

IM07

INFORMAÇÃO MENSAL
JULHO-AGOSTO 2026



ECONOMIAS E MERCADOS INTERNACIONAIS

MERCADOS FINANCEIROS

A Fed de Warsh: passar de orientar as expectativas para as gerir sem compromisso

ECONOMIA INTERNACIONAL

Inflação europeia: radiografia após o choque no Médio Oriente

O próximo orçamento dá continuidade ao NGEU no Semestre Europeu

A Europa precisa de canalizar a sua elevada poupança para investimentos produtivos

ECONOMIA PORTUGUESA

Afinal somos mais a residir em Portugal; o que mudou nas estatísticas?

A riqueza das famílias melhorou e a desigualdade diminui um pouco

Turismo nos primeiros meses de 2026: crescer entre tempestade e guerra

Exposição comercial de Portugal aos EUA – o que mudou no último ano?

Uma perspetiva setorial sobre a exposição da economia portuguesa a choques da procura

INFORMAÇÃO MENSAL

Julho-Agosto 2026

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

BPI Research (DF-EEF)[www.bancobpi.pt /](http://www.bancobpi.pt/)<https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-mercados/research>deef@bancobpi.pt**Paula Carvalho**

Economista Chefe

CaixaBank Researchwww.caixabankresearch.comresearch@caixabank.com**Enric Fernández**

Economista Chefe

José Ramón Díez

Diretor de Economias e

Mercados Internacionais

Oriol Aspachs

Diretor de Economia Espanhola

Sandra Jódar

Diretora de Planeamento Estratégico

Adrià Morron Salmerone **Oriol Carreras**Coordenadores da *Informação Mensal*

Data de fecho desta edição:

3 de julho de 2026

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

- 9 *A Fed de Warsh: passar de orientar as expectativas para as gerir sem compromisso*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

- 14 *Inflação europeia: radiografia após o choque no Médio Oriente*
16 *O próximo orçamento dá continuidade ao NGEU no Semestre Europeu*
18 *A Europa precisa de canalizar a sua elevada poupança para investimentos produtivos*

22 ECONOMIA PORTUGUESA

- 24 *Afinal somos mais a residir em Portugal; o que mudou nas estatísticas?*
26 *A riqueza das famílias melhorou e a desigualdade diminuiu um pouco*
28 *Turismo nos primeiros meses de 2026: crescer entre tempestade e guerra*
30 *Exposição comercial de Portugal aos EUA – o que mudou no último ano?*
33 *Uma perspetiva setorial sobre a exposição da economia portuguesa a choques da procura*

37 ECONOMIA ESPANHOLA

A economia mundial em busca de um novo equilíbrio

A diminuição da incerteza geopolítica após a assinatura do acordo entre os EUA e o Irão e a sua imediata repercussão nos preços da energia representa um reequilíbrio do mapa de riscos de curto prazo, precisamente quando entramos na época do ano em que as variáveis financeiras são mais sensíveis a qualquer perturbação. A reação do canal energético à incipiente reabertura do estreito de Ormuz foi mais intensa do que o esperado, tendo em conta que os preços do barril de petróleo regressaram praticamente ao ponto de partida (perto dos 70 dólares), enquanto os mercados de futuros chegaram a antecipar cotações médias até ao final de 2027 muito abaixo das hipóteses utilizadas na maioria dos cenários centrais de previsão.

É ainda cedo para declarar vitória, pois, para já, estamos apenas perante o fim do princípio de um longo processo de reconfiguração dos equilíbrios geopolíticos no Médio Oriente. O acordo não constitui um tratado definitivo, mas sim um memorando de entendimento (MoU) que abre um período de 60 dias para negociar três aspetos fundamentais: a reabertura e gestão do estreito de Ormuz, a libertação dos ativos iranianos congelados (juntamente com os apoios à reconstrução) e a resolução do conflito no Líbano.

Assim, não se pode excluir que as negociações se prolonguem no tempo e continuem sujeitas a elevada volatilidade. Contudo, no delicado exercício de previsão económica dos últimos anos, a descida dos preços da energia reduziu automaticamente os riscos extremos e a probabilidade dos cenários mais adversos (estagflação), aumentando a plausibilidade de que toda a instabilidade acumulada desde fevereiro se limite a um choque moderado de oferta. Deste modo, após o ruído dos últimos meses, a melhoria do canal energético traduziu-se em riscos descendentes para a inflação e ascendentes para a atividade económica, favorecendo a composição do crescimento nominal enquanto se reajusta o desequilíbrio entre oferta e procura, em particular em alguns segmentos dos mercados de matérias-primas.

Neste contexto, os dados de inflação de junho na Europa (2,8%, face a 3,2% em maio) mostram que o alívio das pressões energéticas pode atenuar rapidamente as pressões sobre os preços, com reduções da inflação harmonizada em três das quatro maiores economias europeias (França, Alemanha e Itália). Mais importante ainda foi a forte descida das expectativas de inflação de curto prazo em ambos os lados do Atlântico, refletindo, por um lado, a eficácia do moderado aperto monetário dos últimos meses e, por outro, conferindo maior flexibilidade aos bancos centrais para avaliarem a intensidade dos efeitos de segunda ordem sobre os preços.

O resultado foi uma flexibilização das perspetivas para a política monetária, com os mercados a anteciparem no final de junho apenas mais uma subida das taxas de juro nos EUA e na Europa, após o aumento de 25 p. b. pelo BCE e a alteração da estratégia de comunicação da Reserva Federal com a chegada de Kevin Warsh. Em geral, prevalece a perceção de que os bancos centrais manterão uma orientação restritiva até que as incertezas em torno do complexo cenário internacional estejam mais esclarecidas. Ainda assim, tendo em conta os preços futuros do petróleo e do gás observados no final de junho, o impacto direto da energia sobre a inflação global em 2026 poderá ser cerca de 3 décimas inferior ao estimado há apenas um mês.

Existe menor visibilidade no que respeita à atividade económica, enquanto se aguardam os dados de contabilidade nacional do 2T. No entanto, tudo indica que os efeitos negativos sobre o crescimento serão moderados, sobretudo se se confirmarem os sinais recentes de melhoria dos indicadores de confiança das famílias e das empresas. Tal evidência, uma vez mais, a resiliência do ciclo económico global e o novo dinamismo do investimento que, após uma década e meia de apatia, está a substituir o consumo privado como principal motor de crescimento de curto prazo, impulsionado pela inteligência artificial, pelo aumento das despesas com defesa, pela transição energética e pelos últimos efeitos do programa Next Generation EU na Europa.

A mudança de paradigma que consiste em substituir a eficiência como principal objetivo da política económica pela segurança nacional, pela resiliência industrial e pela competição tecnológica entre blocos terá um custo muito elevado. Resta agora encontrar formas de financiamento e avaliar as implicações deste processo no delicado equilíbrio entre fragilidade fiscal e estabilidade financeira, como salientou recentemente o Banco de Pagamentos Internacionais (BIS).

A esperança é de que a procura de um novo ponto de equilíbrio para a economia mundial termine com sucesso, à medida que o impacto positivo da inteligência artificial sobre a produtividade mais do que compense os choques negativos acumulados nos últimos anos. É neste enquadramento que a economia global entra numa nova era caracterizada por duas grandes transições simultâneas: a fragmentação geoeconómica e a revolução tecnológica.

O desafio da política económica consiste em preservar a resiliência de um sistema económico cada vez mais complexo, interligado e incerto. E em ter consciência de que a dificuldade não reside tanto em desenvolver novas ideias, mas sim em escapar às antigas, como advertiu Keynes.

José Ramón Díez

Cronologia

JUNHO 2026

- 11** O BCE aumentou as taxas de juro em 25 p. b. e a taxa *depo* passa de 2,00% para 2,25%.
- 18** Assinatura do memorando de entendimento em que os EUA e o Irão acordam um cessar-fogo e a abertura do Estreito de Ormuz.

ABRIL 2026

- 1-10** A missão Artemis II viaja até à Lua e atinge 406.771 km, a maior distância da Terra alguma vez alcançada por uma missão tripulada.

FEVEREIRO 2026

- 20** O Supremo Tribunal dos EUA invalida as tarifas anunciadas ao abrigo da IEEPA.
- 28** Os Estados Unidos e Israel lançam um ataque coordenado contra o Irão, no qual Ali Khamenei é morto.

MAIO 2026

- 22** Kevin Warsh assume o cargo de presidente da Fed e é eleito presidente do FOMC.

MARÇO 2026

- 11** A Agência Internacional da Energia concordou em libertar 400 milhões de barris de reservas estratégicas para atenuar o impacto da guerra no Médio Oriente.

JANEIRO 2026

- 14** O ano de 2025 foi o terceiro ano mais quente de que há registo (1940-2025) e 1,5°C mais quente do que a média pré-industrial (1850-1900), de acordo com o programa Copernicus da UE.
- 27** A UE e a Índia concluem as negociações para um acordo de comércio livre.

Agenda

JULHO 2026

- 1** Portugal: emprego e desemprego (maio).
Portugal: dívida pública (maio).
Zona Euro: estimativa rápida do IPC (junho).
- 2** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (junho).
- 9** Espanha: contas financeiras (1T).
- 15** China: PIB (2T).
- 17** Espanha: *rating* Moody's.
Portugal: balança de pagamentos (maio).
- 23** Portugal: dívida do setor não financeiro (maio).
Conselho de Governadores do Banco Central Europeu.
- 24** Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (maio).
- 28** Espanha: inquérito à população ativa (2T).
- 28-29** Comité de Mercado Aberto da Fed.
- 30** Espanha: estimativa rápida do PIB (2T).
Espanha: estimativa rápida do IPC (julho).
Portugal: estimativa rápida do PIB (2T).
Zona Euro: PIB (2T).
Zona Euro: índice de sentimento económico (julho).
EUA : PIB (2T).
- 31** Portugal: estimativa rápida do IPC (julho).
Zona Euro: estimativa rápida do IPC (julho).

AGOSTO 2026

- 3** Portugal: Dívida pública (junho).
- 4** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (julho).
- 5** Portugal: emprego e desemprego (2T).
- 6** Espanha: produção industrial (junho).
- 14** Portugal: Remuneração média mensal bruta por trabalhador (2T).
- 17** Japão: PIB (2T).
- 18** Espanha: comércio externo (junho).
- 19** Portugal: balança de pagamentos (junho).
- 25** Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (junho).
- 28** Espanha: estimativa rápida do IPC (agosto).
Portugal: *rating* S&P.
Zona Euro: índice de sentimento económico (agosto).
- 31** Espanha: balança de pagamentos (junho).
Portugal: detalhe do PIB (2T).
Portugal: estimativa rápida do IPC (agosto).

Portugal: entre a resiliência interna e os desafios externos

Os dados oficiais do segundo trimestre de 2026 deverão revelar-se mais favoráveis para a economia portuguesa do que antecipávamos no início da primavera. A escalada do conflito entre os Estados Unidos e o Irão, que atingiu um ponto crítico em abril, gerou inicialmente receios significativos sobre o crescimento mundial, os preços da energia, a confiança dos agentes económicos e o comércio internacional. Contudo, a rápida evolução para um entendimento político entre as partes permitiu inverter parte desse impacto. A queda dos preços da energia observada nas últimas semanas de junho e a melhoria progressiva dos indicadores de confiança ajudam a explicar porque é que os dados mais recentes sugerem uma economia nacional mais resiliente do que o esperado. Apesar disso, o contexto geopolítico permanece frágil e sujeito a reversões, pelo que os riscos para a segunda metade do ano continuam elevados.

De facto, após uma reação inicial negativa em abril, os indicadores de sentimento económico recuperaram de forma consistente ao longo do trimestre. Destaque para o indicador de sentimento económico da Comissão Europeia, que voltou a superar os 100 pontos em junho, enquanto vários indicadores associados ao consumo privado mantiveram uma evolução robusta. Paralelamente, o mercado de trabalho voltou a surpreender pela positiva. A população empregada atingiu um novo máximo histórico, a taxa de desemprego manteve uma trajetória descendente e os salários continuaram a crescer a um ritmo próximo de 5%, sustentando o rendimento disponível das famílias. Este enquadramento ajuda a explicar porque é que a procura interna continua a ser o principal motor da atividade económica em Portugal.

Também a situação financeira das famílias permanece globalmente favorável. O património líquido das famílias portuguesas voltou a aumentar em 2025, impulsionado tanto pela valorização imobiliária como pelo crescimento da riqueza financeira. A taxa de poupança continua próxima de máximos históricos e constitui um importante amortecedor perante eventuais choques futuros. Embora persistam desafios associados à concentração da poupança em ativos financeiros de baixo risco e reduzida rentabilidade, a evolução recente dos rendimentos, do emprego e da riqueza sugere que as famílias entram nesta fase de maior incerteza externa numa posição significativamente mais robusta do que em episódios anteriores.

No setor do turismo, uma das principais atividades exportadoras do país, os primeiros meses do ano revelam igualmente capacidade de adaptação. O setor enfrentou simultaneamente os efeitos das tempestades registadas no início do ano e o impacto indireto do conflito no Médio Oriente. Apesar disso, o desempenho global manteve-se positivo. As perturbações meteorológicas tiveram um impacto inferior ao inicialmente estimado, enquanto os efeitos da instabilidade geopolítica mostraram-se ambivalentes: por um lado, enfraqueceram temporariamente a procura interna; por outro, contribuíram para uma reorientação de fluxos turísticos para destinos europeus considerados mais seguros. Neste contexto, mercados emissores importantes para Portugal, como Reino Unido e Alemanha, apresentaram acelerações apreciáveis, ajudando a sustentar o crescimento do turismo internacional.

O mesmo padrão de resiliência pode ser observado nas contas externas. Apesar de o saldo conjunto das balanças corrente e de capital apresentar um início de ano menos favorável do que em 2025, e da fraca performance das exportações para os Estados Unidos (com recuo significativo sobretudo das exportações de produtos farmacêuticos), o setor do turismo continua a contribuir positivamente e o défice energético não se agravou tanto quanto se receava no momento mais intenso do conflito. A assinatura do memorando de entendimento entre os Estados Unidos e o Irão contribuiu para uma rápida correção dos preços internacionais da energia, reduzindo um dos principais riscos macroeconómicos identificados para este ano. Consequentemente, a inflação global começou a abrandar, embora a componente subjacente evidencie alguma persistência, ainda que num nível próximo dos 2%.

Entre os desenvolvimentos estruturais mais relevantes do ano destaca-se a revisão das estatísticas da população residente em Portugal. A nova metodologia adotada pelo INE revelou que o país tem mais residentes do que anteriormente estimado, com uma revisão particularmente expressiva para os anos mais recentes e fortemente associada à subestimação da população estrangeira. Os novos dados mostram uma dinâmica demográfica muito mais favorável do que aquela que era assumida até agora, suportada por fluxos migratórios significativos e por uma população estrangeira relativamente jovem e mais qualificada.

Contudo, esta notícia positiva levanta simultaneamente um conjunto importante de questões analíticas. A revisão da população implicará alterações futuras em várias estatísticas económicas e sociais, incluindo nas contas nacionais e nos indicadores do mercado de trabalho. Mais importante ainda, será necessário reavaliar métricas fundamentais como o PIB per capita, a convergência económica com a União Europeia e, sobretudo, a evolução da produtividade. Se o crescimento da população foi significativamente superior ao que se pensava, uma parte do crescimento económico observado nos últimos anos poderá refletir um aumento do fator trabalho e não necessariamente ganhos de eficiência produtiva. Compreender esta distinção será essencial para avaliar corretamente o desempenho estrutural da economia portuguesa e o seu potencial de crescimento futuro.

Em síntese, os indicadores atualmente disponíveis sugerem que a economia portuguesa atravessou o segundo trimestre de 2026 de forma mais favorável do que inicialmente antecipado. A robustez do emprego, da procura interna, do turismo e a situação financeira favorável (em termos globais) das famílias compensou parcialmente os efeitos adversos da instabilidade geopolítica. Ainda assim, a fragilidade do acordo alcançado no Médio Oriente, a incerteza associada ao enquadramento comercial internacional e as dúvidas que subsistem sobre a verdadeira evolução da produtividade portuguesa justificam prudência na avaliação das perspetivas para os próximos trimestres. O cenário central continua a ser de crescimento económico moderado, com os riscos claramente concentrados no lado externo.

