a 2019, um valor 40% superior.

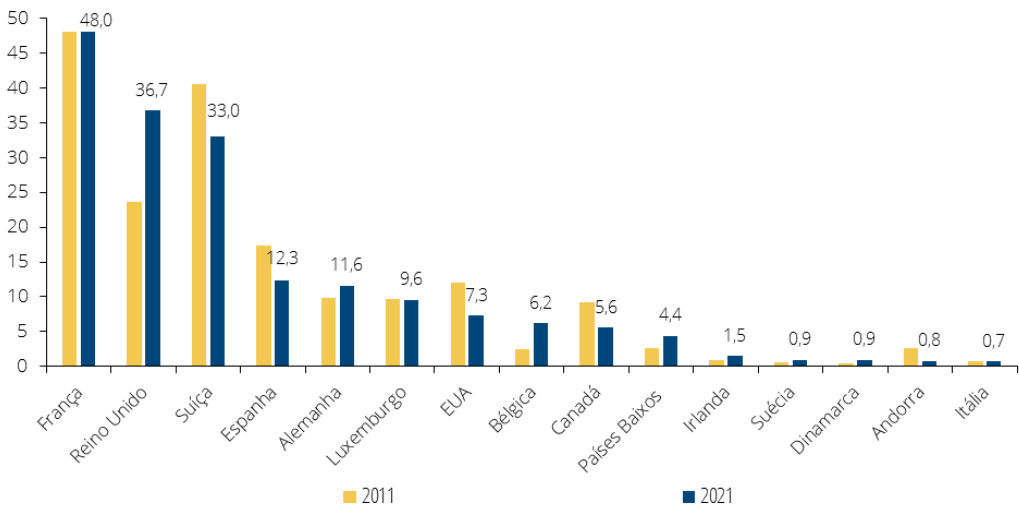
Quadro 2 • Emigrantes jovens (25 a 34 anos) nascidos em Portugal por área de destino | Milhares e percentagem

	2001	2011	2021
Europa (1)	204	161	170
EUA e Canadá (2)	52	21	13
Brasil e Venezuela (3)	9	4	3
Angola, Moçambique e África Sul (4)	7	6	6
Macau e Austrália (5)	3	2	1
SOMA (6) = (1)+...(5)	275	195	193
Taxa de emigração (abordagem por contraparte)	16,3	13,4	17,1
<i>Por memória: Taxa de emigração (abordagem demográfica)</i>	<i>19,4</i>	<i>13,5</i>	<i>18,2</i>

Fontes: Eurostat (Census Hub), OCDE (DIOC), ONS (RU), U.S. Census Bureau, OBMigra (Brasil), Governo de Andorra, Estatísticas de Macau, UNdata, Observatório da Emigração (Relatórios de 2015 e 2024 e dados por país extraídos a 21-08-2025), cálculos do Banco de Portugal. | Notas: A Europa inclui os países da UE, Suíça, Noruega e Islândia (fonte Eurostat), Reino Unido e Andorra. A taxa de emigração (abordagem por contraparte) é calculada pelo rácio entre o número de emigrantes jovens obtido nos Censos dos países de destino e o total dos nascidos em Portugal (apresentado no quadro 1) multiplicado por 100.

O gráfico 2 apresenta informação mais detalhada dos principais países de destino da emigração jovem entre os 25 e os 34 anos.⁴ Em 2021, destaca-se a França, com 48 mil emigrantes, seguida do Reino Unido e Suíça, acima dos 30 mil, e Espanha, Alemanha e Luxemburgo em torno dos 10 mil emigrantes. Esta ordenação manteve-se relativamente estável na última década, sobressaindo o aumento dos emigrantes jovens para o Reino Unido, bem como a redução para a Suíça e Espanha.

Gráfico 2 • Distribuição dos emigrantes jovens (25 a 34 anos) nascidos em Portugal pelos principais países de destino, em 2011 e 2021 | Milhares



Fontes: Eurostat (Census Hub), OCDE (DIOC), ONS (RU), U.S. Census Bureau, UNdata, Governo de Andorra, cálculos do Banco de Portugal. | Nota: Países apresentados por ordem decrescente de 2021.

⁴ Note-se que a ordenação dos principais países para o escalão etário dos 15 aos 24 anos é idêntica. Neste escalão etário, o número de emigrantes portugueses em 2021 ascendia a 31 mil em França, 28 mil no Reino Unido e 18 mil na Suíça.

Em termos do sexo, a emigração portuguesa tem sido historicamente dominada pelos homens (Observatório da Emigração, 2025), mas a evidência mais recente aponta para um maior equilíbrio entre homens e mulheres. Centrando nos países europeus, a percentagem de mulheres no *stock* de emigrantes com idades entre 25 e 34 anos em 2021 era cerca de 47% (calculado com base na média ponderada dos países com informação disponível). Para o segmento etário entre os 15 e os 24 anos, o *stock* de emigrantes jovens em 2021 já era paritário entre homens e mulheres. Esta evolução estará também relacionada com uma maior escolaridade das mulheres face aos homens, o que deverá contribuir para uma maior mobilidade relativa.

Uma questão importante na caracterização dos emigrantes jovens é avaliar as suas qualificações. A saída de jovens qualificados é muitas vezes apontada como sinal de uma “fuga de cérebros” na economia portuguesa. Se confirmada, esta poderia ser uma restrição ao crescimento potencial da economia portuguesa. Mesmo assim, tal apenas ocorreria se não existisse um retorno posterior destes emigrantes, ainda durante a vida ativa. Neste caso, poder-se-ia mesmo verificar a situação contrária, tendo em conta a acumulação de capital humano no estrangeiro, tipicamente em economias com níveis superiores de qualificações e uma organização mais eficiente dos fatores produtivos (C. Batista et al., 2025).

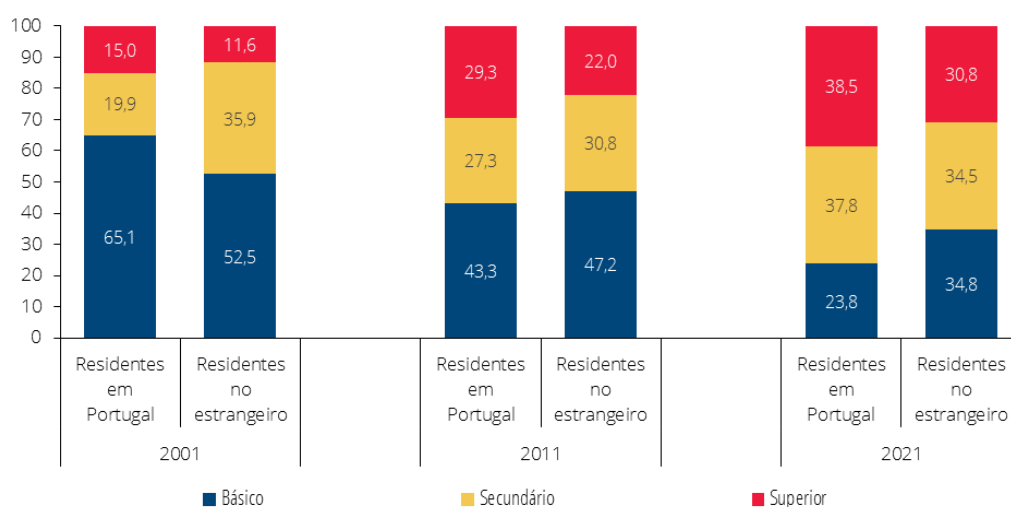
Para avaliar a evolução das qualificações dos emigrantes jovens, é importante começar por relembrar a melhoria sem precedentes das qualificações da população jovem em Portugal nestas duas décadas. Tendo por base a informação dos Censos, em 2001, apenas 15% dos jovens nascidos e residentes em Portugal entre 25 e 34 anos de idade tinha o ensino superior completo (Gráfico 3). Esta percentagem subiu para 39% em 2021. Em contraste, a fração dos jovens naquele escalão etário sem o ensino secundário completo situava-se em 65% em 2001, descendo para 24% em 2021. A evolução das qualificações dos emigrantes jovens deve ser lida à luz desta transição educacional acentuada.

Na abordagem por contraparte, é possível identificar a escolaridade dos emigrantes jovens nos principais países de destino da emigração portuguesa. A representatividade deste conjunto de países, em termos do número de emigrantes jovens, varia consoante os anos, mas é sempre muita elevada. O gráfico 3 confirma que as qualificações dos emigrantes jovens portugueses aumentaram também de forma acentuada nestas duas décadas. Em 2001, 12% dos emigrantes tinha o ensino superior completo e 53% não tinha completado o ensino secundário. Em 2021, a fração de emigrantes com ensino superior era de 31% e a dos indivíduos sem o ensino secundário tinha diminuído para 35%. Em 2021, os emigrantes jovens repartiam-se de forma equilibrada entre os três níveis de escolaridade.