Paula Carvalho

Final de período, exceto quando é especificado o contrário

Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2019	Média 2020-2023	2024	2025	2026	2027
TAXAS DE JURO							
Dólar							
Fed funds (limite inferior)	3,18	0,54	1,75	4,25	3,50	3,50	3,00
SOFR 3 meses	3,62	1,01	2,09	4,37	3,71	3,72	3,21
SOFR 12 meses	3,86	1,48	2,39	4,19	3,48	3,57	2,95
Dívida pública 2 anos	3,70	1,04	2,06	4,24	3,51	3,90	3,85
Dívida pública 10 anos	4,69	2,57	2,31	4,40	4,14	4,60	4,65
Euro							
Depo BCE	2,05	0,20	0,61	3,09	2,00	2,50	2,00
Refi BCE	3,05	0,75	1,11	3,24	2,15	2,65	2,15
€STR	–	–0,54	0,52	3,06	1,93	2,43	1,93
Euribor 1 mês	3,18	0,50	0,57	2,89	1,92	2,52	2,00
Euribor 3 meses	3,24	0,65	0,70	2,83	2,05	2,58	2,04
Euribor 6 meses	3,29	0,78	0,87	2,63	2,14	2,72	2,14
Euribor 12 meses	3,40	0,96	1,04	2,44	2,27	2,89	2,26
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,35	0,56	2,02	2,13	2,61	2,07
Dívida pública 10 anos	4,30	1,54	0,72	2,22	2,84	3,00	2,90
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	1,69	0,92	2,26	2,39	3,03	2,66
Dívida pública 5 anos	3,91	2,19	1,07	2,48	2,64	3,21	2,96
Dívida pública 10 anos	4,42	3,17	1,61	2,90	3,28	3,50	3,50
Prémio de risco	11	164	90	68	45	50	60
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	3,33	0,76	2,03	2,16	2,62	2,23
Dívida pública 5 anos	3,96	3,94	0,98	2,15	2,49	2,91	2,67
Dívida pública 10 anos	4,49	4,67	1,52	2,68	3,14	3,45	3,45
Prémio de risco	19	314	81	46	31	45	55
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,12	1,05	1,17	1,20	1,21
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,87	0,83	0,88	0,90	0,90
EUR/JPY (yenes por euro)	129,56	126,41	135,43	161,18	182,71	180,00	175,00
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	80,1	73,8	73,1	61,6	83,7	76,2
Brent (euros/barril)	36,1	62,5	67,0	69,8	52,6	69,7	62,9

Previsões

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

Economia internacional

	Média 2000-2007	Média 2008-2019	Média 2020-2023	2024	2025	2026	2027
CRESCIMENTO DO PIB¹							
Mundial	4,3	3,3	2,8	3,4	3,4	3,0	3,2
Países desenvolvidos	2,7	1,5	1,7	1,8	1,9	1,6	1,6
Estados Unidos	2,7	1,8	2,4	2,8	2,1	2,1	2,1
Zona Euro	2,3	0,8	1,1	0,9	1,5	0,7	1,2
Alemanha	1,6	1,3	0,2	-0,5	0,3	0,6	1,1
França	2,3	1,0	1,0	1,4	0,9	0,4	0,9
Itália	1,5	-0,3	1,5	0,6	0,7	0,6	0,7
Portugal	1,5	0,4	1,9	2,1	1,9	1,8	1,8
Espanha	3,6	0,7	1,1	3,5	2,8	2,1	1,8
Japão	1,4	0,4	0,1	-0,2	1,1	0,8	0,6
Reino Unido	2,8	1,3	1,0	1,0	1,4	1,0	0,9
Países emergentes e em desenvolvimento	6,3	4,9	3,5	4,5	4,4	3,9	4,2
China	10,6	8,0	4,9	5,0	5,0	4,5	4,0
Índia	7,2	6,7	4,6	7,3	7,5	6,6	6,4
Brasil	3,6	1,6	1,9	3,4	2,3	1,8	1,9
México	2,3	1,5	1,1	1,4	0,6	1,1	1,8
Rússia	-	1,4	1,5	4,9	1,0	0,8	1,5
Turquia	5,5	4,5	6,4	3,3	3,6	3,1	3,9
Polónia	4,1	3,7	2,6	3,1	3,6	3,1	2,8
INFLAÇÃO							
Mundial	4,1	3,7	5,9	5,8	4,1	4,4	3,7
Países desenvolvidos	2,1	1,6	3,9	2,6	2,5	3,0	2,3
Estados Unidos	2,7	1,8	4,5	3,0	2,6	3,5	2,4
Zona Euro	2,2	1,4	4,2	2,4	2,1	3,1	2,3
Alemanha	1,7	1,4	4,6	2,5	2,3	3,2	2,4
França	1,9	1,3	3,5	2,3	0,9	2,4	2,0
Itália	2,4	1,4	4,1	1,1	1,6	2,6	2,1
Portugal	3,1	1,1	3,4	2,4	2,3	2,9	2,3
Espanha	3,2	1,3	3,7	2,8	2,7	3,5	2,7
Japão	-0,3	0,4	1,4	2,7	3,2	2,1	2,0
Reino Unido	1,6	2,3	5,0	2,5	3,4	3,2	2,7
Países emergentes e em desenvolvimento	6,9	5,6	7,3	8,0	5,2	5,3	4,6
China	1,7	2,6	1,4	0,2	0,1	1,0	1,5
Índia	4,6	7,3	6,0	5,0	2,2	4,1	4,0
Brasil	7,3	5,7	6,4	4,4	5,0	4,5	4,0
México	5,2	4,2	5,6	4,7	3,8	4,2	3,9
Rússia	14,2	7,9	7,4	8,5	8,7	5,7	4,6
Turquia	22,6	9,6	39,5	58,5	34,9	30,3	21,5
Polónia	3,5	1,9	8,2	3,7	3,4	3,3	2,7

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

Previsões

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

Economia portuguesa

	Média 2000-2007	Média 2008-2019	Média 2020-2023	2024	2025	2026	2027
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	1,8	0,5	1,5	3,0	3,6	2,0	1,8
Consumo das Adm. Públicas	2,2	-0,3	1,9	1,5	1,6	1,4	1,0
Formação bruta de capital fixo	-0,4	-0,7	3,7	3,8	3,6	4,0	1,5
Bens de equipamento	3,4	2,7	6,3	8,4	-0,9	-	-
Construção	-1,4	-2,4	3,1	3,0	5,5	-	-
Procura interna (contr. Δ PIB)	1,3	0,0	2,0	2,9	3,6	2,2	1,6
Exportação de bens e serviços	5,3	4,0	3,8	3,1	0,4	1,4	3,3
Importação de bens e serviços	3,6	2,7	3,6	4,8	4,3	2,0	2,8
Produto interno bruto	1,5	0,4	1,9	2,1	1,9	1,8	1,8
Outras variáveis							
Emprego	0,4	-0,4	1,4	1,2	3,2	1,2	1,4
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,1	11,4	6,6	6,4	6,0	5,9	5,9
Índice de preços no consumidor	3,1	1,1	3,4	2,4	2,3	2,9	2,3
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-9,2	-2,9	-0,4	2,1	1,2	1,2	1,3
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-7,7	-1,5	0,6	3,3	2,7	2,8	2,2
Saldo orçamental (% PIB)	-4,5	-5,1	-2,0	0,6	0,7	-0,2	-0,4

Previsões

Economia espanhola

	Média 2000-2007	Média 2008-2019	Média 2020-2023	2024	2025	2026	2027
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	3,7	0,0	0,4	3,0	3,3	2,4	1,8
Consumo das Adm. Públicas	4,5	0,9	3,1	2,9	2,4	1,4	1,9
Formação bruta de capital fixo	5,7	-1,2	1,0	3,6	5,8	3,9	2,1
Bens de equipamento	4,9	0,2	-1,4	1,9	7,4	2,8	2,2
Construção	5,7	-2,6	0,4	4,0	5,2	4,1	2,0
Procura interna (contr. Δ PIB)	4,4	-0,2	0,9	3,2	3,5	2,4	1,8
Exportação de bens e serviços	4,7	2,9	2,4	3,2	3,6	0,6	1,9
Importação de bens e serviços	7,0	0,2	1,9	2,9	6,2	1,6	2,1
Produto interno bruto	3,6	0,7	1,1	3,5	2,8	2,1	1,8
Outras variáveis							
Emprego	3,2	-0,5	2,0	2,8	3,1	2,5	1,6
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	10,5	19,5	13,9	11,3	10,5	9,8	9,3
Índice de preços no consumidor	3,2	1,3	3,7	2,8	2,7	3,5	2,7
Custos de trabalho unitários	3,1	0,6	4,1	3,3	4,1	3,7	3,1
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-5,8	-0,2	1,2	3,2	2,9	2,3	2,5
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-5,2	0,2	2,0	4,2	3,4	3,6	3,9
Saldo orçamental (% PIB) ¹	0,3	-6,5	-6,1	-3,2	-2,4	-2,3	-2,3

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

Previsões

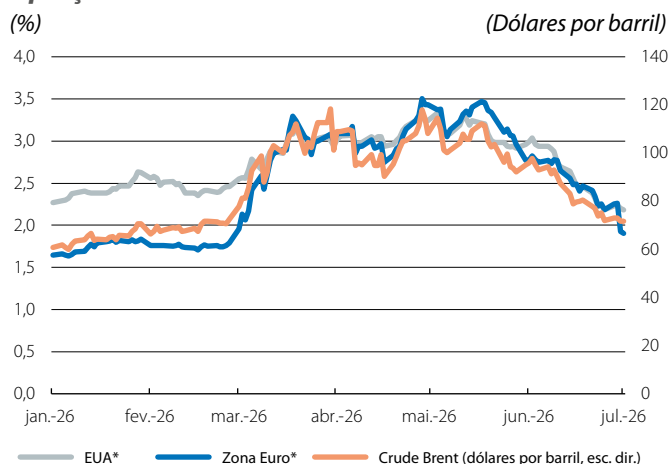
A reabertura do estreito de Ormuz estimula os mercados, apesar do endurecimento da política monetária

A apetência pelo risco, entre a geopolítica e os bancos centrais. O acordo provisório entre os EUA e o Irão alcançado em meados do mês, que prolongou a trégua militar e permitiu a reabertura progressiva do estreito de Ormuz, desencadeou uma das quedas mais acentuadas do preço do petróleo dos últimos anos. Isto levou a uma descida significativa das expectativas de inflação a curto prazo a nível global. No entanto, a Reserva Federal e o BCE adotaram um tom mais firme nas suas respetivas reuniões e sublinharam a sua postura anti-inflacionista, o que gerou forças opostas nos mercados. Não obstante, a queda do preço do petróleo levou os investidores a prever menos subidas das taxas de juro por parte do BCE em comparação com o mês anterior, ao passo que, no que diz respeito à Reserva Federal, os mercados continuaram a prever um maior aperto monetário, o que fez com que o dólar se valorizasse significativamente ao longo do mês, apesar da recuperação da apetência pelo risco por parte dos investidores. As bolsas apresentaram um desempenho distinto, em função da sua composição setorial. Os índices europeus registaram fortes subidas, tendo vários deles atingido novos máximos, favorecidos pelo alívio dos preços do crude. Em contrapartida, as bolsas norte-americanas e asiáticas registaram um desempenho mais negativo, prejudicadas por um mês desfavorável no mercado bolsista para as empresas tecnológicas e, em particular, para as de maior dimensão e mais endividadas devido ao desenvolvimento da IA.

O BCE aumenta as taxas de juro e a Fed adota um tom mais hawkish. O BCE aumentou as taxas em 25 p. b. e fixou a taxa *depo* em 2,25%. Esta medida foi a primeira desde que a taxa *depo* foi reduzida para 2,00% em junho de 2023, concluindo assim o ciclo monetário da crise inflacionista despoletado pela guerra na Ucrânia. O BCE justificou o aumento para 2,25 % com base no conflito no Médio Oriente e nos seus impactos económicos assimétricos, que se traduziram num aumento significativo da inflação e num impacto relativamente menor na atividade económica. Por sua vez, a Reserva Federal, na primeira reunião presidida por Kevin Warsh, manteve as taxas, mas surpreendeu com um tom mais restritivo: cerca de metade do Comité antecipou pelo menos um aumento adicional no *dot plot*, o que levou o mercado a antecipar um aumento nos próximos meses, o que colocaria a taxa *fed funds* no intervalo de 3,75% a 4,00%. A certa altura, os mercados chegaram mesmo a considerar a possibilidade de dois aumentos das taxas de juro por parte da Fed, mas a queda do preço do petróleo moderou as expectativas de um aperto monetário. Neste sentido, no fórum anual realizado pelo BCE em Sintra, no final de junho, vários membros continuaram a defender a necessidade de taxas de juro ligeiramente mais elevadas, mas salientaram que não há urgência em voltar a aumentá-las e que o acordo entre os EUA e o Irão melhora o balanço de riscos. Perante este cenário, os mercados encerraram o mês a apostar numa nova subida das taxas do BCE antes do final do ano (*depo* em 2,50%), mas descartam a possibilidade de a *depo* subir para 2,75% (em maio, chegaram a atribuir mais de 80% de probabilidade a esta terceira subida).

Mês de dinâmicas diferenciadas nas taxas de juro dos títulos do Tesouro. Na primeira metade do mês, a solidez macroeconómica nos EUA e o tom restritivo do BCE e da Fed impulsionaram as rendibilidades, especialmente nos prazos mais curtos. O tom mais restritivo da Reserva Federal reforçou esta tendência e levou a rendibilidade dos *treasuries* de curto prazo a máximos de mais de um ano, tendo contri-

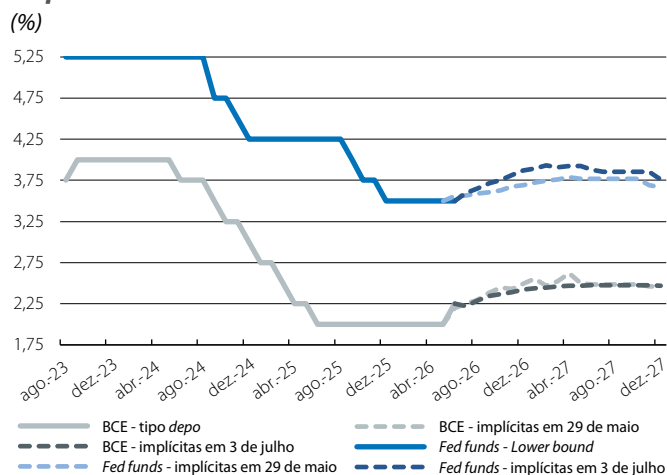
Expectativas de inflação para os próximos dois anos e preços do crude



Nota: * As expectativas de inflação correspondem à média dos swaps de inflação de cupão zero a um e a dois anos.

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

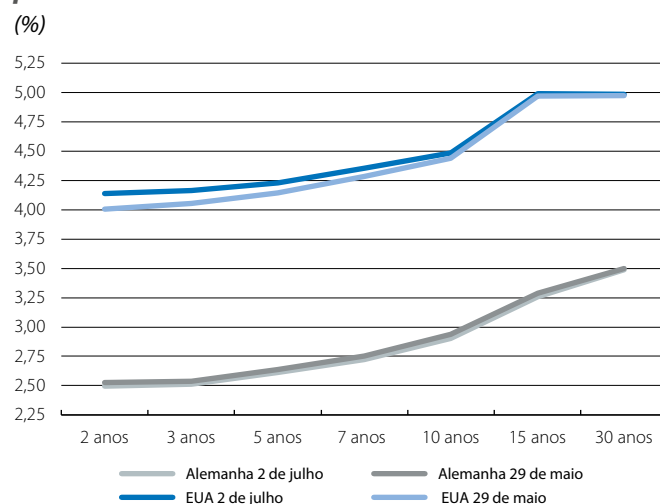
Expectativas refletidas nos mercados em matéria de política monetária até dezembro de 2027



Nota: Taxas implícitas dos OIS para o BCE e curva do diferencial entre a taxa efetiva dos fed funds e a SOFR a três meses.

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

Taxas de rendibilidade da dívida pública por maturidade



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

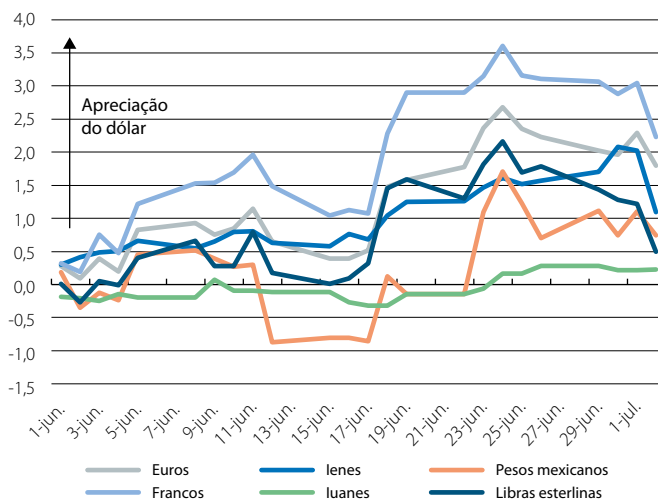
buido para um achatamento da curva. Na segunda metade do mês, no entanto, a queda do preço do petróleo alterou este padrão. Na Zona Euro, a curva alemã registou uma descida em todos os seus prazos, enquanto nos EUA se verificou uma queda sobretudo nos prazos longos, o que acentuou o achatamento da curva. Este movimento acabou por prevalecer no balanço mensal: descida das taxas de juro da dívida soberana na Europa e achatamento da curva norte-americana, sobretudo devido à subida das taxas de juro nos prazos mais curtos. Por outro lado, os prémios de risco soberano dos países periféricos da Zona Euro aumentaram ligeiramente, embora se tenham mantido contidos. O prémio de risco italiano estabilizou-se em níveis ainda superiores aos registados no início do ano, enquanto os prémios espanhol e português se mantiveram em níveis historicamente baixos.

Um mês de fortalecimento para o dólar. A moderação das expectativas de subida das taxas de juro do BCE, em particular após a reabertura do estreito de Ormuz, e a renovada confiança numa política monetária mais restritiva por parte da Fed alargaram o diferencial de taxas de juro a favor da moeda norte-americana e impulsionaram a valorização do dólar em termos da sua taxa de câmbio efetiva nominal. Dessa forma, o euro desvalorizou-se até aos 1,14 dólares, atingindo mínimos de aproximadamente um ano. O iene continuou a enfraquecer-se e, ao descer para quase 160 ienes por dólar, manteve-se próximo dos mínimos de várias décadas face ao dólar, apesar do aumento das taxas de juro pelo Banco do Japão na sua reunião de junho (de 0,75% para 1,00%) e da subida da rendibilidade da dívida soberana japonesa. A libra esterlina também se desvalorizou face ao dólar, embora tenha demonstrado uma maior resiliência relativa, apoiada por um tom igualmente restritivo por parte do Banco de Inglaterra (que manteve as taxas de juro nos 3,75% em junho, embora com dois votos dissidentes a favor de um aumento).

Divergência nos mercados bolsistas mundiais, com os índices europeus a recuperar terreno. As dúvidas quanto à rentabilidade dos investimentos em IA voltaram a gerar volatilidade e afetaram especialmente as empresas de hiperescala, enquanto os fabricantes de chips registaram uma forte volatilidade e encerraram o mês com um melhor desempenho relativo. Assim, nos EUA, o S&P 500 e o Nasdaq encerraram o mês com perdas, embora o S&P ponderado de forma equitativa e o conjunto de empresas menos expostas à IA tenham, de facto, encerrado em terreno positivo. Também na Ásia os índices mais expostos às empresas tecnológicas registaram perdas. Na Europa, as bolsas registaram subidas generalizadas e apresentaram um desempenho superior ao do resto do mundo, graças à queda do preço da energia, com o Stoxx 600 a atingir máximos históricos. A nível setorial, as ações das empresas do setor energético ficaram para trás.

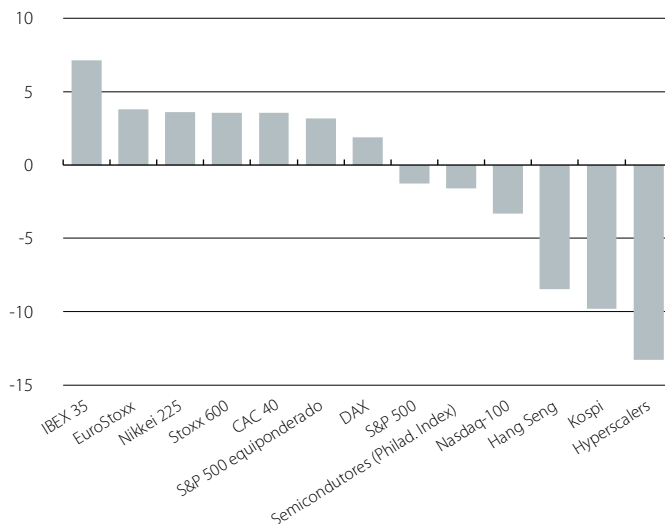
A queda do preço do petróleo reduz as expectativas de inflação descontadas pelos mercados. A reabertura do estreito de Ormuz normalizou os fluxos energéticos e fez com que o preço do crude regressasse praticamente aos níveis anteriores ao conflito. Mais concretamente, o preço de referência do petróleo Brent (contrato de futuros com prazo de dois meses) desceu para praticamente 70 dólares por barril. A queda foi menos acentuada nos futuros do petróleo com vencimento em 2027, que também se mantiveram perto dos 70 dólares (vs. uma média para 2027 que se situava nos 78 dólares no final de maio e nos 67 dólares no final de fevereiro). A correção do preço do petróleo refletiu-se rapidamente nas expectativas de inflação descontadas nos *swaps*. O gás natural, cujos preços tinham registado uma subida menor do que os do petróleo, registou uma descida muito mais reduzida ao longo do mês e oscilou ligeiramente acima dos 40 euros/MWh. No que diz respeito a outras matérias-primas, tanto o ouro como os restantes metais preciosos e os metais industriais (como o alumínio) registaram uma queda significativa.

Evolução das moedas selecionadas face ao dólar (Variação face a 29 de maio, %)



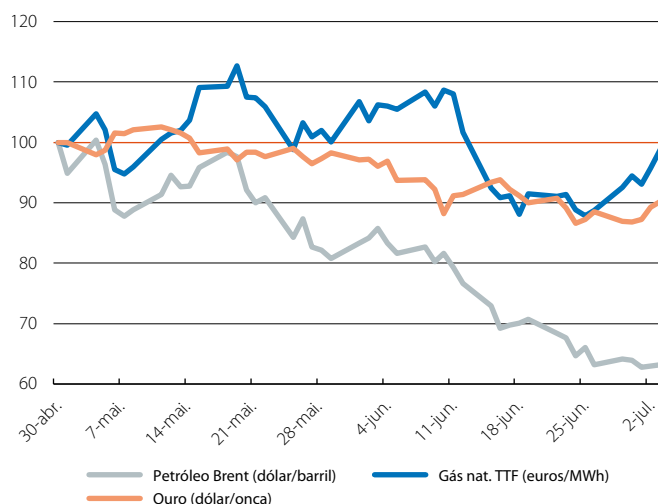
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

Rendimento no mês (de 29 de maio a 2 de julho)



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

Evolução das matérias-primas desde maio Índice (100 = 30 de abril de 2026)



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

A Fed de Warsh: passar de orientar as expectativas para as gerir sem compromisso

A chegada de Kevin Warsh à presidência da Reserva Federal marca uma mudança significativa na política monetária dos Estados Unidos. Na primeira reunião em que presidiu ao FOMC, Kevin Warsh não alterou as taxas de juro, mas deixou sinais sobre o rumo futuro da instituição. Para além de um tom um pouco mais restritivo face ao agravamento da inflação, a mudança mais significativa parece residir numa redefinição do quadro de comunicação da Fed. A reação dos mercados sugere que os investidores antecipam uma Fed menos disposta a comprometer-se com futuros movimentos das taxas de juro e que dará menos previsibilidade no futuro, ainda que a orientação anti-inflacionista da primeira reunião tenha ajudado a dissipar possíveis dúvidas sobre a sua independência política.

Nas últimas duas décadas, a Fed considerou que dar pistas sobre a evolução futura das taxas de juro – *forward guidance* – constituía o quadro de comunicação mais eficaz e eficiente da política monetária, embora não estivesse isento de riscos nem de custos. A lógica é que os efeitos dependem tanto das decisões atuais como das expectativas sobre a sua trajetória, pelo que influenciar estas últimas amplifica a transmissão. Como explicou Bernanke, tal exigia reduzir a ambiguidade na comunicação: quanto melhor os agentes antecipassem a função de reação da Fed, mais diretamente incorporariam esse comportamento nos preços e nas decisões, favorecendo a estabilidade macrofinanceira, especialmente num contexto de inflação baixa e taxas reduzidas.¹

O *dot plot*, introduzido em 2012, responde a esse objetivo, ao traduzir uma função de reação implícita num sinal observável.² Apesar de não se tratar de uma decisão coletiva nem de um compromisso formal, permite observar a forma como os membros do FOMC incorporam as suas previsões macroeconómicas nas taxas de juro. Contudo, o *dot plot* pode tornar-se excessivamente influente e impedir um ajustamento adequado das expectativas, precisamente em contextos de maior incerteza e dispersão. Os dados recentes indicam que, embora contenha informação útil e possa melhorar a precisão média das previsões, também pode gerar efeitos de ancoragem se os agentes continuarem a atribuir demasiada importância a projeções que a realidade económica possa ter tornado obsoletas.³ Além disso, o mer-

cado tende a interpretar a mediana como se fosse a intenção da Fed, ainda que formalmente não o seja. Este risco aumenta quando a dispersão dos pontos é elevada, como acontece atualmente, uma vez que a mediana pode ocultar desacordos profundos e transmitir uma falsa sensação de consenso.⁴

Warsh mostrou-se cético quanto à utilidade da orientação futura, uma vez que considera que tanto esta como as previsões de variáveis macrofinanceiras podem condicionar excessivamente os banqueiros centrais. A sua crítica não rejeita a transparência, mas questiona se uma maior comunicação contribui sempre para melhorar a transmissão da política monetária. Tal como explicou na sua análise sobre a transparência do Comité de Política Monetária do Banco de Inglaterra, a transparência é desejável, mas não passa necessariamente por tornar tudo mais explícito e visível.⁵ Na sua opinião, um banco central que «fale demasiado» ao público pode dar ao mercado uma falsa precisão sobre o futuro, condicionar excessivamente os preços financeiros e reduzir a sua própria flexibilidade. A lição que parece poder ser retirada de erros como a caracterização da inflação como «transitória» em 2021 é que a Fed nem sempre deve dar mais visibilidade às suas deliberações, mas sim reconhecer os seus limites, por exemplo, ao prever variáveis económicas.⁶

Warsh transpôs essa visão para a prática na sua primeira reunião, onde a mudança na comunicação foi mais relevante do que a decisão sobre as taxas de juro. O comunicado foi mais curto e direto, eliminando a referência explícita à orientação futura. Na conferência de imprensa, insistiu que o comunicado se devia limitar a apresentar os factos «da melhor forma que os pudéssemos avaliar» e recusou-se a dar qualquer indicação semelhante a uma orientação futura, alegando que tal não se adequava bem à conjuntura atual. Além disso, optou por não publicar sua própria projeção no *dot plot*.

A mudança de paradigma comunicativo é complexa, uma vez que os agentes consideram a comunicação razoavelmente eficaz. De acordo com um inquérito da Brookings a académicos e economistas (tanto de *think tanks* como de empresas privadas), a comunicação da Fed obtém uma nota elevada e ferramentas como o comunicado e a conferência de imprensa são amplamente valorizadas.⁷ O *dot plot*, apesar de suas limitações, continua a ser considerado útil pela maioria. O risco, por conseguinte, é que alterar um quadro

1. Board of Governors of the Federal Reserve System. (2003). «Minutes of the Federal Open Market Committee», 24 e 25 de junho de 2003. Reserva Federal. Bernanke, B. S. (19 de novembro de 2013). «Communication and monetary policy». Board of Governors of the Federal Reserve System. Reserva Federal.

2. O *dot plot* é o gráfico que resume as previsões individuais dos membros da Fed sobre a trajetória futura das taxas de juro que consideram mais adequada para os cenários macroeconómicos que estão a analisar.

3. Engstrom, E. (2026). «Anchored to the dot plot: Central bank projections and interest rate expectations». Finance and Economics Discussion Series n.º 2026-026. Board of Governors of the Federal Reserve System. Reserva Federal.

4. Foerster, A. e Martínez, Z. (2023). «The evolution of disagreement in the dot plot». Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, 2023-21. FRBSF.

5. Warsh, K. (2014). «Transparency and the Bank of England's Monetary Policy Committee». Banco de Inglaterra.

6. Timiraos, N. (14 de junho de 2026). *Kevin Warsh wants the Fed to stop explaining everything*. The Wall Street Journal.

7. Ahmad, S. e Wessel, D. (8 de maio de 2026). *Grading Fed communications: A 2026 survey of Fed watchers*. Brookings Institution.

que funciona razoavelmente bem, sem explicar com precisão o que o substitui, acabe por reduzir a clareza sem ganhar flexibilidade suficiente.

O custo de passar para um novo regime de comunicação mais opaco e ganhar margem de manobra na fixação das taxas de juro pode traduzir-se numa menor previsibilidade e numa maior volatilidade. A reação do mercado após a última reunião do FOMC ilustra bem o que pode acontecer no novo regime, ainda que também tenha sido condicionada por uma tendência restritiva que os investidores não antecipavam. A rentabilidade do *treasury* a 2 anos – o prazo mais sensível à política monetária – subiu pouco mais de 13 p. b. no próprio dia da reunião. Embora o FOMC tenha mantido as taxas inalteradas e o movimento não tenha sido especialmente intenso numa perspetiva histórica, revelou-se significativo: ultrapassou 1,6 desvios típicos da média dos movimentos observados nos dias de reunião do FOMC desde 1976. Se considerarmos apenas as reuniões em que as taxas se mantiveram inalteradas desde a chegada de Bernanke em 2006, a oscilação foi quase 2 desvios-padrão superior à média e situou-se entre as mais intensas, no *top* 2,5% de cerca de 140 reuniões.

A interpretação de Warsh sobre as variáveis que definem o duplo mandato da Fed (estabilidade de preços e pleno emprego) também é relevante. No que diz respeito à inflação, a sua abordagem aponta para uma Fed menos orientada por diretrizes e mais dependente da avaliação dos dados em cada reunião. Nas suas intervenções públicas, sublinhou que os dados sobre a inflação são imperfeitos e manifestou interesse por medidas que distingam melhor entre ruído e tendência, como as médias truncadas (*trimmed mean*). Estas métricas excluem as variações extremas de preços e podem oferecer uma leitura mais estável da inflação subjacente do que as medidas tradicionais que apenas excluem os alimentos e a energia, além de estimarem melhor, de acordo com a evidência empírica, a inflação futura.⁸

No entanto, as *trimmed means* também têm limitações: são bons estimadores de tendência em horizontes de longo prazo, mas podem não funcionar bem em períodos curtos.⁹ Isto é relevante atualmente: se os choques – como o tarifário e o energético – forem pontuais, as *trimmed means* da inflação podem filtrar adequadamente o ruído; porém, se se generalizarem entre as rubricas e afetarem as expectativas, tendem a subestimar a pressão inflacionista. No contexto atual, estas medidas não revelam um diagnóstico particularmente preocupante, mesmo que isso não tenha impedido o FOMC de demonstrar maior preocupação com a inflação do que nos meses anteriores.

8. Atkinson, T., Dolmas, J. e Zarutskie, R. (16 de abril de 2026). «Skewness warrants caution as Trimmed Mean PCE inflation eases». Reserva Federal de Dallas.

9. Rich, R. W., Verbrugge, R. J. e Zaman, S. (2022). «Adjusting median and trimmed-mean inflation rates for bias based on skewness». Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Commentary, 2022-05. Reserva Federal de Cleveland.

Em relação ao mercado de trabalho, Warsh tem-se mostrado atento ao impacto da inteligência artificial (IA) na produtividade e, por conseguinte, na taxa de juro de equilíbrio. Foi mesmo incluída no comunicado uma referência ao crescimento da produtividade e ao investimento em capital. Vários estudos apontam para que os desenvolvimentos tecnológicos possam ter efeitos ambíguos sobre a inflação e a taxa de juro natural: um aumento da produtividade pode exercer pressões desinflacionistas, mas também aumentar a taxa de equilíbrio se impulsionar o investimento e a procura agregada.¹⁰ Por enquanto, os dados mais recentes sobre a produtividade total dos fatores não revelam uma aceleração clara nos últimos trimestres nem em comparação com décadas anteriores (embora os dados sobre a inflação mostrem que o forte investimento em IA está a aumentar a procura e, com ela, os preços no consumidor dos produtos relacionados). Esta incerteza poderia corroborar o argumento de Warsh a favor de divulgar menos previsões sobre indicadores não observáveis e especialmente difíceis de estimar em momentos de mudança, como o crescimento potencial, o mercado de trabalho ou a taxa de juro de equilíbrio.

Por último, a política de balanço pode representar outra mudança importante na Fed de Warsh. Se transformar o seu ceticismo histórico em relação às compras de ativos numa redução mais acelerada do balanço, poderá deparar-se com os limites operacionais que a Fed já encontrou quando retirou liquidez demasiado depressa. Enquanto governador, Warsh mostrou-se cético quanto à capacidade das compras de obrigações para impulsionar a economia e chegou mesmo a referir a necessidade de se chegar a um novo «acordo» entre a Fed e o Tesouro. Como demonstram episódios como o *taper tantrum* de 2013 (que revelou os custos de uma comunicação imprecisa sobre a retirada dos estímulos) ou as tensões no mercado de *repos* em 2019 (que demonstraram o papel central das reservas no atual sistema financeiro), será necessário agir com muita cautela para não comprometer a estabilidade financeira.