Comparando estes pesos com os da população jovem nascida e residente em Portugal, observa-se que o peso dos emigrantes jovens com ensino superior sempre foi inferior ao da população residente (em 2021, 31% face a 39%) e que o peso dos emigrantes com menos qualificações era superior em 2021 (35% face a 24%). Assim, a decisão de emigrar não parece estar enviesada para os jovens com maiores qualificações, dado que os jovens mais qualificados estão menos representados entre os emigrantes do que nos jovens residentes em Portugal.

É importante notar que as qualificações dos emigrantes variam significativamente por país de destino (Quadro 3). Os emigrantes em países com maiores comunidades emigrantes estabelecidas tendem, em média, a ter menores qualificações, como são os casos da França e da Suíça. Pelo contrário, no Reino Unido, Espanha e EUA, mais de um terço dos emigrantes jovens nascidos em Portugal têm ensino superior.

Gráfico 3 • Distribuição dos jovens (25 a 34 anos) nascidos em Portugal por residência e nível de escolaridade máximo atingido | Percentagem do total em cada país



Fontes: INE, Eurostat, OCDE, Instituto Nacional de Estadística (Espanha), INSEE (França), ONS (RU), FSO (Suíça), STATEC (Luxemburgo), StatBel (Bélgica), U.S. Census Bureau, UNdata. | Notas: Os níveis completos de escolaridade correspondem a ISCED 0-2 (básico), ISCED 3-4 (secundário) e ISCED 5-8 (superior). A representatividade da amostra em relação aos países de destino considerados varia consoante os anos: 90% em 2001, 94% em 2011 e 86% em 2021.

Quadro 3 • Distribuição dos emigrantes jovens (25 a 34 anos) por países de destino e nível de escolaridade máximo atingido, 2021 | Percentagem do total em cada país

	Básico	Secundário	Superior
França	38,6	39,3	22,1
Reino Unido	29,0	25,6	45,4
Suíça	39,5	38,5	22,0
Espanha	37,0	19,9	43,1
Luxemburgo	24,8	42,9	32,3
EUA	19,0	44,1	36,9
Bélgica	45,2	31,5	23,4

Fontes: Eurostat, OCDE, Instituto Nacional de Estadística (Espanha), INSEE (França), ONS (RU), FSO (Suíça), STATEC (Luxemburgo), StatBel (Bélgica), U.S. Census Bureau. | Nota: No caso da Suíça (peso de 7% no total), a distribuição por escolaridade foi considerada proporcional à dos jovens (25 a 34 anos) com nacionalidade portuguesa e residentes na Suíça.

Uma discussão das motivações para a escolha dos destinos de emigração

As motivações para emigrar são multidimensionais e cada decisão tem subjacente uma história distinta. Ainda assim, a literatura identifica um conjunto de fatores que tipicamente determina a decisão de emigrar e a escolha do destino (OECD, 2020). Em primeiro lugar, ressalta a comparação entre o país de origem e o país de destino em termos de oportunidades de emprego, níveis de salários, e condições de vida, no presente e no futuro. A situação relativa nos mercados de trabalho é assim fundamental, o que também justifica a ciclicidade observada nos fluxos migratórios. Em segundo lugar, a proximidade geográfica e cultural — incluindo a língua —, a presença de comunidades já instaladas e a existência de políticas de acolhimento são também fatores importantes. Finalmente, o nível de escolaridade dos indivíduos é também relevante, na medida em que condiciona a capacidade de suportar os custos associados à deslocação e o retorno esperado do investimento em capital humano.

Na União Europeia, a liberdade de circulação de pessoas é um pilar fundamental do mercado interno, consagrada no artigo 45.º do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia. Este princípio garante a todos os cidadãos da União o direito de se deslocarem, residirem e trabalharem livremente em qualquer Estado-Membro, em condições de igualdade com os nacionais desse país. A União Europeia tem também acordos que garantem direitos de circulação nos países do Espaço Económico Europeu e na Suíça. Existe assim um forte incentivo a que a emigração portuguesa se centre neste vasto conjunto de países europeus.

Nesta secção, procura-se analisar as decisões sobre os países de destino dos jovens portugueses no espaço europeu, com base num modelo econométrico (Mayda, 2010). O modelo relaciona, para o ano de 2021, o *stock* de emigrantes jovens portugueses (25 a 34 anos) em 29 países europeus⁵ com quatro variáveis: (i) a remuneração média em cada país, líquida de impostos, controlando pelos diferentes níveis de preços em cada país (ou seja, em paridades de poder de compra); (ii) as redes estabelecidas pelas comunidades portuguesas emigrantes; (iii) a dimensão de cada país, medida pela população residente e (iv) a distância física entre Portugal e cada um dos países, medida pela distância entre as respetivas capitais. Note-se que, no conjunto de países considerado (com exceção do Reino Unido a partir de 1 de janeiro de 2021), existe liberdade de circulação de pessoas, pelo que este é um fator comum na decisão de virtualmente todos os emigrantes da amostra. A expectativa é que o número de emigrantes jovens aumente nos países com maiores salários líquidos (controlando pelo nível de preços), aumente com a dimensão das comunidades (por facilitarem a integração dos novos emigrantes), aumente com a população do país de destino (dada a maior capacidade de acolhimento de imigrantes) e diminua com a distância física (dada a menor proximidade e os maiores custos de deslocação). Os dados de emigrantes jovens em cada país correspondem aos subjacentes ao gráfico 2. Como referido na secção anterior, os 29 países incluídos na regressão abarcam a quase totalidade dos emigrantes portugueses jovens neste escalão etário em 2021.

Dado que as comunidades emigrantes estão muito correlacionadas com o *stock* de novos emigrantes, é necessário usar metodologias econométricas que identifiquem o contributo específico das redes formadas por aquelas comunidades.⁶ Os resultados da regressão encontram-se no quadro 4. As variáveis surgem em geral com forte significância estatística e com o sinal esperado. Como as variáveis estão em logaritmos, os coeficientes estimados correspondem a elasticidades. Assim, um aumento de 1% no rendimento líquido em paridades de poder de compra está associado a um aumento de 1,0% no número de emigrantes jovens; um aumento de 1% nas redes formadas pelas comunidades emigrantes está associado a um aumento de 0,8% no número de emigrantes jovens e um aumento de 1% na distância está associado a uma diminuição de 0,3% no número de emigrantes jovens. A população do país de destino surge com o sinal certo, mas não estatisticamente significativo, o que sugere que o efeito da dimensão do país já poderá estar captado pela escala de algumas comunidades emigrantes.

⁵ Os países considerados foram todos os que dispõem de informação no Eurostat (adicionados do Reino Unido): Bélgica, Bulgária, Chéquia, Dinamarca, Alemanha, Estónia, Irlanda, Grécia, Espanha, França, Croácia, Itália, Chipre, Letónia, Lituânia, Luxemburgo, Hungria, Malta, Países Baixos, Áustria, Eslovénia, Eslováquia, Finlândia, Suécia, Polónia, Islândia, Noruega e Suíça.

⁶ Como o *stock* total de emigrantes num determinado país tem uma forte endogeneidade com o *stock* de novos emigrantes, recorreu-se a uma estimação com variáveis instrumentais. Usou-se como instrumento das redes formadas pela comunidade de emigrantes o *stock* atual de emigrantes com 65 ou mais anos em cada país. Deste modo, assume-se que a presença de emigrantes portugueses mais velhos não influencia diretamente os fluxos de jovens migrantes hoje, exceto através do seu impacto na rede formada pela comunidade. Esta hipótese é validada na estimação. Um instrumento alternativo poderia ser o *stock* de emigrantes com 45 ou mais anos em cada país em 2001. A utilização deste instrumento gera resultados idênticos em termos estatísticos aos apresentados no texto.

Uma extensão importante do exercício seria perceber se estes determinantes são igualmente fortes para os diferentes níveis de qualificações dos emigrantes. Infelizmente, este exercício não é possível com a informação disponível, dado que o número de países para os quais existe a decomposição dos emigrantes por qualificações em 2021 é relativamente pequeno.