Em suma, a Fed de Warsh aponta para uma política monetária menos orientada e mais dependente da evolução dos dados. A verdadeira magnitude da mudança na política de comunicação dependerá da capacidade de transformar a sua visão sobre a gestão das expectativas e a implementação da política monetária num quadro legível e aceite pelo mercado. Tornar a função de reação menos explícita pode aumentar a flexibilidade da Fed num ambiente mais incerto, mas também exige o reforço da credibilidade e da independência da instituição. O desafio consiste em comunicar o novo quadro sem substituir o que é considerado uma falsa precisão por uma opacidade igualmente desnecessária; o risco é de que menos orientação prévia se traduza em mais volatilidade do que clareza.

10. Melina, G. e Villa, S. (2025). «From servers to rates: AI, ICT capital, and the natural rate». IMF Working Paper n.º 2025/224. FMI. E Aldasoro, I., Doerr, S., Gambacorta, L. e Rees, D. (2024). «The impact of artificial intelligence on output and inflation». BIS Working Paper n.º 1179). BIS.

Taxas de juro (%)

	30-junho	31-maio	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2026 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	2,40	2,15	25	25	25
Euribor 3 meses	2,32	2,27	6	30	39
Euribor 12 meses	2,73	2,80	-8	49	67
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	2,43	2,41	1	41	66
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,53	2,53	0	41	67
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,86	2,94	-8	0	27
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,34	3,35	-1	6	12
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,24	3,30	-6	9	20
EUA					
Fed funds (limite inferior)	3,50	3,50	0	0	-75
SOFR 3 meses	3,73	3,66	8	8	-56
Dívida pública a 1 ano	3,97	3,77	21	50	0
Dívida pública a 2 anos	4,17	4,00	17	70	42
Dívida pública a 10 anos	4,47	4,44	3	30	19

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	30-junho	31-maio	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2026 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	52	53	-1	1,1	-3,5
Itraxx Financeiro Sénior	54	55	-1	0,0	-4,6
Itraxx Financeiro Subordinado	89	91	-2	-4,0	-12,6

Taxas de câmbio

	30-junho	31-maio	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2026 (%)	Variação homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,142	1,166	-2,0	-2,8	-2,5
EUR/JPY (ienes por euro)	185,680	185,670	0,0	0,9	9,6
EUR/GBP (libras por euro)	0,861	0,867	-0,6	-1,2	0,8
USD/JPY (ienes por dólar)	162,550	159,270	2,1	3,7	12,4

Matérias-primas

	30-junho	31-maio	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2026 (%)	Variação homóloga (%)
Índice Bloomberg de matérias primas	123,2	135,1	-8,8	12,3	19,7
Brent (\$/barril)	72,9	92,1	-20,8	19,8	7,6
Ouro (\$/onça)	4.008,0	4.540,3	-11,7	-7,2	22,4

Mercado acionista

	30-junho	31-maio	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2026 (%)	Variação homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	7.499,4	7.580,1	-1,1	9,6	21,5
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	6.328,1	6.050,5	4,6	9,3	18,8
Ibex 35 (Espanha)	19.471,9	18.362,9	6,0	12,5	39,4
PSI 20 (Portugal)	9.132,6	9.076,5	0,6	10,5	21,4
Nikkei 225 (Japão)	70.062,3	66.329,5	5,6	39,2	74,5
MSCI emergentes	1.722,9	1.752,2	-1,7	22,7	40,2

O acordo entre os EUA e o Irão atenua os cenários adversos para a economia internacional

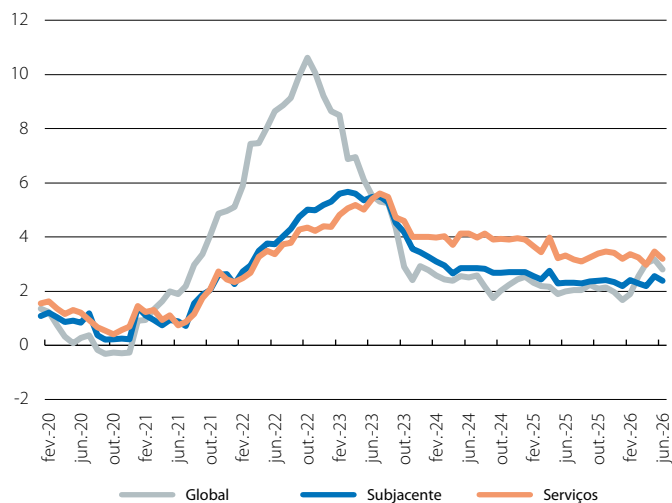
A evolução do conflito no Médio Oriente continua a ser o fator determinante no cenário mundial. Em meados de junho, os EUA e o Irão assinaram um Memorando de Entendimento (MoU) que não constitui um tratado definitivo nem vinculativo, mas sim uma declaração de intenções que estabelece os termos da sua futura colaboração. O MoU abre um período de 60 dias para negociar questões altamente sensíveis, como o programa nuclear iraniano ou o levantamento de sanções. Uma das suas primeiras decisões foi a reabertura do Estreito de Ormuz e o fim do bloqueio naval norte-americano, o que representa um alívio significativo para os mercados energéticos e reduz a probabilidade de os cenários mais adversos se concretizarem. O fator decisivo será a rapidez com que os fluxos através do Estreito de Ormuz forem restabelecidos. Os dados revelam um aumento um pouco errático dos fluxos, em consonância com os alertas de várias agências internacionais de que a normalização irá demorar meses. Por outro lado, a incerteza geopolítica continua a ser elevada e a complexidade das dinâmicas em torno do acordo entre os EUA e o Irão realçam a sua fragilidade.

O pico do impacto do aumento dos preços da energia na inflação poderá ter ocorrido em maio. Na Zona Euro, a inflação global atingiu em maio o nível mais elevado dos últimos quase três anos, situando-se nos 3,2%, impulsionada pela componente da energia (que contribuiu com quase 1,0 p. p.), mas em junho caiu 0,4 p. p. para os 2,8%, em grande parte graças a uma certa desaceleração dessa componente (-2,1 p. p., para 8,7%). Nos Estados Unidos, a inflação global, pressionada pela energia, voltou a subir em maio 0,4 p. p. para 4,2% (máximos de três anos), com uma inflação subjacente mais contida (+0,1 p. p., para 2,9%). Não obstante, os componentes de preços dos principais indicadores do clima económico e da confiança das empresas relativos a junho sugerem que o pico da inflação poderá já ter sido atingido.

A volatilidade da Irlanda condiciona a evolução da Zona Euro. A revisão do PIB da Zona Euro aponta para uma queda de 0,2% em cadeia no 1T 2026 (vs. +0,2% preliminar), explicado pela forte queda da economia irlandesa (-12,0% vs. -2,0% preliminar). De facto, sem a Irlanda, a Zona Euro teria crescido 0,2%, após os 0,3% registados no 4T 2025, um resultado ainda modesto e que sugere que a maior parte da região ainda não tinha conseguido a aceleração desejada antes do início do conflito no Médio Oriente. Neste sentido, os indicadores disponíveis para o 2T 2025 apontam para uma economia praticamente estagnada: os PMI relativos ao clima empresarial na Zona Euro consolidaram-se em junho em níveis inferiores ao limiar de 50 (e claramente abaixo da média do 1T 2025), devido à deterioração da atividade no setor dos serviços, ao mesmo tempo que o PMI da indústria transformadora viu o impacto positivo resultante do aumento das encomendas por motivos de precaução, na sequência do início da guerra no Médio Oriente, começar a dissipar-se.

Na Alemanha, o aumento dos custos da energia limita o impacto do plano de infraestruturas. De facto, o aumento dos preços da energia está a afetar especialmente o setor industrial (em abril, a produção industrial estagnou e as encomendas registaram um recuo de quase 4,0%), enquanto o consumo das famílias continua muito fraco (as vendas a retalho de abril ainda se situam 1,6%

Zona Euro: IPCA (% homóloga)



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

EUA : IPC *

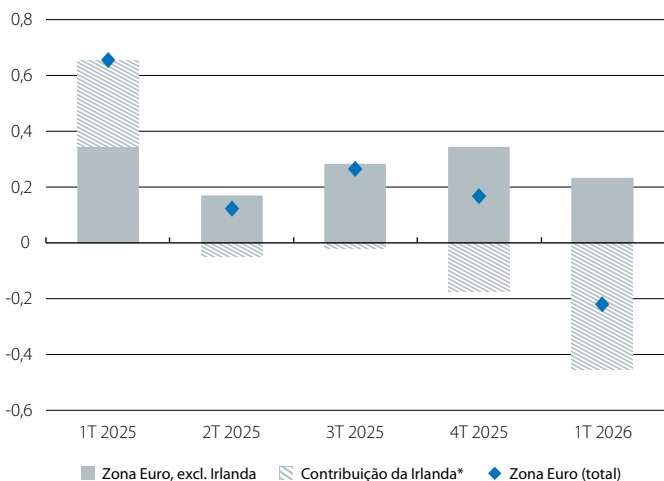
Variação homóloga (%)



Nota: * Os dados do IPC de outubro de 2025 não foram publicados devido ao shutdown, os dados apresentados foram interpolados.

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

Zona Euro: PIB Variação trimestral (%)



Nota: * Contribuição da Irlanda para o crescimento em cadeia da Zona Euro, em p. p.

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

abaixo do nível registado no final de 2025). Além disso, a implementação do plano de investimento em infraestruturas está a avançar muito lentamente: a despesa federal total acumulada até maio cresceu mais de 3,0% em termos homólogos, com a defesa a registar um crescimento de 22%, mas com a despesa em infraestruturas ainda 10% inferior. O sentimento em relação à evolução da Alemanha continua bastante fraco, embora alguns indicadores sugiram que o pico do impacto do conflito no Médio Oriente possa já ter ficado para trás. Em junho, o ZEW revela que a percentagem de inquiridos que antecipa uma deterioração adicional da situação caiu quase para metade (menos de 18%), ao passo que o Ifo registou um novo avanço, ainda que se mantenha em níveis muito baixos (85,6, sendo 100 a sua média histórica).

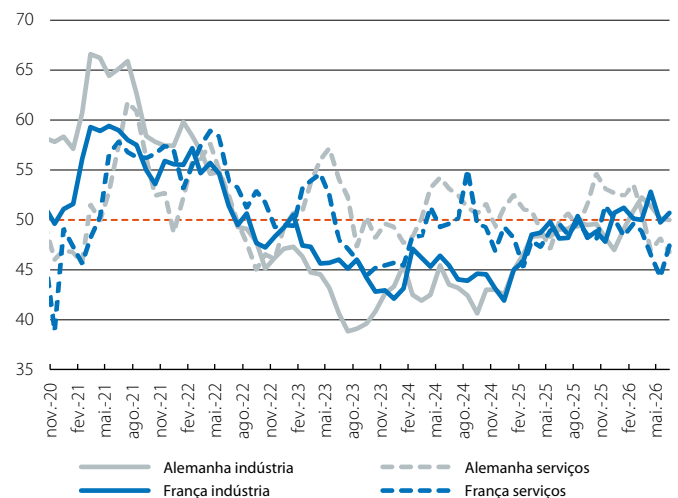
Nos Estados Unidos, pode-se falar em estabilidade do mercado de trabalho, mais do que em reativação. De facto, em junho foram criados 57.000 postos de trabalho não agrícolas, quase metade do esperado e, além disso, os dados dos dois meses anteriores foram revistos em baixa em mais de 70.000 pessoas. Contudo, a criação média mensal de emprego em 2026 ultrapassa os 90.000, contra menos de 10.000 em 2025, e a taxa de desemprego recuou 0,1 p. p., para 4,2%. Esta estabilidade do mercado de trabalho continuará a sustentar o consumo das famílias: em maio, o consumo das famílias registou um forte aumento de 0,7% em termos nominais e de 0,3% em termos reais, superando o crescimento médio mensal registado no resto do ano (0,5% e 0,1%, respetivamente). Entretanto, a produção industrial abrandou em maio (apenas 0,1% em relação ao mês anterior, após os 0,9% anteriores), depois de vários meses de forte expansão impulsionada pela antecipação das encomendas face aos efeitos da guerra no Médio Oriente.

Os empresários dos EUA mostram-se mais confiantes em relação à situação económica do que os consumidores. Neste sentido, os principais indicadores do clima empresarial apontam para que o crescimento da economia se mantenha no 2T a ritmos semelhantes, ou ligeiramente superiores, aos do 1T (0,5% em cadeia). Assim, o PMI de junho subiu para 52,2 pontos, situando a média do 2T em 51,8, praticamente igual à do 1T. Nesse sentido apontam também os índices ISM, tanto do setor industrial como dos serviços, que em maio se situaram em torno dos 54 pontos em ambos os casos (50 é o limiar que indica um crescimento positivo da atividade, tanto nos PMI como nos ISM). Além disso, os empresários começam a detetar sinais de uma certa moderação na intensidade do aumento dos custos dos *inputs*, o que limita o risco de subidas adicionais da inflação que, no entanto, se manterá elevada nos próximos meses. Este aumento dos preços é o principal fator que pesa sobre a confiança dos consumidores, que em maio viram os seus salários, em termos reais, recuarem 0,7% em termos homólogos.

Na China, o dinamismo do setor externo contrasta com a fraqueza persistente da procura interna. As exportações de maio cresceram cerca de 20% em termos homólogos, impulsionadas pela procura tecnológica relacionada com a IA e pelo adiantamento das encomendas, o que continua a apoiar a produção industrial, apesar de uma certa desaceleração (+4,5% em termos homólogos vs. 6,0% no 1T). Em contrapartida, as vendas a retalho registaram uma queda de 0,6%, a primeira retração desde o final de 2022, em parte devido à retirada dos estímulos ao consumo. O investimento fixo urbano diminuiu 4,0% no período acumulado até maio, afetado pela fraqueza do setor imobiliário e pela redução do investimento em infraestruturas. Neste contexto, a inflação manteve-se nos 1,2% e os preços de produção atingiram os 3,9%, o valor máximo em quase quatro anos.

Zona Euro: PMI por componentes

Índice (>50 expansão, <50 contração)

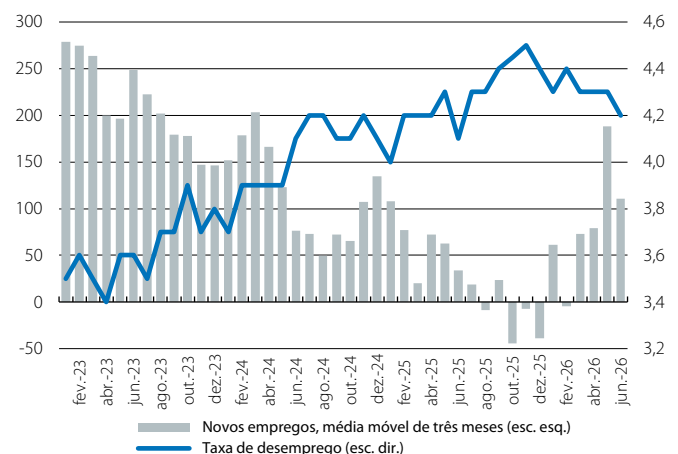


Fonte: BPI Research, com base em dados do S&P Global PMI.

EUA : emprego*

Novos empregos, média móvel de três meses (em milhares)

Taxa de desemprego (%)

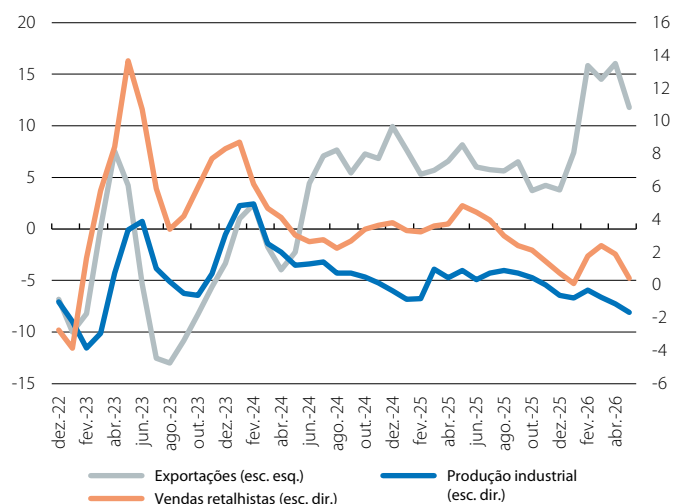


Nota: * Os dados relativos à taxa de desemprego de outubro de 2025 não foram publicados devido ao shutdown, os dados apresentados foram interpolados.

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

China: dados de atividade

Crescimento homólogo da média móvel de três meses (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados do Instituto Nacional de Estatística.

Inflação europeia: radiografia após o choque no Médio Oriente

O conflito no Médio Oriente elevou a inflação europeia para cerca de 3% e tirou o BCE da sua zona de conforto. No passado dia 11 de junho, o banco central aumentou as taxas de juro e tanto as suas últimas comunicações como as cotações dos mercados financeiros indicam que o voltará a fazer nos próximos meses. A questão principal não é o impacto direto do aumento dos preços da energia, mas sim o risco de que este se propague aos restantes preços da economia e conduza a uma inflação excessivamente elevada e persistente. O que nos dizem os dados sobre esta propagação?

Impacto direto relevante

O custo da energia aumentou quase 10% nos últimos meses, impulsionado pelos combustíveis, cujos preços registaram aumentos superiores a 20% em termos homólogos, enquanto o IHPC da eletricidade sofreu uma pressão muito menor (com uma inflação próxima dos 3% em termos homólogos). Isto contribuiu com 1 p. p. para a inflação global da Zona Euro e explica, quase na totalidade, a variação registada desde fevereiro (ver o primeiro gráfico). Embora os números sejam muito inferiores aos registados em 2022 (quando a inflação energética atingiu picos de 40%), os valores são suficientemente significativos para se repercutirem nos restantes preços através de efeitos indiretos (aumento do custo dos fatores de produção).¹ A propagação também poderá ter efeitos de segunda ordem (retroalimentação preços-salários-lucros), embora estes surjam com algum atraso e seja ainda demasiado cedo para os observar nos dados disponíveis.

Impacto indireto: evidências mistas

O detalhe pormenorizado do índice de preços fornece as primeiras pistas sobre a extensão dos efeitos indiretos até ao momento. Por um lado, uma subdivisão do IHPC em cerca de 300 produtos (ver tabela em anexo) deixa claro que a maior parte da inflação é puramente energética, embora se identifique uma certa propagação nos preços de bens e serviços cuja produção é relativamente intensiva em energia, como os suportes audiovisuais ou diversos serviços de transporte.²

Por outro lado, se nos centrarmos em medidas de inflação mais em tempo real, como o *momentum*,³ também se observam alguns indícios de efeitos indiretos. Em concreto, e como mostra o segundo gráfico, embora a grande maioria dos bens e serviços continue a apresentar valores de *momentum* inferiores a 2,5%, a percentagem de produtos do cabaz subjacente⁴ com valores de *momentum* superiores a 4,0% passou de 10% para 25% desde o início do ano.

1. Ver Focus «Tensões energéticas, inflação e política monetária na Zona Euro» no IM04/2026.

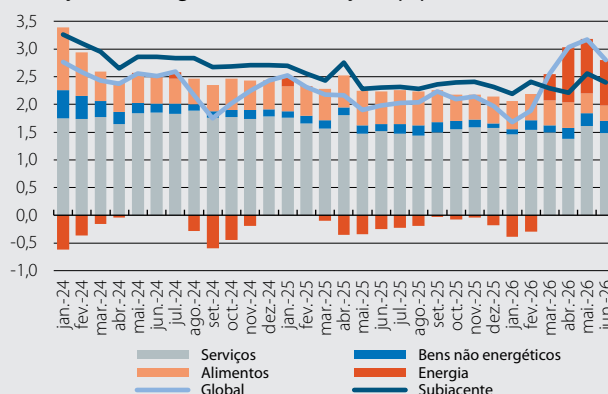
2. Estes produtos são identificados como intensivos em energia com base na análise das tabelas *input-output* referenciada na nota de rodapé 1.

3. Variação em cadeia anualizada do IHPC corrigido de sazonalidade, que capta mais rapidamente alterações de tendência.

4. O IHPC subjacente exclui energia e todos os alimentos.

Zona Euro: IHPC

Variação homóloga (%) e contribuições (p. p.)



Nota: Variação homóloga do IHPC global e subjacente; contributos para a inflação global no caso das restantes componentes.

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

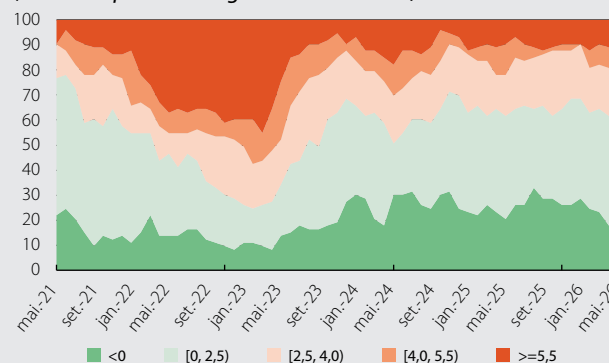
Zona Euro: top 15 das rubricas com maior aumento da inflação

	Inflação homóloga (p) em maio de 2026 (%)	Δn entre fevereiro de 2026 e maio de 2026 (p. p.)	Peso (%)
Combustíveis líquidos	43,4	50,6	0,3
Gasóleo	29,4	31,5	1,5
Suportes não gravados	35,1	21,0	0,0
Gasolina	16,3	19,8	2,2
Outros combustíveis para veículos pessoais	12,2	17,5	0,1
Gás natural distribuído por rede	3,7	9,5	1,5
Suportes audiovisuais	4,7	8,8	0,1
Leguminosas verdes frescas ou refrigeradas	12,1	8,2	0,0
Aluguer de equipamentos de transporte pessoal sem condutor	9,3	7,6	0,2
Óleos vegetais	-4,0	7,4	0,3
Transporte de passageiros por via aérea internacional	9,0	6,8	0,8
Hidrocarbonetos liquefeitos	5,3	6,3	0,1
Fardas escolares	0,5	5,8	0,0
Computadores e consolas para videogames e aplicações	-1,1	5,6	0,2
Outras frutas frescas	2,5	5,6	0,2

Nota: Detalhe segundo ECOICOP2 a quatro dígitos.

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

Zona Euro: semáforo do IHPC subjacente (% de componentes segundo momentum)



Notas: O momentum refere-se à variação anualizada da média do IHPC dos últimos três meses face aos três meses anteriores. Dados corrigidos de sazonalidade para a desagregação a três dígitos do IHPC subjacente.

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

Outra forma de avaliar os efeitos indiretos do choque energético consiste em construir um indicador de inflação que agregue todos os bens não energéticos e serviços mais suscetíveis aos efeitos de propagação do choque energético. A partir da intensidade energética de cada setor produtivo da Zona Euro, que podemos inferir através de tabelas *input-output*, classificamos todos os bens não energéticos e os serviços que compõem o IHPC em «sensíveis» e «não sensíveis» à energia: cerca de 30% e 70% do cabaz subjacente, respetivamente.⁵ Como demonstra o terceiro gráfico, durante a crise inflacionista de 2022-2023, o indicador «sensível à energia» antecipou a pressão e a distensão dos restantes preços subjacentes. Embora as variações atuais sejam muito reduzidas em comparação com 2022-2023, entre fevereiro e maio de 2026, a inflação subjacente «sensível à energia» aumentou 0,4 p. p., enquanto a «não sensível» se manteve estável.⁶

Esta análise de diferentes componentes do IHPC, que constitui o índice de referência e o indicador mais relevante para o BCE, revela alguns efeitos indiretos, ainda bastante incipientes (mais visíveis no *momentum* do que nas variações homólogas) e de magnitude limitada. Existem outros indicadores, para além do IHPC, que tornam mais visível a ameaça dos efeitos indiretos. Trata-se, sobretudo, de indicadores baseados em inquéritos às empresas, como os PMI ou os índices de confiança da Comissão Europeia: desde março, estes indicadores têm vindo a refletir uma pressão sustentada sobre os custos dos fatores de produção e sobre as intenções de aumento dos preços dos produtos finais. Além disso, os dados do Eurostat relativos aos preços de produção também apontam para certas pressões nos bens de capital (+2,1% em abril vs. 1,6% em janeiro-fevereiro), nos bens intermédios (3,9% vs. 1,4%) e nos bens de consumo duradouros (2,7% vs. 2,3%). Finalmente, a inflação dos produtos alimentares tem vindo a abrandar na Zona Euro nos últimos meses (de 2,5% em fevereiro para 1,6% em junho), mas estes preços não estão isentos de riscos no futuro, especialmente devido ao aumento dos preços de fatores de produção essenciais, como os fertilizantes (embora, em junho, os preços dos fertilizantes tenham registado uma forte descida na sequência do acordo entre os EUA e o Irão).

E o acordo entre os EUA e o Irão?

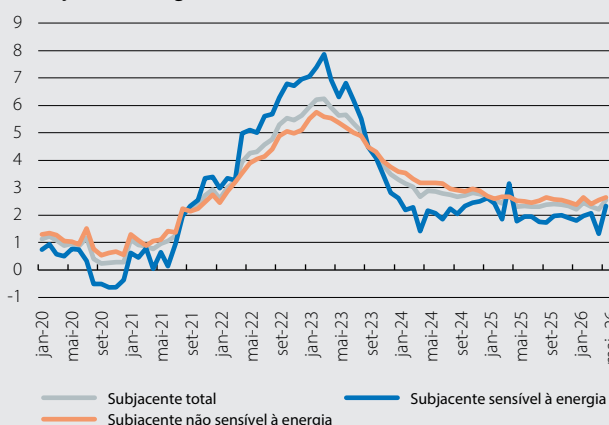
Em meados de junho, os preços do petróleo e do gás registaram uma queda acentuada, na sequência do memorando de entendimento anunciado pelos EUA e pelo Irão, através

5. Reproduzimos a metodologia de Fagandini *et al.* (2024), «Decomposing HICPX inflation into energy-sensitive and wage-sensitive items», Boletim Económico do BCE 3/2024, mas utilizando um detalhe do IHPC ligeiramente menos detalhada (3 dígitos, com 103 rubricas) e com os ponderadores mais recentes (2026). Um bem/serviço é considerado «sensível» quando a sua intensidade energética (consumo intermédio de energia em relação à produção total) é superior à média dos bens/serviços.

6. O índice «sensível» apresenta dois picos recentes, em abril de 2025 e 2026, que se devem a efeitos de calendário relacionados com a Semana Santa (com um efeito de base significativo sobre os preços do transporte aéreo de passageiros e dos pacotes de férias).

Zona Euro: IHPC subjacente

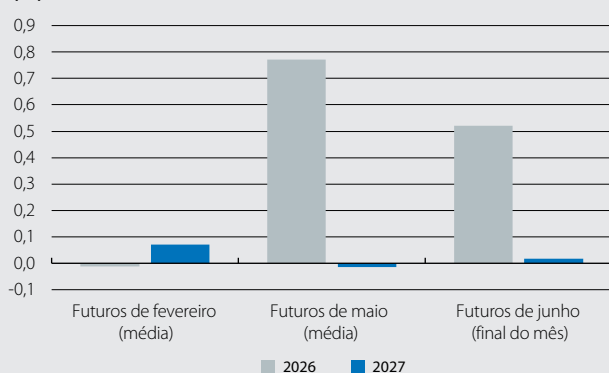
Variação homóloga (%)



Nota: Todas as taxas de inflação são calculadas com os ponderadores fixos do IHPC de 2026.

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

Zona Euro: contribuição da energia para a inflação global com base nos futuros do gás e do petróleo (p. p.)



Nota: A estimativa também incorpora todos os dados do IHPC disponíveis em cada momento.

Fonte: BPI Research, estimativas próprias com base em dados da Bloomberg e do Eurostat.

do qual se dava continuidade à trégua militar e se anunciava a reabertura do Estreito de Ormuz, bem como um período de negociação de 60 dias. A incerteza geopolítica é elevada mas, se a reação favorável dos mercados se mantiver, a ameaça inflacionista decorrente do conflito poderá ser significativamente reduzida: de acordo com os contratos de futuros cotados no final de junho para o petróleo e o gás, o impacto direto da energia na inflação global da Zona Euro em 2026 poderá ser reduzido em cerca de 30% (ver o último gráfico).⁷ Mesmo nestes cenários favoráveis para o futuro, a inflação na Zona Euro poderá situar-se perto dos 3% na média de 2026, mas ficaria «ligeiramente abaixo» dessa marca, em vez de «ligeiramente acima». Para além disso, com um menor risco de cenários adversos, reduzir-se-iam também os riscos de uma propagação intensa aos restantes preços e aumentaria a confiança no regresso aos 2% ao longo de 2027.

7. Este impacto direto é estimado através de regressões lineares que transportam os futuros do petróleo e do gás para o IHPC dos combustíveis e lubrificantes e para o IHPC da energia, excluindo os combustíveis, respetivamente.

O próximo orçamento dá continuidade ao NGEU no Semestre Europeu

No dia 3 de junho foi apresentado o chamado «pacote da primavera», fase final do ciclo anual de coordenação das políticas económicas, orçamentais e de coesão da UE. No ano passado, o destaque foi dado à aceleração da execução dos fundos do NGEU na sua fase final e à implementação das orientações da recém-lançada «Bússola para a Competitividade». Em 2026, o Semestre Europeu reforça o seu papel enquanto quadro para identificar necessidades de reforma e investimento, com vista ao próximo orçamento comunitário para o período de 2028 a 2034. Entre as prioridades estão uma maior concretização para avançar na integração efetiva do Mercado Único, acompanhada de um reforço da agenda de competitividade em setores estratégicos e da integração das novas necessidades de despesa no quadro orçamental europeu.

O contexto geopolítico acentua as fragilidades estruturais da UE

O diagnóstico inicial é claro: não há margem para complacência face à combinação de ameaças externas (riscos de segurança, alterações climáticas, tensões no abastecimento) e fraquezas internas (fragmentação do mercado interno, baixo crescimento da produtividade). Em consonância com a «Bússola para a Competitividade», as três prioridades são: colmatar o fosso em matéria de inovação, descarbonizar a economia e reduzir as dependências estratégicas.¹ Para tal, é dado destaque ao impulso a uma integração efetiva do Mercado Único através da redução de barreiras, da simplificação regulamentar e do desenvolvimento da União da Poupança e do Investimento, com recomendações para canalizar melhor a poupança europeia para um investimento produtivo.

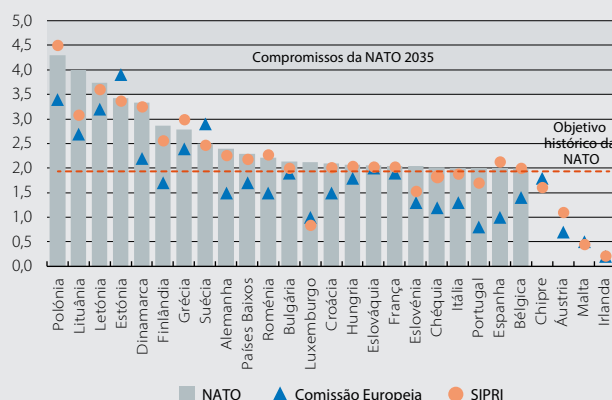
No que diz respeito à segurança económica e à autonomia estratégica, o eixo central é a redução das dependências em matéria de energia, matérias-primas críticas e tecnologias-chave. Iniciativas como a *REPowerEU* e a *AccelerateEU* visam acelerar a diversificação dos abastecimentos, a implantação das energias renováveis, a eletrificação e o reforço das redes e das interligações, bem como definir a transição energética como um vetor tanto climático como geoeconómico. Paralelamente, está a ser promovido ou reforçado a base industrial em setores estratégicos, como o da defesa, com foco nas aquisições conjuntas (com o apoio de instrumentos como os empréstimos SAFE) e numa maior coordenação entre os Estados, o que permitiria avançar nos novos compromissos da NATO de forma mais eficiente (ver o primeiro gráfico).²

1. Ver Focus «Quanto avançou a UE com a Bússola da Competitividade?» no IM04/2026.

2. Ver Focus «5% do PIB em defesa: Porquê? Para quê? É viável?» no IM09/2025.

UE: despesas com a defesa por país (2025)

(% do PIB)

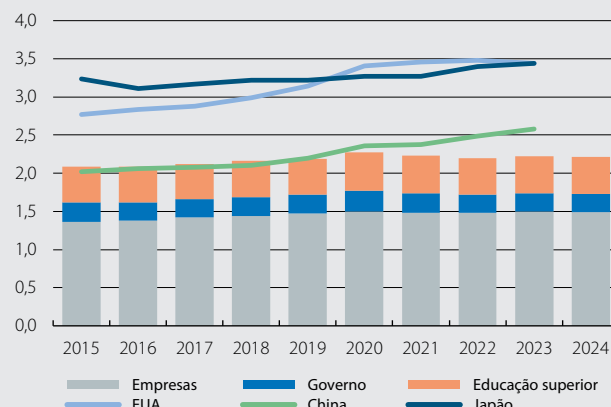


Nota: Áustria, Chipre, Irlanda e Malta não são membros da NATO.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da NATO, da Comissão Europeia e do Stockholm International Peace Research Institute (SIPRI).

UE: despesas em I&D por setor e total de outros países (2024)

(% do PIB)



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

Múltiplos desafios no âmbito das novas prioridades estratégicas

As recomendações por país refletem uma agenda mais exigente do que no passado, articulada em torno de um núcleo comum ligado às novas prioridades estratégicas. Dessa forma, no que diz respeito às quatro grandes economias, o destaque combina a competitividade, o funcionamento do mercado interno e as reformas estruturais. O incentivo à inovação constitui uma prioridade comum face ao fosso persistente em relação aos EUA e a outros concorrentes globais, como a China (ver o segundo gráfico), com recomendações no sentido de reforçar o investimento em I&D, melhorar a transferência de conhecimento para o tecido produtivo, facilitar o acesso ao financiamento e desenvolver ecossistemas que favoreçam o crescimento e a expansão das *startups*. Outra prioridade nestes países é a redução dos estrangulamentos administrativos

que limitam a capacidade de concretizar um investimento em grande escala. As recomendações neste domínio incidem na melhoria da eficiência, na redução dos encargos burocráticos e na agilização da concessão de licenças.