Quadro 4 • Número de emigrantes jovens portugueses (25 a 34 anos) em 2021 (em logaritmos) face ao rendimento, rede estabelecida pelas comunidades emigrantes, população e distância para o país de destino

Variáveis explicativas	Coefficiente estimado	Significância estatística	Descrição da variável
Rendimento líquido em PPC	1,00	***	Rendimento líquido de um solteiro sem filhos que aufero o salário médio na economia (média 2011–21), em logaritmos
Comunidade de emigrantes	0,75	***	Número total de emigrantes portugueses, usando como instrumento o número de emigrantes com 65 ou mais anos, em logaritmos
População	0,09	-	População (em logaritmos)
Distância	-0,33	*	Distância entre Lisboa e a capital de cada país (em logaritmos)
Constante	-8,43	***	

Número de observações: 29

Significância estatística: *** (1%); ** (5%); * (10%); - (15%)

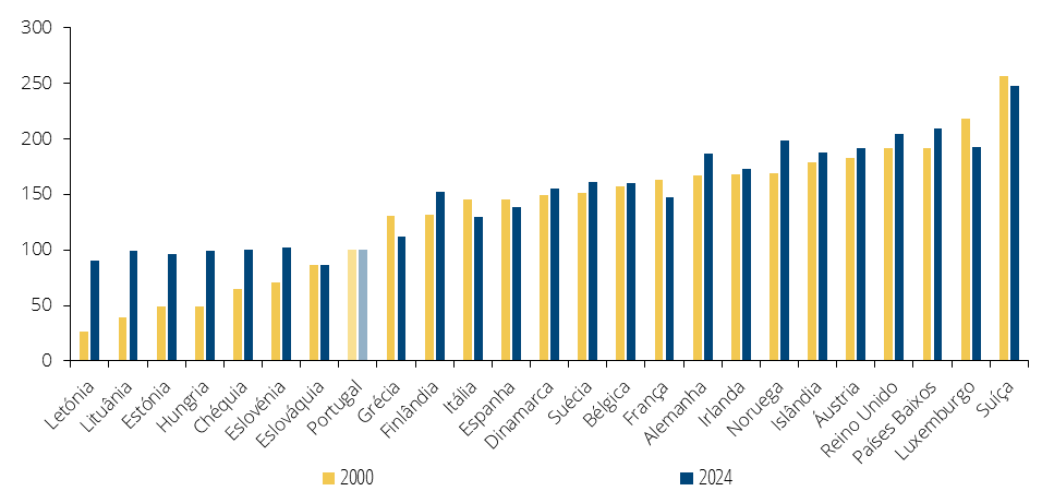
Teste da primeira etapa da regressão por variáveis instrumentais: $F(1,24)=79,5$ e R^2 parcial = 0,62

Os testes de endogeneidade rejeitam a hipótese nula de exogeneidade, a uma significância de 1%

Fontes: Eurostat, ONS (RU), US Census Bureau, cálculos do Banco de Portugal.

Globalmente, a regressão revela o forte papel conjunto da presença de comunidades emigrantes e das diferenças de rendimento real na decisão de país de destino dos emigrantes jovens. Note-se também que as diferenças de rendimento têm sido muito persistentes ao longo do tempo (Gráfico 4). Deste modo, nos últimos 25 anos, os incentivos à emigração jovem não deverão ter sido alterados, em termos substantivos, por processos estruturais de divergência ou convergência de Portugal face aos restantes países europeus.

Gráfico 4 • Rendimento líquido de um solteiro sem filhos que aufero o salário médio na economia, em paridades de poder de compra: 2000 e 2024 | Portugal = 100 em cada um dos anos

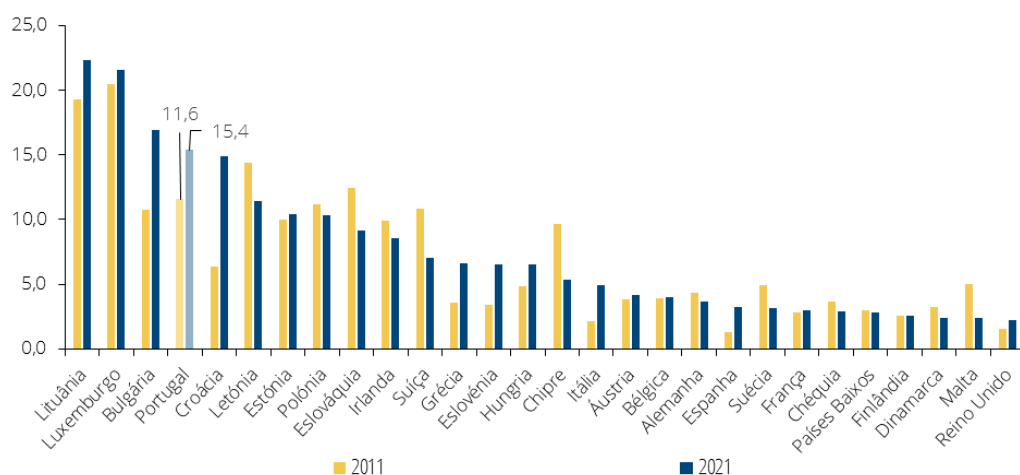


Fonte: Eurostat. | Nota: No caso do Reino Unido, o valor de 2024 corresponde a 2019.

Comparação internacional das taxas de emigração dos jovens para a Europa

Como referido, a taxa de emigração do total da população portuguesa é historicamente das mais elevadas da Europa. Nesta secção apresenta-se uma comparação internacional das taxas de emigração jovem (25 a 34 anos), a partir do *stock* observado em 2021 e em 2011. A comparação é realizada apenas para os países constantes na base de dados do Eurostat (e Reino Unido). Dadas as restrições de informação, a análise centra-se apenas nos emigrantes que residem em países europeus. Nesta abordagem, Portugal destaca-se com uma das taxas de emigração jovem para a Europa mais altas, a qual aumentou entre 2011 e 2021 (Gráfico 5). A crise económica em 2011–13, sem paralelo na generalidade dos países europeus, é um dos fatores importantes para explicar esta evolução. O aumento da taxa de emigração jovem na última década foi também observado na maioria dos países europeus (Gráfico 5). Sublinhe-se que fica em aberto a questão sobre o grau de retorno destes jovens ao longo do ciclo de vida.

Gráfico 5 • Taxa de emigração jovem (25 a 34 anos) para países europeus, em 2011 e 2021
| Em percentagem da população jovem natural e residente na Europa



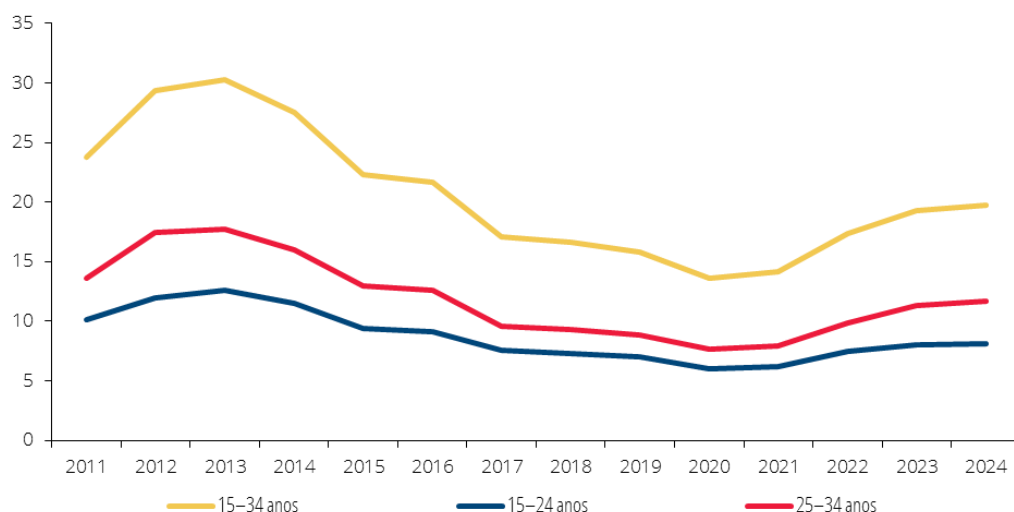
Fontes: Eurostat (Census Hub) e ONS (RU). | Notas: Os países europeus de origem apresentados são aqueles para os quais existem dados no Eurostat por escalão etário (UE e Suíça) e o Reino Unido, e estão ordenados por ordem decrescente da taxa de emigração em 2021. Os países europeus de destino, incluem, para além destes, a Islândia e a Noruega. Em 2021, a emigração para o RU só está disponível para os seguintes países europeus individualizados - IRL, FR, DE, IT, PT, ES, LT, PL e CR -, pelo que a taxa de emigração pode estar subestimada nos restantes casos. A taxa de emigração é dada pelo rácio entre (i) número de naturais de um país emigrados e (ii) a soma destes com os naturais do país e residentes no país de origem (x100).

Os fluxos de emigração permanente dos jovens nos últimos anos

A análise das secções anteriores baseou-se nos *stocks* de emigração nos anos dos Censos. Nesta secção, explora-se a informação disponível no INE relativamente aos fluxos brutos de emigração permanente de jovens. Note-se que esta evidência está disponível por nacionalidade e não por naturalidade. O gráfico 6 apresenta a evolução até 2024 do número de emigrantes permanentes de nacionalidade portuguesa (ou seja, os nacionais que passaram a residir noutro país com a intenção de aí ficar por um período igual ou superior a um ano). O gráfico sugere que o número de emigrantes permanentes de nacionalidade portuguesa, com idades entre 15 e 34 anos, estabilizou em cerca de 20 mil em 2024, claramente abaixo dos fluxos registados nos anos do Programa de Assistência

Económica e Financeira. No entanto, um conhecimento mais profundo desta questão exigiria informação sobre o possível retorno destes jovens emigrantes permanentes e sobre o momento do retorno efetivo dos jovens emigrantes classificados como temporários (por terem originalmente a intenção de residir no estrangeiro por menos de um ano).

Gráfico 6 • Fluxos de emigração permanente dos jovens de nacionalidade portuguesa | Em milhares



Fontes: INE, cálculos do Banco de Portugal.

Conclusões

Este Tema em destaque apresentou uma quantificação e uma caracterização do *stock* de emigrantes jovens ao longo das últimas décadas. Em 2021, 18,2% da população nascida em Portugal com 25 a 34 anos estava emigrada. Este valor compara com 19,2% em 2001 e com 13,5% em 2011. Estima-se que a Europa seja o destino largamente prioritário dos emigrantes jovens entre 25 e 34 anos, para o que contribui o regime de liberdade de circulação no espaço europeu, promotor de uma melhor afetação das qualificações da força de trabalho. Na decisão de emigração dos jovens portugueses são elementos fundamentais as diferenças persistentes e substanciais de rendimento líquido (controlando pelo custo de vida) — decorrentes do processo de convergência lento e tardio da economia portuguesa face aos países europeus com maior rendimento —, bem como a existência de importantes comunidades emigrantes. A emigração jovem é relativamente equilibrada em termos de homens e mulheres. No que se refere às qualificações, a fração dos emigrantes jovens com ensino superior é bastante maior que no passado, mas inferior à fração dos jovens nascidos e residentes em Portugal com ensino superior. Em termos de comparação no quadro europeu, Portugal surge como um dos países com maior taxa de emigração jovem para a Europa, avaliada em termos de *stocks*.

Num contexto em que a população jovem portuguesa diminuiu acentuadamente nas últimas décadas, a emigração dos jovens é um tópico muito relevante. As implicações para o crescimento de longo prazo da economia portuguesa não podem ser aferidas apenas pela observação dos fluxos de saída de jovens do país e respetivos *stocks*. É crucial complementá-la com os fluxos de regresso dos portugueses. Adicionalmente, é preciso conjugar esta informação com os fluxos de entrada de estrangeiros e a sua integração no mercado de trabalho, bem como com a participação plena de Portugal no processo de integração europeia. Como tem sido documentado, os trabalhadores estrangeiros têm sustentado o crescimento do emprego nos anos mais recentes, apresentando uma idade mediana de 33 anos

(Banco de Portugal, 2024). A interação entre todas estas dinâmicas deve ser prioritária na recolha estatística e na subsequente análise económica.

Referências

Banco de Portugal (2023), "Demografia em Portugal: cenários para o século XXI.", Tema em destaque do *Boletim Económico* de junho

Banco de Portugal (2024), "Caraterização dos trabalhadores estrangeiros por conta de outrem em Portugal.", Tema em destaque do *Boletim Económico* de junho

Batista, C., Han, D., Haushofer, J., Khanna, G., McKenzie, D., Mobarak, A. M., Theoharides, C. e Yang, D., (2025), "Brain drain or brain gain? Effects of high-skilled international emigration on origin countries." doi: [10.1126/science.adr8861](https://doi.org/10.1126/science.adr8861)

Comissão Europeia (2025), *Education and Training Monitor*, Edição 2024

EUROSTAT (2025a), Portal do Eurostat. *Demography*

EUROSTAT (2025b). Portal do Eurostat. *Population and Housing Census: 2001, 2011, 2021*

INE (2025a). Portal do Instituto Nacional de Estatística. *Censos da população: 2001, 2011 e 2021*

INE (2025b). Portal do Instituto Nacional de Estatística. *Estatísticas demográficas: fluxos de emigração permanente*

Mayda, A. M. (2010), "International migration: a panel data analysis of the determinants of bilateral flows.", *Journal of Population Economics*, 23, (pp 1249-1274)

Nações Unidas (2020), *International migrant stock 1990-2020: Age, sex and destination*. DESA Population Division (Base de dados)

Observatório da Emigração (2025), *Relatório Anual* (várias edições)

OCDE (2025a), *Database on Immigrants in OECD and non-OECD Countries*, Anos de referência: 2000/1, 2010/1, 2020/1 (provisória)

OCDE (2025b), *International Migration Outlook* (várias edições)

III Políticas em análise

As medidas com incidência em empréstimos à habitação no contexto de subidas nas taxas de juro

As medidas com incidência em empréstimos à habitação no contexto de subidas nas taxas de juro¹

As taxas de juro de referência do BCE aumentaram de -0,5% no terceiro trimestre de 2022 para 4,0% no terceiro trimestre de 2023, após terem permanecido em -0,5% desde o terceiro trimestre de 2019. Esta trajetória, que refletiu a orientação restritiva da política monetária, terminou no segundo trimestre de 2024, iniciando-se então uma sequência de descidas das taxas de juro.

No mercado de crédito à habitação em Portugal, a predominância de contratos com taxa variável expôs os devedores a aumentos significativos das prestações entre 2022 e 2024. Foram implementadas várias medidas com o objetivo de mitigar temporariamente o impacto do aumento das taxas de juro nos devedores. As medidas incentivaram renegociações de contratos de crédito, reembolsos antecipados e transferências de contratos para outras instituições financeiras. Este Políticas em análise avalia a adoção e o impacto destas medidas no mercado de crédito à habitação em Portugal.



Foram implementadas medidas para mitigar os efeitos da subida acentuada das taxas de juro em 2022–23.

A taxa de juro média dos contratos de crédito à habitação em carteira no sistema bancário português aumentou de 0,9% no primeiro trimestre de 2022 para 4,7% no quarto trimestre de 2023 (Gráfico 1). A transmissão da política monetária foi particularmente rápida em Portugal, dado que 93% da carteira de crédito em 2021 tinha taxa de juro variável na vigência do contrato.

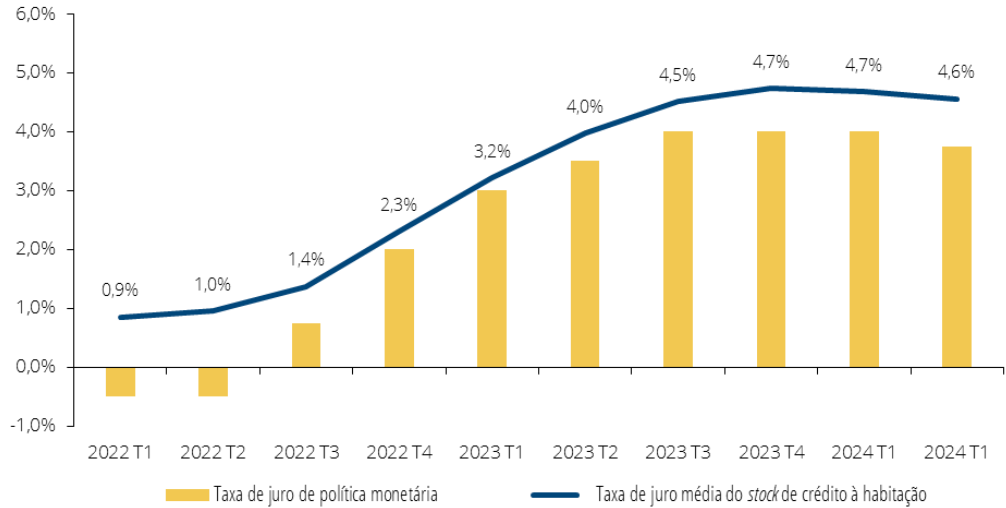
A subida das taxas de juro levou à implementação de diversos atos legislativos, tendo os primeiros entrado em vigor ainda no quarto trimestre de 2022, um trimestre após o primeiro aumento das taxas de juro de referência (Quadro 1). Estas medidas foram desenhadas para abranger os agregados familiares mais afetados, com critérios de elegibilidade distintos e progressivamente ajustados (Quadro 2).

¹ Preparado por Gil Nogueira e Sujiao Zhao.

A partir do final de 2022, as instituições financeiras passaram a estar impedidas de cobrar comissões de reembolso antecipado de créditos à habitação e de transferência de contratos para outras instituições. Adicionalmente, foram obrigadas a apresentar, sem custos para os devedores, propostas de renegociação dos créditos à habitação com taxa variável, no montante igual ou inferior a 300 mil euros, para habitação própria e permanente, que tivessem uma taxa de esforço elevada ou um agravamento significativo desta.