Por sua vez, na Europa Central e Oriental, o foco continua a ser a transição energética para fontes renováveis, partindo de um *mix* energético atual mais dependente do carvão e do gás, a par do reforço da segurança energética. Nos países bálticos e do Leste, a segurança, a defesa e a preparação civil assumem uma importância crescente no contexto da guerra na Ucrânia, enquanto no sul da Europa as recomendações continuam a dar maior ênfase à coesão social, ao mercado de trabalho e à resiliência climática.

Uma novidade relevante este ano é o maior destaque dado à habitação na agenda europeia.³ A Comissão não só associa os desafios nesta área à coesão social, como também à competitividade, devido ao seu impacto na mobilidade laboral e no funcionamento do mercado de trabalho. As recomendações propõem atuar em várias frentes: simplificar e acelerar os processos de licenciamento e planeamento, mobilizar terrenos públicos e melhorar a coordenação entre os níveis de governo, aumentar a construção e a reabilitação de habitação acessível e energeticamente eficiente, rever os incentivos fiscais que possam distorcer a procura e promover a reutilização de habitações subutilizadas.

O quadro de governação orçamental: folga a curto prazo, fricções a médio prazo

No seu conjunto, estas recomendações refletem uma agenda de investimento e reformas mais ambiciosa, cuja concretização está necessariamente condicionada pela situação das finanças públicas europeias.⁴ O pacote da primavera deste ano constitui o primeiro teste completo do novo quadro orçamental adotado em 2024 e dos planos de ajustamento nacionais apresentados em 2025.⁵ A avaliação combina o objetivo de garantir a sustentabilidade da dívida pública a médio prazo com a adaptação a um contexto de necessidades crescentes em termos de despesas estruturais (defesa, energia, transformação digital e envelhecimento). A resposta consistiu na introdução de uma flexibilidade limitada e temporária no quadro orçamental, o que permite, em alguns casos, conciliar a nova pressão sobre as despesas com a trajetória recomendada, mas que mantém um balanço de cumprimento heterogéneo, com riscos de desvio concentrados em 2026.⁶

3. Ver Focus «Há razões para que a habitação seja a principal preocupação dos cidadãos europeus» no IM02/2026.

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

5. Ver Focus «O novo quadro de governação económica da UE» no IM01/2025.

6. Surgem riscos moderados de desvio em 2026 para economias relevantes como França e Espanha, embora limitados e compatíveis com o cumprimento em termos acumulados, enquanto se observam situações mais tensas num grupo mais restrito de países com risco de incumprimento significativo, como a Hungria, a Croácia, a Lituânia ou a Bulgária; no que diz respeito a este último país, a Comissão está a analisar a abertura de um procedimento por défice excessivo.

O principal instrumento de flexibilidade é a cláusula nacional de derrogação para a defesa, ativada no ano passado, que permite uma margem adicional de despesa de 1,5% do PIB até 2028, sem comprometer a sustentabilidade orçamental a médio prazo. Em 2026, o seu âmbito será alargado de modo a incluir, dentro deste limite e horizonte, determinadas medidas energéticas relacionadas com a redução da dependência externa: até 0,3% do PIB anual e um máximo acumulado de 0,6% para investimento em eletrificação, redes, armazenamento, eficiência energética ou transição para energias limpas.

Este modelo flexível permite absorver o impacto imediato dos choques energéticos e de segurança sem alterar formalmente a âncora orçamental, mas não elimina as tensões subjacentes: as margens são temporárias, a despesa adicional será incorporada nas trajetórias orçamentais e a sustentabilidade dependerá da combinação destas prioridades com um maior potencial de crescimento ou com ajustamentos noutras rubricas orçamentais. Neste contexto, o essencial será a forma como os novos compromissos estruturais se traduzirão na trajetória de despesas dos planos a médio prazo, com o risco de a UE não ter resolvido a articulação entre as suas prioridades estratégicas, as regras orçamentais e uma maior capacidade orçamental comum.

A bola está no campo dos governos nacionais

Com a publicação do pacote da primavera, a Comissão apresenta o diagnóstico e define as prioridades, mas não se deve esquecer que a implementação final cabe aos Estados-membros. A curto prazo, deverão concluir a execução do NGEU, aplicar as recomendações por país e concluir as negociações relativas ao orçamento comunitário para 2028-2034, que determinará a capacidade real da UE para financiar as suas ambições em matéria de competitividade, defesa, energia ou coesão.⁷ Neste contexto, o foco desloca-se da resposta europeia para a execução nacional, na qual fatores como a capacidade administrativa, a lentidão regulamentar ou a fragmentação territorial podem revelar-se determinantes.

O debate, portanto, não pode limitar-se à dimensão europeia nem ao que é discutido e acordado em Bruxelas. O encerramento do NGEU marca o fim de um instrumento excecional e obriga a consolidar um quadro mais permanente de investimento e reformas. O Semestre Europeu aponta o caminho, mas a transição não vai ser automática e vai exigir que se decida que parte dessa abordagem, juntamente com as condições associadas, vai ser incorporada nos novos instrumentos financeiros do próximo orçamento (os chamados Planos de Parceria Nacionais e Regionais na proposta inicial da Comissão Europeia). Em última análise, será a capacidade e a vontade dos Estados-membros de alcançar e aplicar acordos ambiciosos que vai determinar se a UE esteve à altura do desafio.

7. Ver Focus «Orçamento da UE 2028-2034: missão impossível?» no IM09/2025.

A Europa precisa de canalizar a sua elevada poupança para investimentos produtivos

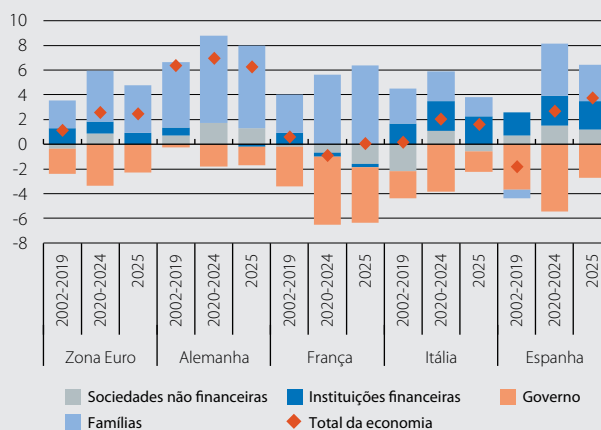
A Zona Euro manteve uma elevada capacidade de financiamento, mesmo durante os principais choques, graças, sobretudo, às famílias.^{1,2} Ao nível dos países, a Alemanha tem sido a principal fonte de financiamento, independentemente da sua situação cíclica. No entanto, a capacidade de financiamento de Espanha ou de Itália foi mais afetada pelo impacto da crise do euro, da pandemia e da crise energética provocada pela guerra na Ucrânia. Este comportamento reflete diferenças estruturais significativas e está em consonância com o diagnóstico do relatório de Draghi³ e do «pacote da primavera» da Comissão Europeia:⁴ a região dispõe de recursos, mas precisa de os mobilizar de forma mais eficaz para investimentos produtivos que reforcem a competitividade, a autonomia estratégica e a capacidade de adaptação à nova realidade tecnológica, energética e geopolítica.

O problema da Europa não é a falta de recursos para investir

Antes da crise financeira de 2008, a poupança bruta da Zona Euro situava-se em cerca de 22% do PIB e, após ter descido para cerca de 20% em 2009-2010, voltou a recuperar progressivamente a partir de 2013, apoiada na correção do desequilíbrio orçamental público e na recuperação da atividade económica. Em 2019, a poupança bruta do conjunto da economia rondava os 25% do PIB. A pandemia alterou temporariamente a composição da poupança: nas famílias, esta atingiu máximos históricos, rondando os 13% do PIB em 2020, contra uma média de 8,0% na década anterior, compensando a forte deterioração do saldo das administrações públicas. Embora parte dessa reserva de poupança tenha vindo a ser consumida com a normalização da atividade, a poupança das famílias continua a superar a sua média pré-pandémica. Como resultado, a poupança bruta total da Zona Euro atingiu, em 2025, quase 24% do PIB, o que equivale a cerca de 3,8 biliões de euros.

Porém, este volume de recursos não se traduziu numa recuperação equivalente do investimento. O investimento não financeiro bruto, depois de ter atingido uma média de 22,3% do PIB entre 2002 e 2008, impulsionado pelo forte crescimento do investimento residencial, caiu, após a crise financeira, para mínimos de 19% do PIB em 2014. Poste-

Capacidade (+)/necessidade (-) de financiamento por setor institucional (% do PIB)



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

riormente, o ambiente de taxas de juro baixas permitiu alguma recuperação, mas a pandemia, o aumento da incerteza e das tensões nas condições financeiras decorrente da crise energética provocada pela guerra na Ucrânia limitaram a sua evolução. Em 2025, o investimento representava 20% do PIB, cerca de 3,4 biliões de euros. Esta discrepância entre poupança e investimento resulta numa capacidade de financiamento na Zona Euro de cerca de 391.000 milhões de euros, o que corresponde a 2,5% do PIB. A questão não é a ausência de poupança, mas sim a sua insuficiente transformação em investimento na própria região.

A Alemanha explica grande parte do excesso de poupança na Zona Euro

A economia alemã representa cerca de um terço da poupança bruta da região, com um volume próximo de 1,19 biliões de euros em 2025, dos quais mais de 47% correspondem à poupança das famílias. Contudo, o esforço de investimento da economia tem sido relativamente baixo: em 2025, o investimento bruto situava-se em cerca de 908.000 milhões de euros, o que corresponde a cerca de 20% do PIB, contra os 21,4% da Zona Euro. Isto explica que a Alemanha tenha registado uma capacidade de financiamento próxima dos 282.000 milhões de euros, cerca de 6% do seu PIB, o que representa praticamente a maior parte da capacidade de financiamento agregada da Zona Euro.

Prevê-se que o diferencial entre poupança e investimento na Alemanha diminua gradualmente com a implementação do plano de investimento em infraestruturas, embora essa convergência venha a ser lenta. Nas restantes grandes economias, com exceção da Espanha, a capacidade de

1. Capacidade de financiamento = poupança bruta – investimento bruto.

2. A poupança bruta é a parte do rendimento disponível bruto (RDB) que não é destinada ao consumo final. É a soma da poupança de diversos setores institucionais (famílias, empresas, Governo).

3. Ver «Draghi propõe uma política industrial europeia como motor para enfrentar os desafios das próximas décadas» no IM10/2024.

4. Ver o Focus «O próximo orçamento dá continuidade ao NGEU no Semestre Europeu», neste mesmo relatório.

financiamento é mais reduzida. Desde a pandemia, França apresenta uma poupança claramente inferior ao seu investimento, reflexo da deterioração da poupança pública e da necessidade de financiamento do setor empresarial.⁵ Espanha, por outro lado, registou uma melhoria notável na poupança das famílias desde o início da pandemia, o que, a par dos esforços de consolidação do setor público, permitiu atingir, em 2025, uma capacidade de financiamento de 3,7% do PIB, ou seja, cerca de 63.000 milhões de euros.

A poupança das famílias é destinada a ativos pouco líquidos

As famílias são a principal fonte de geração de poupança na Zona Euro, mas sempre revelaram um perfil «mais conservador» na forma como investem essa poupança. A habitação representa o seu principal ativo patrimonial: representa mais de 55% da sua riqueza líquida total, mais de 50% da riqueza no *bottom* 50% e mais de 45% no decil mais elevado. Observa-se também uma preferência significativa por depósitos, que representam quase 14% da riqueza total, mais de 40% no caso dos agregados familiares no *bottom* 50%, mas apenas 10% no decil mais elevado. Em contrapartida, observa-se que a exposição a ativos financeiros com maior rentabilidade esperada (fundos de investimento e ações) atinge apenas 9% no conjunto das famílias e, além disso, concentra-se maioritariamente no percentil de maior riqueza, enquanto no *bottom* representa apenas 3% da sua riqueza.^{6,7}

Entretanto, nos EUA, a detenção de ativos financeiros é uma prática mais comum. Com efeito, no conjunto das famílias, a habitação representa menos de 20% da riqueza e os depósitos representam apenas 8% do seu património. No entanto, as ações de empresas e os fundos de investimento concentram mais de 30% da riqueza.⁸ Há diferenças signifi-

cativas entre os escalões de riqueza, mas mesmo entre os grupos com menor riqueza verifica-se uma clara preferência por produtos financeiros um pouco mais complexos. De facto, para os agregados familiares no *bottom* 50%, as ações e os fundos de investimento representam 14% da sua riqueza total (longe dos mais de 50% registados nas famílias com maior riqueza), enquanto os depósitos representam entre 15% e 20%. Em relação à habitação, esta representa cerca de 30% a 40% do património das famílias menos abastadas, enquanto nas famílias mais abastadas representa apenas entre 8% e 13% do património.⁹

É necessário aplicar de forma mais eficiente a poupança na Zona Euro

Por fim, a questão central para a Europa não é quanto poupa, mas sim como consegue que essa poupança financie o seu crescimento futuro. A comparação com os EUA ilustra bem esta diferença: na Europa, uma parte significativa da riqueza das famílias continua concentrada na habitação e nos depósitos, enquanto nos EUA a maior presença de investimentos em ações e fundos reflete a existência de mercados de capitais mais profundos, líquidos e desenvolvidos. Esta maior profundidade facilita a canalização da poupança para as empresas de forma mais rápida e em melhores condições, especialmente para aquelas com maiores necessidades de financiamento a longo prazo e maior risco, como *startups*, empresas inovadoras ou projetos associados à transição energética e tecnológica. Este diagnóstico coincide com o pacote da primavera da Comissão Europeia, que propõe avançar na União da Poupança e dos Investimentos como veículo necessário para transformar a sua elevada capacidade de financiamento em maior crescimento potencial, mais inovação e uma melhor resposta aos desafios geopolíticos, tecnológicos e climáticos.

5. Tendo em conta que o Eurostat não publica dados sobre a distribuição de dividendos para todos os países, utilizamos o excedente bruto de exploração como *proxy* do rendimento gerado pelas empresas. A diferença entre esse lucro e a poupança bruta das empresas sugere que, na França, a queda na poupança das empresas não se deve a uma deterioração das margens, mas sim a uma maior pressão dos custos financeiros e/ou a uma política de distribuição de dividendos mais generosa do que a dos seus sócios.

6. Ver «Quem tem uma casa, tem um tesouro» no IM05/2024.

7. Na sua pesquisa *Household Finance and Consumption Survey* (HFCS), o BCE publica informações para cada um dos decis 6, 7, 8, 9 e 10 e para os 50% inferiores (*bottom* 50%). Os decis dividem a série de riqueza ordenada, da menor para a maior, em 10 partes iguais e permitem diferenciar a população consoante o seu nível de riqueza. Os decis mais baixos são, portanto, a população com menor riqueza e o decil 10 a população com maior riqueza.

8. As ações corporativas abrangem ações de empresas nacionais e estrangeiras, cotadas e não cotadas, a preços de mercado, bem como participações diretas em empresas, e não apenas ações cotadas em bolsa. Por «fundos de investimento» entende-se fundos de rendimento variável, fundos mistos e fundos de rendimento fixo. Entre outros, não inclui fundos monetários nem títulos de dívida adquiridos diretamente, uma vez que estes são contabilizados nas respetivas categorias.

9. Nas suas *Distributional Financial Accounts*, a Fed publica a distribuição da riqueza por percentil. Apresenta cinco grandes percentis principais: o 0,1% mais rico (multimilionários), o restante 1% superior, os 9% seguintes (*top* 10%), depois os 40% seguintes (classe média e média-alta) e os 50% inferiores.

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

ESTADOS UNIDOS

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	04/26	05/26	06/26
Atividade									
PIB real	2,8	2,1	2,1	2,3	2,0	2,7	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	3,4	4,5	4,8	4,6	3,9	4,6	5,0	5,6	...
Confiança do consumidor (valor)	104,5	96,1	93,1	97,4	94,2	90,7	93,8	90,6	91,2
Produção industrial	–0,7	1,1	0,5	1,7	1,6	0,8	1,4	1,7	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	48,2	48,9	48,8	48,7	48,2	52,6	52,7	54,0	53,3
Habitacões iniciadas (milhares, média mensal)	1.370	1.356	1.356	1.347	1.323	1.418	1.392	1.177	...
Case-Shiller preço habitação usada (índice)	330	339	338	338	341	343	342	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	4,0	4,3	4,2	4,3	4,5	4,3	4,3	4,3	4,2
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,1	59,8	59,8	59,6	59,7	59,3	59,1	59,2	59,0
Balança comercial ¹ (% PIB)	–2,8	–3,3	–3,5	–3,4	–3,1	–2,5	–2,3	...	...
Preços									
Taxa de inflação global	2,9	2,6	2,4	2,9	2,7	2,7	3,8	4,2	...
Taxa de inflação subjacente	3,4	2,8	2,8	3,1	2,6	2,5	2,8	2,9	...