Em 2023, possibilitou-se o resgate antecipado dos montantes investidos em planos de poupança (poupança-educação e poupança-reforma) para amortizar créditos à habitação, sem a perda de benefícios fiscais. Foi também criado um subsídio destinado a apoiar os devedores mais afetados e introduzida a possibilidade de fixar o valor das prestações durante dois anos, com aumento posterior, dispensando o acordo das instituições de crédito.

Gráfico 1 • Taxa de juro do crédito à habitação taxa de juro de referência do BCE | Em percentagem



Fonte: Banco Central Europeu e Banco de Portugal. | Nota: A taxa de juro de política monetária é a taxa de juro da facilidade de depósito do Eurosistema.

Quadro 1 • Vigência temporal das medidas com impacto no crédito à habitação

	2022	2023				2024	
Trimestre	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Suspensão de comissão de reembolso antecipado							
Promoção da renegociação de contratos							
Resgate de planos de poupança sem penalização							
Concessão de apoios ao pagamento de prestações							
Fixação da prestação							

Fonte: Diário da República. | Notas: O período de vigência das medidas representado no quadro abrange os trimestres incluídos na análise em que os devedores podem aderir às medidas. A vigência da suspensão da comissão de reembolso antecipado e da concessão de apoios ao pagamento de prestações mantém-se após 2024 T2. A fixação da prestação pode ter efeito em trimestres posteriores à adesão pelos devedores.

Quadro 2 • Aplicabilidade das medidas

Medida	Legislação	Entrada em vigor	Finalidade do empréstimo	Tipo de taxa de juro	Montante	Data de celebração	Esforço financeiro	Incumprimento
Suspensão de comissão de reembolso antecipado	Decreto-Lei n.º 80-A/2022	26-11-2022	Habitação própria e permanente: - Aquisição/construção	Taxa variável, incluindo empréstimos de taxa mista na fase de taxa variável	Sem restrição	Sem restrição	Sem restrição	Sem restrição
	Decreto-Lei n.º 91/2023	12-10-2023						
	Lei n.º 1/2025	07-01-2025						
Promoção da renegociação de contratos	Decreto-Lei n.º 80-A/2022	26-11-2022	Habitação própria e permanente: - Aquisição/construção	Taxa variável, incluindo empréstimos de taxa mista na fase de taxa variável†	≤ 300 000 €	Sem restrição	- DSTI ≥ 36%, se DSTI aumentar mais de 5 pp em 12 meses, ou taxa de juro aumentar mais do que os valores previstos na regulamentação de avaliação de solvabilidade; ou - DSTI ≥ 50%	Elegível para o plano de ação para o risco de incumprimento, (PARI)
	Lei n.º 24/2023	30-05-2023						
Resgate e planos de poupança sem penalização	Lei n.º 24-D/2022	01-01-2023	Habitação própria e permanente: - Aquisição/construção - Obras	Sem restrição	Sem restrição	Sem restrição	Sem restrição	Sem restrição
	Lei n.º 24/2023	28-06-2023						
	Lei n.º 82/2023	01-01-2024						
Concessão de apoios ao pagamento de prestações	Decreto-Lei n.º 20-B/2023	23-03-2023	Habitação própria e permanente: - Aquisição/construção - Obras	Taxa variável, incluindo empréstimos de taxa mista na fase de taxa variável	≤ 250 000 €	≤ 15 de março de 2023	- LSTI ≥ 35%, e; - Variação mínima de 3 pp na taxa de juro indexante em alguns contratos (revogado), e; - Rendimento até sexto escalão de IRS ou rendimento até sexto escalão após quebra superior a 20% no rendimento, e; - Património financeiro ≤ 62x indexante de apoios sociais (IAS)	Sem prestações em atraso
	Decreto-Lei n.º 91/2023	12-10-2023						
Fixação da prestação	Decreto-Lei n.º 91/2023	12-10-2023	Habitação própria e permanente: - Aquisição/construção - Obras	Taxa variável, incluindo empréstimos de taxa mista na fase de taxa variável	Sem restrição	≤ 15 de março de 2023	Sem restrição	Em cumprimento

Fonte: Diário da República. | Notas: Os critérios de aplicação das medidas não são exaustivos. Por “em cumprimento” entende-se que os devedores: (1) não estejam em mora ou incumprimento de prestações pecuniárias; (2) não se encontrem em situação de insolvência; (3) não estejam abrangidos por PARI ou PERSI (Procedimento Extrajudicial de Regularização de Situações de Incumprimento).



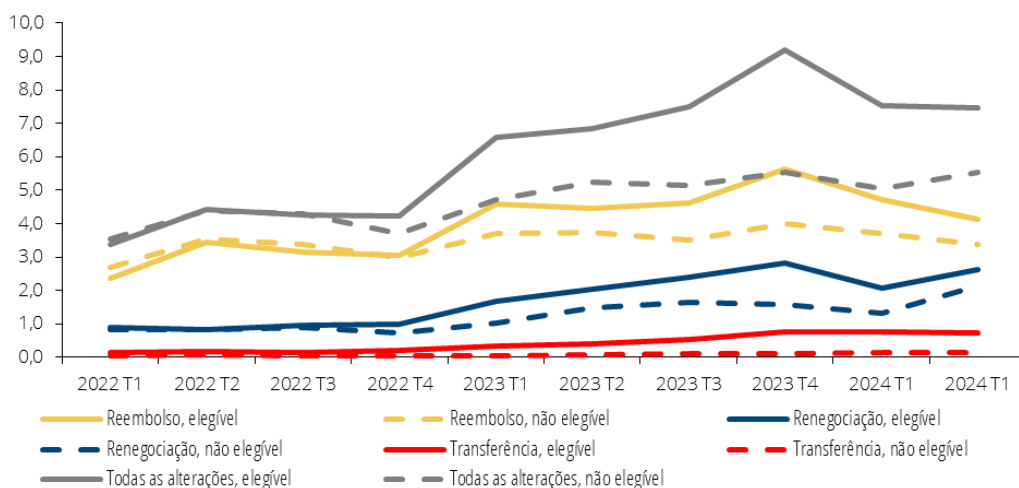
As medidas beneficiaram mais os devedores com maior escolaridade e os contratos com ativos de garantia de valor mais elevado.

Com base na Central de Responsabilidades de Crédito (CRC), é possível analisar as alterações realizadas aos contratos de crédito à habitação e caracterizar os respetivos devedores no período imediatamente anterior à implementação das medidas (2022 T1–2022 T3) e durante a sua vigência (2022 T4–2024 T2). Os dados não permitem identificar diretamente os indivíduos que beneficiaram das medidas e permitem apenas uma identificação limitada dos indivíduos com acesso às medidas. Face a estas restrições, a análise identifica os indivíduos potencialmente elegíveis para as medidas a partir das características dos contratos de crédito.

São considerados elegíveis os contratos para construção ou aquisição de habitação própria e permanente com taxa variável, incluindo contratos de taxa mista na fase de taxa variável. Na renegociação, consideram-se elegíveis apenas os contratos com montante vivo igual ou inferior a 300 mil euros. A definição de elegibilidade é limitada porque os dados não permitem observar todas as características dos devedores (por exemplo, dados de rendimento no caso das renegociações) e porque medidas com condições de acesso diferentes podem incentivar alterações aos contratos (por exemplo, resgate de poupanças e suspensão de comissões no caso dos reembolsos antecipados).

As alterações aos contratos analisadas são o reembolso antecipado (parcial ou total), a renegociação e a transferência de crédito para outras instituições financeiras. O número de alterações aumentou a partir do quarto trimestre de 2022, aquando do início da vigência das primeiras medidas de apoio (Gráfico 2).

Gráfico 2 • Contratos de crédito à habitação com alterações às condições contratuais, para os contratos elegíveis e não elegíveis para medidas | Em percentagem do número de créditos à habitação

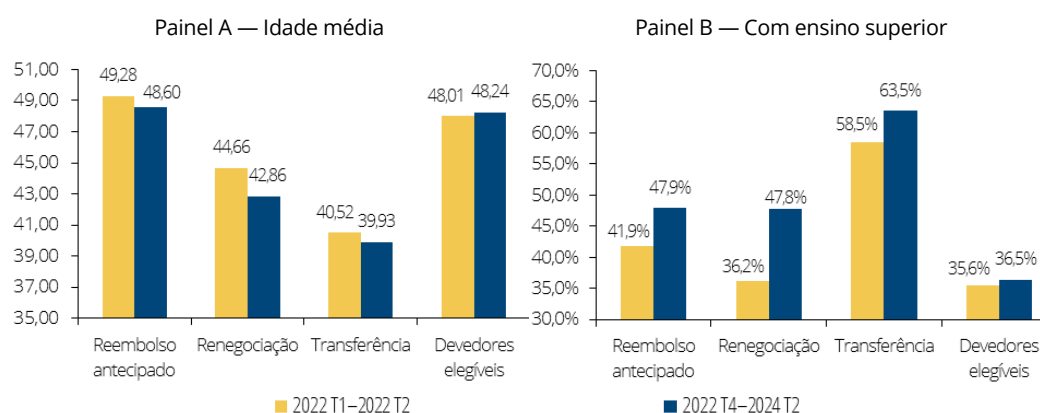


Fonte: Cálculos do Banco de Portugal. | Notas: A amostra abrange todos os créditos à habitação reportados na Central de Responsabilidades de Crédito (CRC) regulados pelo Decreto-Lei n.º 74-A/2017.

Entre os contratos elegíveis, a percentagem média de contratos com pelo menos uma alteração aumentou de 4,2% no quarto trimestre de 2022 para 7,5% no segundo trimestre de 2024. No mesmo período, a percentagem média de contratos com reembolso antecipado aumentou de 3,1% para 4,1%, a percentagem de contratos renegociados passou de 1,0% para 2,6% e a percentagem de contratos com transferência de crédito entre instituições aumentou de 0,2% para 0,7%.

O gráfico 3 mostra que os devedores com alterações de contrato são, em média, mais novos do que a totalidade dos devedores com contratos elegíveis para as medidas, exceto no caso dos reembolsos, em que a idade é idêntica. Em termos de evolução temporal, a média etária dos devedores que fizeram alterações de contrato no período mais recente é inferior à dos que fizeram alterações antes da introdução das medidas. Nas renegociações e nas transferências de crédito, os devedores mais jovens terão incentivos mais fortes do que os devedores mais velhos a alterar contratos por terem mais capital em dívida, o que poderá justificar idades médias mais baixas. A idade média mais elevada nos reembolsos antecipados do que nas restantes alterações dos contratos é consistente com os indivíduos mais jovens possuírem menos poupanças acumuladas do que os mais velhos para o reembolso dos créditos, reduzindo a adoção das medidas entre os mais jovens.

Gráfico 3 • Média etária e peso do ensino superior dos devedores de crédito à habitação elegíveis para as medidas de apoio | Em anos (Painel A) e percentagem (Painel B)



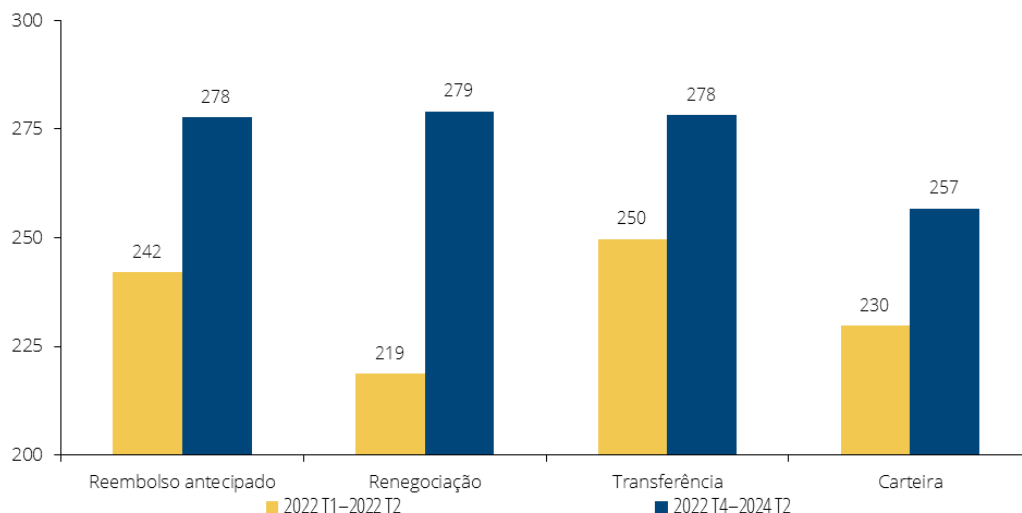
Fonte: Cálculos do Banco de Portugal. | Notas: Os gráficos apresentam valores médios em cada trimestre, obtendo-se posteriormente a média para os trimestres anteriores à adoção das medidas e à subida das taxas de juro (2022 T1–2022 T2) e para os trimestres em que as medidas estão em vigor (2022 T4–2024 T2). Na amostra, considera-se os devedores com registo de alterações aos contratos de crédito à habitação (“reembolso antecipado”, “renegociação” e “transferência”) e, separadamente, todos os devedores com registos de crédito à habitação na CRC que cumpram os critérios de elegibilidade para pelo menos uma das alterações contratuais (“devedores elegíveis”).

Nos trimestres em que as medidas estiveram em vigor, a percentagem de devedores com ensino superior que efetuaram alterações contratuais foi superior à percentagem nos trimestres anteriores, sugerindo que os devedores com níveis mais elevados de escolaridade tiveram uma maior propensão para recorrer às medidas disponíveis. Em média 47,9% dos devedores que reembolsaram antecipadamente tinham concluído o ensino superior, valor semelhante ao verificado para os devedores que renegociaram (47,8%) e inferior ao verificado para os devedores que transferiram o crédito (63,5%), mas substancialmente superior ao valor verificado para o universo dos devedores elegíveis (36,5%). Nos trimestres de vigência das medidas, 15,0% dos devedores com ensino superior renegociaram contratos, 27,3% fizeram reembolsos antecipados e 6,5% realizaram transferências de créditos. Dentro dos devedores sem ensino superior, 9,1% renegociaram créditos, 17,8% fizeram reembolsos antecipados e 2,5% transferiram créditos. Embora o maior grau de adesão entre devedores com mais escolaridade possa refletir níveis mais elevados de literacia financeira, também levanta a possibilidade de efeitos mais acentuados entre devedores com mais rendimento, dado que a escolaridade tende a estar correlacionada com o nível de rendimento.

O gráfico 4 sugere que os beneficiários das medidas apresentaram ativos subjacentes aos créditos com valor superior face ao conjunto dos devedores elegíveis. O valor médio dos ativos aumentou no período de vigência das medidas, destacando-se o caso das renegociações, onde existia um diferencial

negativo face ao universo dos devedores elegíveis (-11 mil euros) que passou para um diferencial positivo de 22 mil euros. Este padrão sugere que os devedores que realizaram alterações nos seus contratos possuíam imóveis de maior valor.

Gráfico 4 • Valor dos ativos dados como garantia para devedores de crédito à habitação | Em milhares de euros



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal. | Notas: Os gráficos apresentam valores médios em cada trimestre, obtendo-se posteriormente a média para os trimestres anteriores à adoção das medidas e à subida das taxas de juro (2022 T1-2022 T2) e para os trimestres em que as medidas estão em vigor (2022 T4-2024 T2). O valor estimado do imóvel é dado pelo valor inicial do somatório das garantias dadas no início do contrato, atualizado através do índice nominal de preços da habitação em Portugal disponibilizado pelo Bank of International Settlements (BIS). A amostra abrange os devedores com registo de alterações aos contratos de crédito à habitação ("reembolso antecipado", "renegociação" e "transferência") e, separadamente, todos os devedores com registos de crédito à habitação na CRC regulados pelo Decreto-Lei n.º 74-A/2017 que cumpram os critérios de elegibilidade para pelo menos uma das alterações contratuais ("devedores elegíveis").



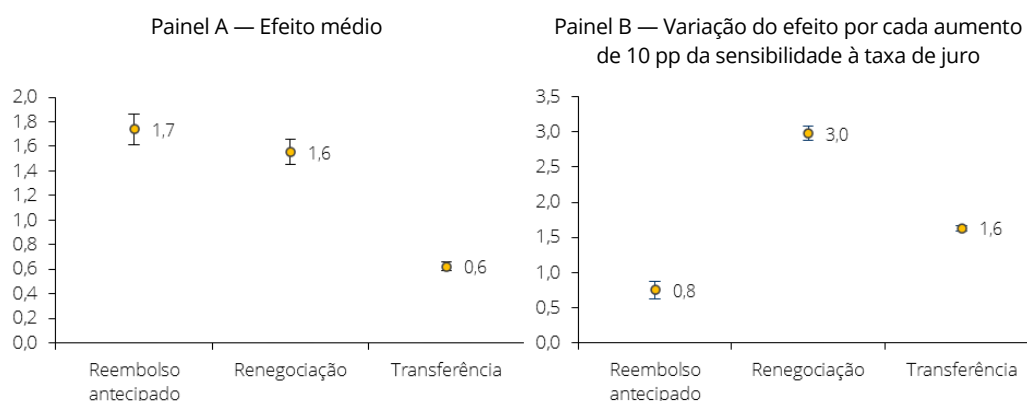
As medidas incentivaram a realização de alterações contratuais no crédito à habitação, especialmente junto das famílias mais expostas à subida das taxas de juro.