JAPÃO

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	04/26	05/26	06/26
Atividade									
PIB real	–0,2	1,1	1,9	0,5	0,3	0,4	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	37,2	34,7	33,2	34,8	36,7	36,9	32,2	33,6	33,8
Produção industrial	–3,0	0,1	0,1	–1,1	–1,3	1,2	2,0	1,2	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	12,8	13,5	13,0	14,0	15,0	17,0	–	–	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,6	2,7	2,5	2,5	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–1,0	–0,6	–0,7	–0,5	–0,4	–0,3	–0,2	–0,1	...
Preços									
Taxa de inflação global	2,7	3,2	3,4	2,9	2,7	1,4	1,3	1,5	...
Taxa de inflação subjacente	2,4	3,0	3,2	3,2	3,0	2,6	1,9	1,8	...

CHINA

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	04/26	05/26	06/26
Atividade									
PIB real	5,0	5,0	5,2	4,8	4,5	5,0	–	–	–
Vendas a retalho	3,3	3,8	4,4	2,4	0,7	2,4	0,2	–0,6	...
Produção industrial	5,6	5,9	6,2	5,8	5,0	6,0	4,1	4,5	...
PMI indústrias (oficial)	49,8	49,6	49,4	49,5	49,4	49,6	50,3	50,0	50,3
Setor externo									
Balança comercial ^{1,2}	997	1.187	1.145	1.174	1.187	1.176	1.165	1.167	...
Exportações	4,6	5,5	6,0	6,5	3,8	14,5	13,9	19,2	...
Importações	1,0	0,2	–0,8	4,7	3,6	23,2	25,2	27,4	...
Preços									
Taxa de inflação global	0,2	0,1	0,0	–0,2	0,6	0,8	1,2	1,2	...
Taxa de juro de referência ³	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Renminbi por dólar	7,2	7,2	7,2	7,2	7,1	6,9	6,8	6,8	6,8

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

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

ZONA EURO

Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	04/26	05/26	06/26
Vendas a retalho (<i>variação homóloga</i>)	1,2	2,4	3,1	2,0	2,3	1,9	1,0	...	...
Produção industrial (<i>variação homóloga</i>)	-2,9	1,6	1,5	1,5	1,9	-1,6	0,3	...	...
Confiança do consumidor	-12,6	-13,4	-14,1	-13,6	-12,9	-13,7	-20,5	-19,0	-17,7
Sentimento económico	95,9	95,9	95,0	95,9	97,1	97,8	93,3	93,7	95,0
PMI indústrias	45,9	49,1	49,3	50,1	49,5	50,6	52,2	51,6	51,4
PMI serviços	51,5	51,3	50,1	50,9	53,0	51,2	47,6	47,7	49,4
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (<i>variação homóloga</i>)	1,0	0,7	0,7	0,7	0,7	0,5	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,4	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,2	6,2	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,4	3,7	3,7	3,8	3,9	3,8	3,8	3,8	...
França (% pop. ativa)	7,5	7,7	7,6	7,8	8,0	8,1	8,2	8,2	...
Itália (% pop. ativa)	6,6	6,1	6,3	6,0	5,7	5,2	5,1	5,0	...
PIB real (<i>variação homóloga</i>)	0,9	1,5	1,6	1,4	1,2	0,3	-	-	-
Alemanha (<i>variação homóloga</i>)	-0,5	0,3	0,4	0,3	0,4	0,3	-	-	-
França (<i>variação homóloga</i>)	1,4	0,9	0,8	0,8	1,1	0,9	-	-	-
Itália (<i>variação homóloga</i>)	0,6	0,7	0,5	0,7	0,9	0,8	-	-	-

Preços

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	04/26	05/26	06/26
Inflação global	2,4	2,1	2,0	2,1	2,1	2,0	3,0	3,2	2,8
Inflação subjacente	2,8	2,4	2,4	2,3	2,4	2,3	2,2	2,6	2,4

Setor externo

Saldo acumulado durante os últimos 12 meses em % do PIB dos últimos 4 trimestres, exceto quando é especificado o contrário

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	04/26	05/26	06/26
Balança corrente	3,0	2,0	2,4	2,2	2,0	2,1	2,0	...	...
Alemanha	5,9	4,5	5,0	4,7	4,5	4,4	4,3	...	...
França	0,1	-0,3	-0,2	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	...	...
Itália	1,1	1,1	0,9	1,1	1,1	1,4	1,4	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	94,2	96,1	96,2	97,9	97,5	97,2	97,4	96,7	96,1

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	04/26	05/26	06/26
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	0,8	2,7	2,6	2,9	3,0	3,0	3,4	4,0	...
Crédito às famílias ^{2,3}	0,5	2,2	2,1	2,5	2,9	3,0	3,0	3,1	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	4,9	3,4	3,4	3,2	3,3	3,3	3,3	3,3	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	4,6	3,7	3,7	3,6	3,5	3,5	3,6	3,6	...
Depósitos									
Depósitos à ordem	-3,9	5,0	5,3	5,5	5,4	5,4	4,0	4,3	...
Outros depósitos a curto prazo	12,4	-0,1	-0,1	-1,5	-1,0	-0,2	0,9	1,4	...
Instrumentos negociáveis	20,0	7,7	11,0	4,4	0,9	0,8	0,9	3,2	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	3,0	1,9	1,9	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9	...

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

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

Alívio na confiança e robustez no emprego

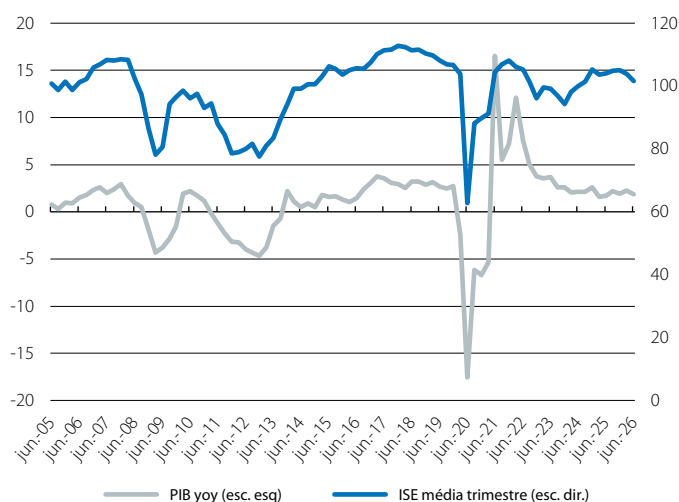
Indicadores para 2T com tendência de menos para mais. Em abril, o sentimento económico reagiu à incerteza associada aos impactos da guerra no Irão. No entanto, em maio vários indicadores recuperaram parcialmente e os dados já disponíveis para junho indicam consolidação desta tendência. Assim, os indicadores de confiança apresentaram uma melhoria ao longo do trimestre, destacando-se o de sentimento económico da Comissão Europeia, com uma recuperação para os 103 pontos em junho. Paralelamente, os indicadores relativos ao consumo privado continuam robustos, com as vendas a retalho a avançarem 4,2% nos dois primeiros meses do trimestre e as vendas de automóveis a avançarem 11,8% no trimestre (10,1% no 1T). O comportamento dos dados do consumo é suportado pelo bom momento do mercado de trabalho que continua a surpreender positivamente e pelo crescimento dos salários nominais: 5% no 1T. Ainda relativamente às famílias, a sua taxa de poupança permanece perto de máximos históricos, tendo estabilizado no 1T do ano em 12,3%. Os indicadores relativos ao investimento são menos atuais, no entanto também sugerem desempenho positivo no 2T. Continuamos a antecipar que a economia cresça 1,8% em 2026, beneficiando da robustez da procura interna, mas condicionada pelo menor ímpeto exportador associado ao ainda débil crescimento de importantes parceiros comerciais. Recentemente, o FMI e a Comissão Europeia reviram em baixa as expectativas de crescimento para 1,7% este ano, em grande parte explicadas por perspetivas mais modestas para o setor exportador.

Inflação em junho abrandou para 3,2%, um abrandamento ligeiro a partir dos 3,3% verificados em maio. Em contrapartida, a inflação subjacente ganhou força, ao subir para 2,5% (2,2% em maio), possivelmente refletindo alguns efeitos desfasados do choque energético. Os preços dos produtos energéticos desaceleraram fortemente para 9,1% em termos homólogos (vs. 13,1% em maio). Isto acontece à boleia da assinatura do memorando de entendimento entre os Estados Unidos e o Irão, o que resultou numa rápida queda dos preços da energia, com Brent e gás já em níveis próximos dos preços anteriores ao conflito nos mercados internacionais.

O emprego volta a ganhar ímpeto e o 2T poderá revelar-se mais positivo do que o esperado inicialmente. Os dados de maio (ainda preliminares e ajustados de sazonalidade) reforçam o dinamismo do emprego, com um crescimento de 2,8% homólogo, acima do crescimento médio dos quatro meses anteriores (2,4%). A população empregada em maio (de 5.366.600) representa um novo máximo histórico. Alinhada com esta dinâmica, a taxa de desemprego diminuiu para 5,5% (uma redução de 0,2 p. p. face a abril e de 0,7 p. p. face ao mês homólogo). Perante estes dados, é possível que a taxa de desemprego se situe em torno de 5,3% no 2T, o que, a confirmar-se, sugere que a taxa de desemprego no conjunto do ano pode ficar abaixo das nossas previsões (atualmente de 5,9%).

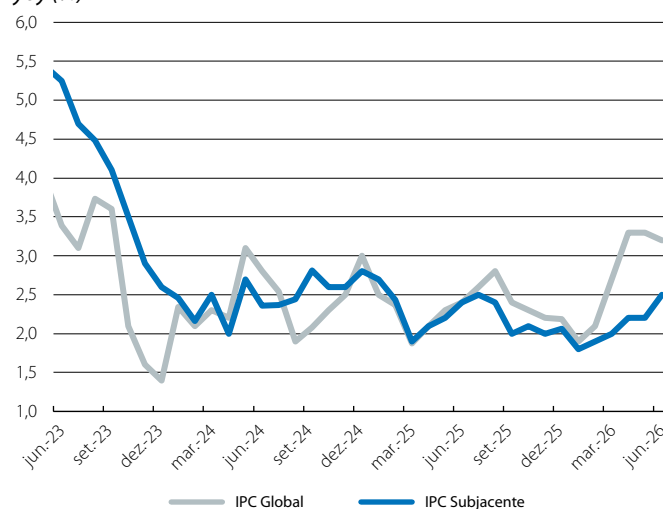
Índice de Preços da Habitação (IPH) aumentou 17,8% homólogo no 1T 2026. Este dado reflete um ligeiro abrandamento a par-

Sentimento económico e crescimento do PIB (%)



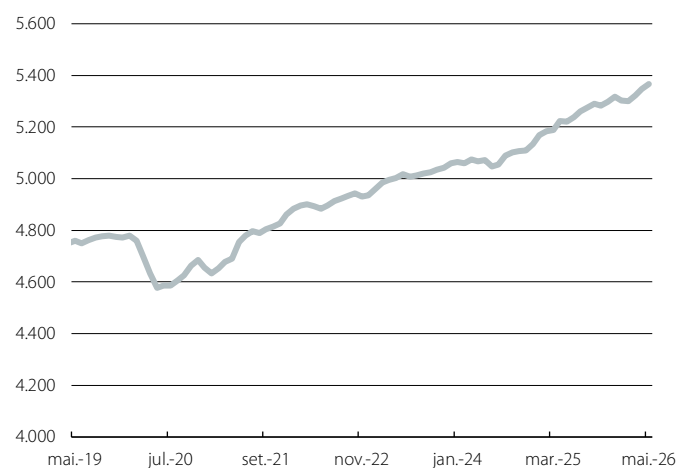
Fonte: BPI Research, com base em dados do INE e Comissão Europeia.

IPC yoy (%)



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

População empregada (Milhares de indivíduos)



Nota: Dados ajustados de sazonalidade.

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

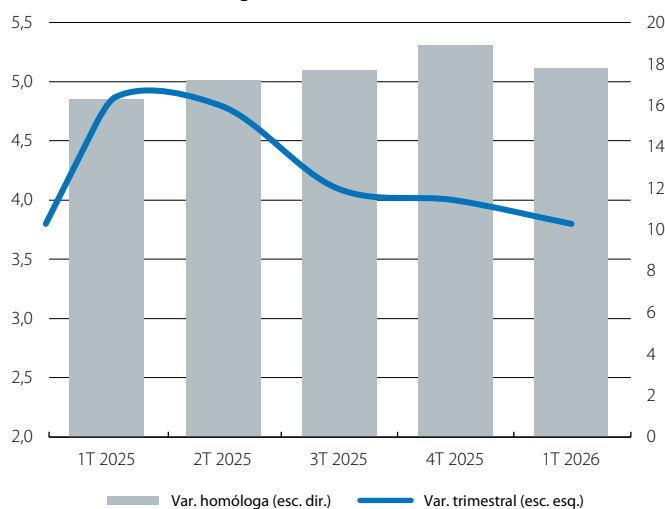
tir dos 18,9% do 4T 2025. O crescimento em cadeia também permaneceu forte (3,8%), embora abaixo da força dos últimos trimestres que tinham registado variações trimestrais sempre acima dos 4%. A dinâmica das transações também acalmou. De facto, no trimestre foram transacionadas 37.745 habitações, -8,7% que no mesmo período do ano anterior, refletindo igualmente um recuo expressivo em cadeia (-12,4%). Não obstante, o preço médio das casas transacionadas aumentou para 262,8 mil euros (+5,1% em cadeia). As expetativas para a evolução dos preços e transações acalmaram, mas os fundamentos são ainda compatíveis com uma valorização robusta neste mercado em 2026.

As contas externas registam o pior arranque de ano desde 2023. Em termos acumulados até abril, o saldo das balanças corrente e de capital fixou-se em 814,5 milhões de euros (-713 milhões de euros do que no período homólogo), motivado pela degradação do saldo da balança corrente em 693 milhões de euros (a balança de capital registou um decréscimo no seu excedente de apenas 20,3 milhões de euros). A performance negativa da balança corrente justifica-se pelo agravamento do saldo da balança de bens em 968 milhões de euros (motivado sobretudo pela componente não energética), em resultado do aumento nas importações (+6,2% homólogo) que mais do que compensou o aumento das exportações (+4,6% homólogo). No mesmo sentido, o saldo acumulado da balança de serviços reduziu-se em 167 milhões de euros (-1,8% homólogo), em resultado da diminuição do excedente da balança de serviços não turísticos. Por comparação a abril de 2025 e em termos acumulados, a balança turística viu o seu excedente aumentar em 235 milhões de euros (+3,5% homólogo), via aumento das exportações. Realçamos ainda o aumento do excedente das balanças de rendimentos, motivado pela diminuição do défice da balança de rendimento primário em 468 milhões de euros, fruto da redução de juros pagos ao exterior.

A carteira de crédito ao setor privado não financeiro não perde o ímpeto. Com um crescimento de 7,8% homólogo em maio, o dinamismo foi transversal aos vários segmentos; ainda assim, o principal destaque vai para a carteira de crédito à habitação, que voltou a crescer acima de 10% homólogo e explica cerca de 65% do aumento homólogo da carteira de crédito privado. Realçamos ainda a carteira de crédito às SNF (4,2%), que estará suportada pelo dinamismo das novas operações (dado ainda não disponível neste momento), e que terá um peso relevante das linhas de crédito de apoio no pós-tempestades (até abril, as linhas de crédito representaram 11% dos novos empréstimos). Por sua vez, não se verifica uma deterioração significativa da qualidade creditícia da carteira: os empréstimos vencidos apontam para níveis mínimos (no caso do crédito à habitação) ou relativamente perto (SNF e consumo & outros fins, ainda que se assista a uma deterioração nos últimos meses nestes dois segmentos), enquanto o rácio de NPLs manteve-se inalterado no mínimo histórico no início de 2026, comportamento praticamente transversal a todos os segmentos de crédito. Em sentido contrário, os empréstimos em *stage 2* (para os quais o risco de crédito aumentou significativamente, mas ainda sem incumprimento) aumentaram no início do ano (no caso dos particulares, principalmente habitação), mas mantiveram-se longe dos máximos históricos.