Para avaliar a adesão às medidas de apoio compararam-se os contratos elegíveis e não elegíveis, após ajustamento para as características dos devedores e dos contratos, bem como por diferenças pré-existentes entre os dois grupos. A análise permite concluir que as medidas implementadas incentivaram alterações contratuais no crédito à habitação (Gráfico 5, Painei A). O maior efeito observa-se no reembolso antecipado, onde a probabilidade de adesão foi 1,7 pp superior para os devedores elegíveis, seguido da renegociação (1,5 pp) e da transferência de créditos (0,6 pp). Estes resultados sugerem que as medidas terão sobretudo incentivado alterações de contratos dentro da mesma instituição financeira (renegociações ou reembolsos). O efeito na mudança de instituição terá sido menor, possivelmente devido a custos de procura de informação ou de transação mais elevados, ou à existência de contrapropostas da instituição com a relação contratual vigente.

Dada a heterogeneidade na exposição das famílias aos choques de taxa de juro, é relevante avaliar se o impacto da política variou conforme o grau de sensibilidade a variações da taxa de juro dos devedores. Para medir a variação da prestação, calcula-se a prestação com a taxa de juro atual e com a taxa de juro

acrescida em um ponto percentual, recorrendo à fórmula da amortização francesa. A sensibilidade corresponde à variação percentual da prestação entre estes dois cenários. O painel B do gráfico 5 mostra que as famílias mais expostas ao aumento das taxas de juro, isto é, aquelas cuja prestação mensal varia mais entre os dois cenários, registaram uma maior propensão para alterar os seus contratos. Destaca-se a renegociação, em que a um acréscimo da sensibilidade da prestação das taxas de juro em 10 pp se associou um aumento adicional de 3 pp na probabilidade de alteração. As estimativas têm significância económica, dado que a sensibilidade média da prestação às taxas de juro entre os devedores da amostra é de 10,1% e o desvio padrão de 5,4%. Também no reembolso antecipado (+0,8 pp) e na transferência de crédito (+1,6 pp) se observa um impacto positivo. Conclui-se que, entre as famílias mais expostas à subida das taxas de juro, a prioridade terá sido sobretudo aliviar a pressão financeira no curto prazo através da renegociação ou transferência do crédito, em detrimento da redução imediata da dívida por via do reembolso.

Gráfico 5 • Probabilidade acrescida de alteração dos contratos elegíveis (face aos não elegíveis) e em função da elegibilidade e da exposição ao aumento da taxa de juro | Em pontos percentuais



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal. | Notas: Este gráfico apresenta as estimativas e o intervalo de confiança a 95% para o coeficiente γ (Painel A) e θ (Painel B) das especificações seguintes: Painel A: $Ado\tilde{c}\tilde{a}\tilde{o}_i = \alpha + \beta \cdot Eleg\tilde{i}vel_i + \gamma \cdot (Eleg\tilde{i}vel_i \times P\acute{o}s_i) + \delta \cdot (Controlo_i \times P\acute{o}s_i) + Localiza\tilde{c}\tilde{a}\tilde{o}_i \times Efeito\ fixo\ temporal + \varepsilon_i$. Painel B: $Ado\tilde{c}\tilde{a}\tilde{o}_i = \alpha + \beta_1 \cdot Eleg\tilde{i}vel_i + \beta_2 \cdot Exposi\tilde{c}\tilde{a}\tilde{o}_i + \gamma_1 \cdot (Eleg\tilde{i}vel_i \times P\acute{o}s_i) + \gamma_2 \cdot (Exposi\tilde{c}\tilde{a}\tilde{o}_i \times P\acute{o}s_i) + \gamma_3 \cdot (Eleg\tilde{i}vel_i \times Exposi\tilde{c}\tilde{a}\tilde{o}_i \times P\acute{o}s_i) + \delta \cdot (Controlo_i \times P\acute{o}s_i) + Localiza\tilde{c}\tilde{a}\tilde{o}_i \times Efeito\ fixo\ temporal + \varepsilon_i$. $Ado\tilde{c}\tilde{a}\tilde{o}_i$ é uma variável binária igual a 1 se a hipoteca i foi reembolsada antecipadamente, transferida ou renegociada. $Eleg\tilde{i}vel_i$ é um indicador que identifica se o contrato i era elegível para as medidas de apoio. $P\acute{o}s_i$ é o indicador do período pós-política. $Exposi\tilde{c}\tilde{a}\tilde{o}_i$ é a sensibilidade da prestação às taxas de juro, dada pela variação da prestação através da fórmula de amortização francesa, em função do aumento hipotético da taxa de juro em 1 pp em 2022 T3. No Painel B, as estimativas são normalizadas para um aumento de 10 pp da prestação face a um aumento de 1 pp na taxa de juro. $Controlo_i$ representa os controlos ao nível do contrato, invariantes no tempo e medidos em 2022 T3, incluindo escolaridade, género, idade, indicador de nacionalidade estrangeira, LTV, logaritmo do montante do empréstimo e idade do empréstimo. A sensibilidade da prestação, o LTV, o montante do empréstimo e a idade do devedor são aparados aos níveis de 1% e 99%. Para facilitar a interpretação, os dados são agregados em duas observações por contrato, uma referente a todo o período pré-política (2022 T1–2022 T3) e outra ao período pós-política (2022 T4–2024 T2). Para cada alteração contratual, a amostra é composta pelos devedores que fizeram essa alteração contratual pelo menos uma vez no período de análise.

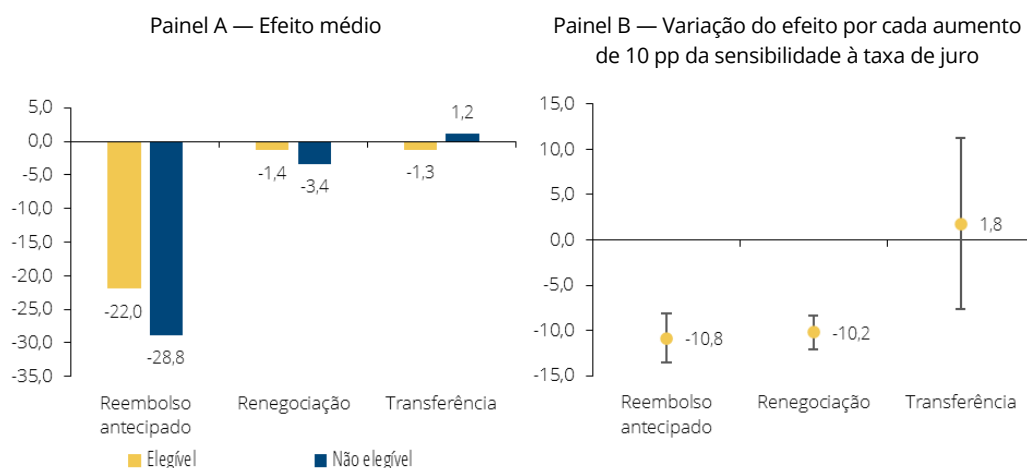


Os reembolsos antecipados causaram reduções significativas das prestações, com reduções maiores entre os devedores elegíveis mais expostos às taxas de juro.

A subida das taxas de juro teve um impacto direto e significativo nas prestações mensais dos contratos de crédito à habitação com taxa variável, aumentando o esforço financeiro das famílias e, potencialmente, o risco de incumprimento. Nesse contexto, torna-se essencial avaliar até que ponto as medidas de apoio

adotadas conseguiram aliviar os encargos mensais dos devedores e prevenir situações de incumprimento, com especial atenção para os devedores mais expostos a choques nas taxas de juro. A análise das prestações mensais nos contratos de crédito à habitação revela que as medidas de apoio adotadas em resposta à subida das taxas de juro tiveram impactos diferenciados entre os devedores, dependendo do tipo de ajustamento realizado ao contrato (Gráfico 6). A alteração dos contratos está associada à redução das prestações, principalmente no reembolso antecipado. Em média, no trimestre da realização do reembolso antecipado, a prestação reduziu-se em 22,0% entre os devedores elegíveis para as medidas e em 28,8% entre os restantes. Tendencialmente, as restrições de liquidez e os custos fixos (por exemplo, formalidades administrativas) afetam mais intensamente a decisão de realizar reembolsos antecipados para reembolsos de menor valor. A eliminação da comissão de reembolso antecipado poderá compensar estes custos e restrições de liquidez, incentivando a realização de reembolsos de pequena dimensão e contribuindo para reembolsos relativamente menores face ao montante em dívida entre os devedores elegíveis. Na renegociação, a variação da prestação é negativa mas próxima de zero (-1,4% nos devedores elegíveis e -3,4% nos não elegíveis). Este padrão é consistente com o facto de as mudanças habitualmente acordadas na renegociação, como a redução do *spread*, terem efeitos pequenos mas negativos na prestação. Na transferência de crédito, a variação média é negativa e pequena para os elegíveis (-1,3%) e positiva para os não elegíveis (1,2%), o que poderá decorrer de a transferência de crédito ser acompanhada de um aumento do montante em dívida.

Gráfico 6 • Probabilidade acrescida de alteração dos contratos elegíveis (face aos não elegíveis) e em função da elegibilidade e da exposição ao aumento da taxa de juro | Em pontos percentuais



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal. | Notas: O painel A apresenta a variação percentual da prestação, por aproximação logarítmica, dada pela diferença do logaritmo da prestação, para alterações realizadas em 2022 T4–2024 T2. O painel B estima a regressão seguinte, separadamente para credores com pelo menos um registo de reembolso antecipado, transferência ou renegociação no período entre 2022 T1 e 2024 T2: $\log(\text{Prestação})_i = \alpha + \beta_1 \cdot \text{Elegível}_i + \beta_2 \cdot \text{Exposição}_i + \gamma_1 \cdot (\text{Elegível}_i \times \text{Pós}_i) + \gamma_2 \cdot (\text{Exposição}_i \times \text{Pós}_i) + \gamma_3 \cdot (\text{Elegível}_i \times \text{Exposição}_i) + \theta \cdot (\text{Elegível}_i \times \text{Exposição}_i \times \text{Pós}_i) + \delta \cdot (\text{Controlo}_i \times \text{Pós}_i) + \text{Localização} \times \text{Efeito fixo temporal} + \epsilon_i$. $\log(\text{Prestação})_i$ corresponde ao logaritmo da prestação mensal do indivíduo i no período t . O logaritmo da prestação assume valor 0 para $\log(0)$. O significado e o critério de truncagem das variáveis podem ser consultados na legenda do gráfico 5. A amostra exclui contratos com taxa fixa ao longo de todo o prazo contratual. No painel B, a amostra abrange os trimestres entre 2022 T1–2024 T2. Os valores agregam todas as prestações suportadas pelos mutuários em cada trimestre, para mutuários com empréstimos múltiplos.

Quando se considera também o grau de exposição dos devedores aos aumentos das taxas de juro, verifica-se que, após a adoção das medidas, a diferença de prestações entre elegíveis e não elegíveis diminuiu entre os devedores mais expostos. Em concreto, um aumento de 10 pp na sensibilidade da prestação à taxa de juro reduziu essa diferença em 10,8 pp nos reembolsos antecipados e em 10,2 pp nas renegociações, não havendo evidência estatística de efeitos diferenciados nas transferências. Estes

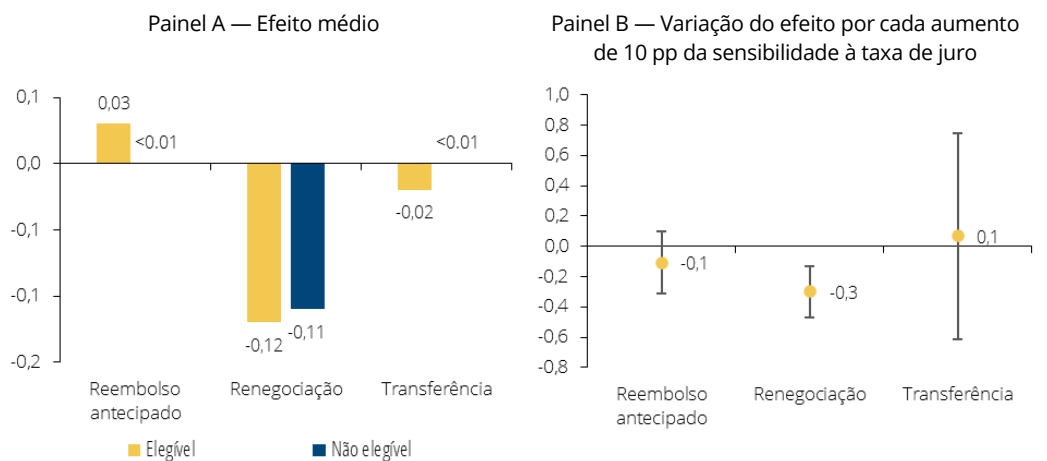
resultados indicam que os efeitos da política foram mais pronunciados entre os devedores mais vulneráveis à subida das taxas, em linha com os objetivos das medidas.



As renegociações terão contribuído para mitigar o incumprimento, especialmente entre os devedores mais expostos à subida das taxas de juro.

O painel A do gráfico 7 apresenta a variação percentual do incumprimento² no trimestre em que decorre cada alteração de contrato. Observa-se que a renegociação é a alteração que mais contribui para reduzir o incumprimento, sendo a variação para as restantes alterações residual. Embora a variação do incumprimento entre os devedores elegíveis e não elegíveis seja semelhante, as medidas permitiram um aumento da frequência das alterações aos contratos, potencialmente reduzindo o incumprimento entre os devedores que de outra forma não teriam acesso às renegociações.

Gráfico 7 • Probabilidade acrescida de alteração dos contratos elegíveis (face aos não elegíveis) e em função da elegibilidade e da exposição ao aumento da taxa de juro | Em pontos percentuais



Fonte: Cálculos do Banco de Portugal. | Notas: O painel A apresenta a variação percentual da taxa de incumprimento no trimestre de alteração do contrato, para alterações realizadas em 2022 T4–2024 T2, sendo os valores arredondados às duas casas decimais. No painel B, a figura apresenta estimativas e o intervalo de confiança a 95% para o θ da seguinte especificação, estimada separadamente para os grupos de reembolso antecipado, transferência e renegociação: $\text{incumprimento}_{it} = \alpha + \beta_1 \cdot \text{Elegível}_i + \beta_2 \cdot \text{Exposição}_i + \gamma_1 \cdot (\text{Elegível}_i \times \text{Pós}_t) + \gamma_2 \cdot (\text{Exposição}_i \times \text{Pós}_t) + \gamma_3 \cdot (\text{Elegível}_i \times \text{Exposição}_i) + \theta \cdot (\text{Elegível}_i \times \text{Exposição}_i \times \text{Post}_t) + \delta \cdot (\text{Controlo}_i \times \text{Pós}_t) + \text{Localização} \times \text{Efeito fixo temporal} + \varepsilon_{it}$. O incumprimento_{it} é definido como uma variável binária que assume o valor 1 se o indivíduo registou incumprimento no trimestre t e o caso contrário. Considera-se que existe incumprimento se houver atraso no pagamento do crédito e esse atraso tiver materialidade para efeitos do Regulamento dos Requisitos de Fundos Próprios. O significado e o critério de truncagem das variáveis podem ser consultados na legenda do gráfico 5. Os critérios de composição da amostra e de exclusão de contratos de taxa fixa podem ser consultados na legenda do gráfico 6.

² O incumprimento é definido como o atraso efetivo no pagamento, em geral superior a 90 dias, com limiar mínimo de 100 euros e de 1% da exposição de crédito.

Se considerarmos explicitamente o grau de exposição às taxas de juro, verifica-se que um aumento de 10% na sensibilidade da prestação à taxa de juro está associado a uma redução de 0,3 pp na diferença de incumprimento entre elegíveis e não elegíveis. Podendo a renegociação ser utilizada para reduzir o incumprimento ou para outros fins, os resultados sugerem que a introdução das medidas contribuiu para a utilização da renegociação para reduzir o incumprimento principalmente entre os devedores elegíveis mais expostos ao aumento das taxas de juro.



É necessário ponderar os benefícios de medidas com impacto no crédito à habitação com os custos diretos e os potenciais custos indiretos suportados pelo conjunto dos agentes económicos.

As medidas para o crédito à habitação adotadas no seguimento da subida das taxas de juro resultaram num aumento significativo da frequência de alterações aos contratos de crédito à habitação, nomeadamente reembolsos antecipados, renegociações e transferências de crédito para outras instituições bancárias. Este efeito foi maior entre os devedores cujas prestações do crédito à habitação estavam mais expostas ao aumento das taxas de juro. O reembolso antecipado é a alteração de contrato associada a reduções maiores da prestação, enquanto a renegociação aparenta ser mais eficaz na redução do incumprimento. Os efeitos na prestação e no incumprimento são mais salientes entre os devedores mais expostos à subida das taxas de juro. Este padrão reforça a importância de considerar as diferenças na exposição dos devedores à taxa de juro aquando da conceção de medidas de política destinadas a aliviar o esforço financeiro das famílias.

As medidas acarretam custos para o Estado, por via orçamental, e para as instituições financeiras, os quais podem ser repercutidos nas famílias. A vigência das medidas deve assim ponderar os seus custos e benefícios ao longo do tempo. Destaca-se que a análise apresentada é positiva, não sendo possível retirar conclusões normativas por não serem quantificados efeitos na globalidade dos agentes económicos.