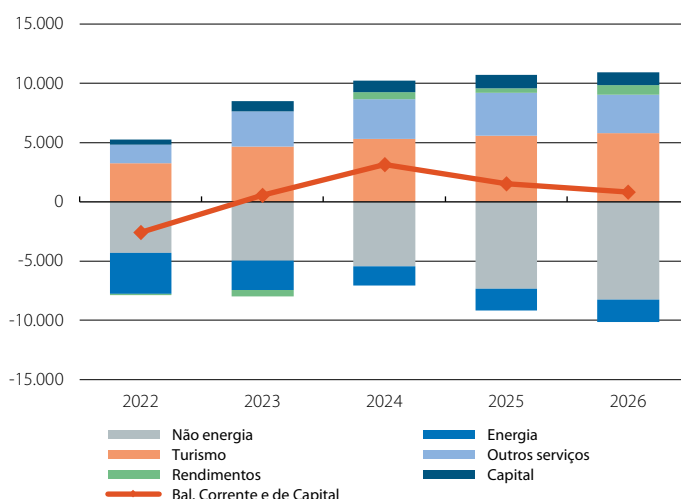
Índice de Preços da Habitação

Var. trimestral e homóloga (%)



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

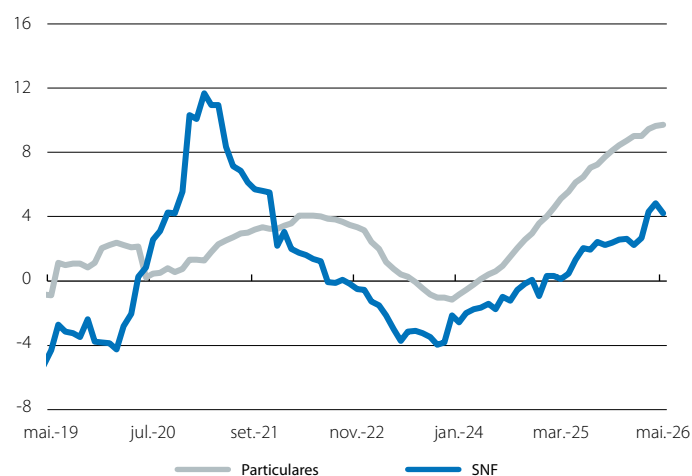
Portugal: balanças corrente e de capital (ytd abril, milhões de euros)



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

Carteira de crédito do setor privado não financeiro

Taxa de variação homóloga (%)



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

Afinal somos mais a residir em Portugal; o que mudou nas estatísticas?

O INE reviu as estimativas da população residente em Portugal, tendo em conta uma nova metodologia para obter estes dados. O impacto foi bastante expressivo em comparação com os dados anteriormente divulgados e, neste artigo, iremos explicar o que está na base da nova metodologia, que efeitos foram já visíveis nas novas estatísticas e que impactos futuros podemos esperar.

O que mudou nas estimativas de população residente?

A anterior metodologia para estimar a população residente em Portugal baseava-se no método das componentes por coortes: isto significava que, para se obter a população no final de um período (por exemplo, no final de 2025), partia-se da população no período inicial (neste exemplo, no final de 2024) e recorria-se aos fluxos demográficos observados nesse período (neste caso, de 2025); assim, os fluxos demográficos eram determinados à priori. Mais concretamente, recorriam-se a dados existentes sobre nascimentos e óbitos (para calcular o saldo natural), disponíveis no Sistema Integrado no Registo e Identificação Civil, e sobre os movimentos migratórios (para determinar o saldo migratório), obtidos a partir de informação do Inquérito aos Movimentos Migratórios de Saída e o do Inquérito ao Emprego.¹

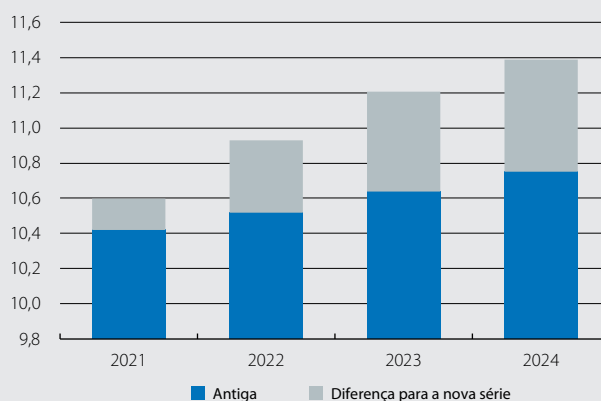
Em sentido contrário, a nova metodologia determina diretamente a população residente no final de um período, com os fluxos demográficos a serem calculados à posteriori. Isto é possível através de uma metodologia de base administrativa, em que o INE recorre a dados de diversas entidades públicas (como o IRN, a AIMA, a AT, a CGA, IEFP, entre outras). Neste contexto, e de acordo com o INE, as estimativas da população residente fazem parte da Base de População Residente (BPR), que não é mais do que uma forma de integrar estes diversos dados administrativos para a produção de estatísticas relativas à população residente à data de 31 de dezembro de cada ano.²

Qual foi o impacto da alteração da metodologia das estatísticas da população residente?

A alteração metodológica levou a uma revisão em alta da população residente em Portugal anteriormente estimada, no período entre 2021 e 2024. A diferença mais expressiva aconteceu em 2024, com quase mais 640.000 pessoas

Portugal: impactos da revisão da série da população residente

(Milhões de indivíduos)



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

residentes em Portugal do que o anteriormente estimado. A principal justificação da revisão em alta neste período deve-se à anterior subestimação da população estrangeira (que explica, em média, cerca de 60% da revisão em alta entre 2021 e 2023).

No entanto, esta revisão em alta da população residente traz outras implicações: o INE chama a atenção para a revisão de outras estatísticas, transversais a várias áreas. Para além de alterações esperadas no Inquérito ao Emprego e outros indicadores do mercado de trabalho, também as contas nacionais (incluindo o PIB) serão objeto de revisão (em ambos os casos, essa revisão está prevista para os primeiros 3 meses de 2027). Depois são ainda esperadas revisões em estatísticas nas áreas da cultura & desporto, saúde, educação, justiça e até no caso da proteção social, sendo de destacar, neste caso, a implicação que isto terá na revisão das Tábuas de Mortalidade e, consequentemente, no cálculo da esperança média de vida aos 65 anos, variável relevante para determinar, todos os anos, a idade legal de reforma e o fator de sustentabilidade.

Feitas estas revisões será importante avaliar, posteriormente, que impacto é que isto terá na avaliação da convergência económica de Portugal face aos restantes países da UE (nomeadamente no cálculo de variáveis per capita, como o PIB) e como terá evoluído, verdadeiramente, a produtividade do país neste período.

O que sabemos da população residente em 2025?

Perante estes novos dados e já com a estimativa para 2025, podemos concluir que a população residente em Portugal tem crescido de forma surpreendente nos últimos 5 anos (crescimento médio anual ronda os 2%), superando as

1. Para informação mais detalhada sobre isto, consulte a «Nota metodológica sobre as estimativas de população residente de 2025 e a revisão de 2021 a 2024», disponível no site do INE, de dia 22 de junho.

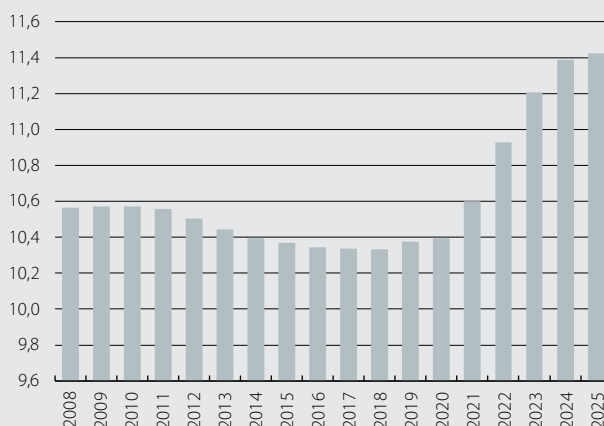
2. Para mais informações sobre as várias fontes de informação administrativa que são objeto de integração na BPR, consulte a nota metodológica mencionada na nota de rodapé 1.

projeções mais otimistas.³ Em causa está o dinamismo da população de nacionalidade estrangeira, que tem vindo a aumentar de forma bastante expressiva, com especial destaque para os últimos 7 anos, período em que o crescimento médio anual se aproximou dos 20%. Representava cerca de 14% do total da população residente em Portugal em 2025, o equivalente a cerca de 1,6 milhões de pessoas, o que compara com cerca de 441.000 pessoas em 2018 (altura em que representavam 4,3%).

Relativamente aos países de origem, destaca-se, largamente, o Brasil (que representava cerca de 36% da população estrangeira a residir em Portugal em 2025, seguido por Angola, Índia, Cabo Verde e Nepal a fechar o top 5. Destaque ainda para o facto de mais de metade da população estrangeira a residir em Portugal (cerca de 55%) se encontrar no grupo etário dos 25 anos a 44 anos (o que compara com cerca de 21% no caso da população nacional). Por sua vez, a proporção de homens é maior na população estrangeira (57%, face a 48% no caso da população nacional), ainda que a taxa de masculinidade na população estrangeira proveniente do continente asiático seja substancialmente mais elevada do que a verificada na população portuguesa, destacando-se o Bangladesh, Paquistão e Índia (com taxas superiores a 80%). Ao mesmo tempo, a população estrangeira tem um nível de escolaridade globalmente mais elevado do que a população portuguesa: a título de exemplo, 43% da população nacional concluiu, no máximo, o ensino básico, o que contrasta com 24% da população estrangeira; também no ensino superior a taxa é superior na população estrangeira (de 31%, face a 27% na nacional). Por fim, destaque para a maior concentração no litoral do país, tal como acontece com a população portuguesa, onde tipicamente se encontram mais oportunidades de trabalho; destacar que os distritos de Lisboa, Faro e Porto concentravam, em 2024, cerca de 60% da população estrangeira residente em Portugal.

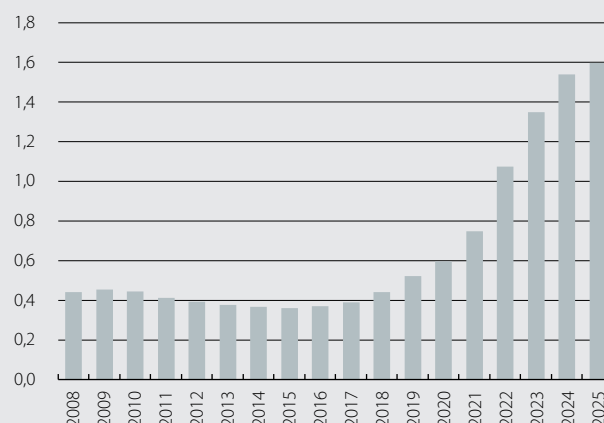
Vânia Duarte

Portugal: população residente (Milhões de indivíduos)



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

Portugal: população estrangeira residente (Milhões de indivíduos)



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

3. De recordar que, nas projeções do INE, publicadas em setembro de 2025, para o cenário alto (cenário mais positivo para a projeção da população residente), a instituição projetava que a população residente em Portugal rondaria as 10.840.000 pessoas.

A riqueza das famílias melhorou e a desigualdade diminuiu um pouco

A publicação do património das famílias e do inquérito à situação financeira das famílias mostram avanços na situação das famílias portuguesas: o seu património aumentou, e embora a valorização do imobiliário esteja a influenciar em alta o nível de riqueza, não é desprezível a melhoria da riqueza financeira, que avança ao ritmo do PIB nominal. Adicionalmente observam-se algumas melhorias ao nível da disparidade da riqueza entre os mais ricos e os mais pobres. Menos positiva continua a ser a distribuição da riqueza financeira por tipo de ativos, que continuam concentradas em ativos de baixo risco, normalmente com remunerações pouco atrativas.

Assim, o património líquido¹ total das famílias atingiu os 964 mil milhões de euros em 2025, um crescimento de 7,4% face ao ano anterior, excedendo o ritmo de expansão do PIB nominal (5,9%). Tal movimento foi influenciado pela valorização do património imobiliário, que no último ano foi de 8,6%, contribuindo com 4,9 p. p. para o aumento da riqueza. Por sua vez o património financeiro líquido aumentou em linha com o PIB nominal, contribuindo com 2,5 p. p. para o avanço da riqueza. Quando avaliada a preços de 2025, o aumento da riqueza foi ainda mais substancial (9,9%) e por família, também a preços de 2025, foi de 7,8%.

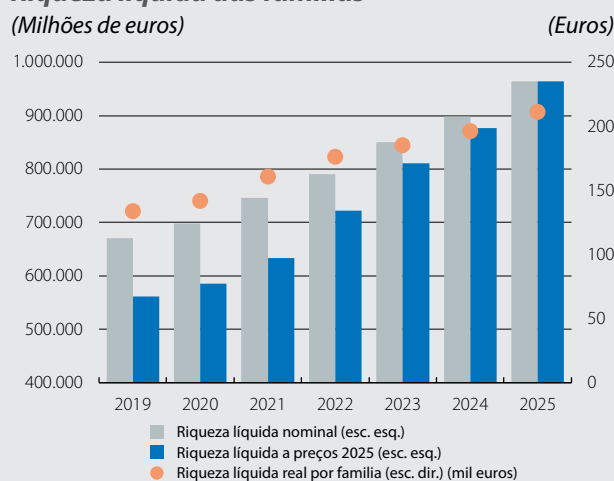
A estrutura da riqueza não se alterou significativamente no que concerne ao património imobiliário,² mas a composição do património financeiro registou algumas alterações. Em 2025 os ativos financeiros das famílias eram de 619 mil milhões de euros (+6,6% face a 2024), sendo maioritariamente constituídos por depósitos e por ações e participações. Os primeiros continuam a ser os preferidos pelas famílias, em linha com o resultado do último inquérito à situação financeira das famílias, referindo que 86% das famílias não estão dispostas a assumir quaisquer riscos financeiros. Nestes, as aplicações a prazo representam pouco mais de 60%.

A componente ações e participações, que entre 2019 e 2025 ganharam peso nos ativos financeiros das famílias, representa, na prática, a propriedade ou participação no capital em empresas. Estas, face a 2019, aumentaram 6,2 p. p., representando em 2025 cerca de 25% dos ativos das famílias. As aplicações em bolsa têm um papel residual, representando cerca de 2% dos ativos financeiros totais. As aplicações no mercado de capitais são feitas sobretudo através da compra de unidades de participação em fundos de investimento e em fundos de pensões. Conjuntamente representam praticamente 18% dos ativos financeiros das famílias.

A estrutura na zona euro é bastante diferente da portuguesa, com maior preponderância de ativos aplicados em fun-

Riqueza líquida das famílias

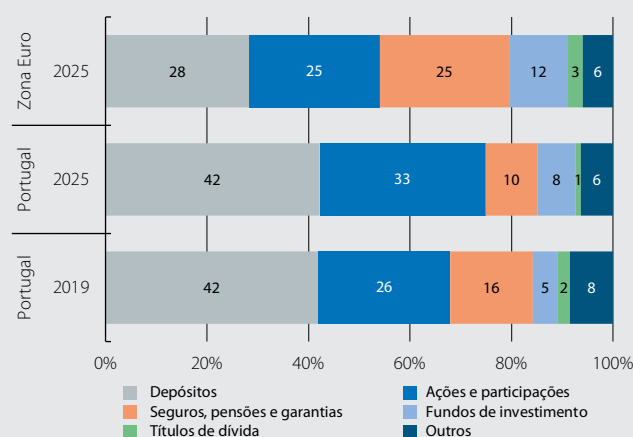
(Milhões de euros)



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

Portugal: ativos financeiros das famílias

Peso dos diversos ativos nos ativos financeiros totais



Fonte: BPI Research com base em dados do BdP e Eurostat.

dos de investimento e fundos de pensões, em detrimento de aplicações em depósitos, o que em grande parte se explicará pelo diferente grau de literacia financeira, nomeadamente na componente de conhecimentos financeiros.³

Por seu turno, os passivos financeiros ascendiam a 206 mil milhões em 2025, sendo maioritariamente constituídos por empréstimos (80%), sendo os restantes 20% relativos a outros débitos que se referem à atividade corrente das famílias, incluindo por exemplo impostos a pagar e dívidas (correntes) a fornecedores como sejam as contas da eletricidade, da água e do gás.

Em termos líquidos a riqueza financeira das famílias ascendia a 413 mil milhões de euros, com um crescimento médio anual de 6,3% desde 2019, 2 décimas acima do crescimento

1. Património total líquido é igual ao património total deduzido dos passivos, maioritariamente constituídos por empréstimos (nos dois últimos anos estes representavam 80% dos passivos totais das famílias). Os restantes 20% referem-se a, por exemplo, impostos e contribuições a pagar, contas a liquidar relacionadas com transações comerciais.

2. Património imobiliário representa 47% do património total e 57% do património líquido total (pela mesma ordem 58% e 46% em 2019).

3. Ver focus «A literacia financeira e o seu papel nas perspetivas de acumulação de riqueza por parte das famílias portuguesas», publicado no IM06/2026.

médio anual do PIB nominal, refletindo um crescimento superior nos ativos (5,5%) do que nos passivos (3,9%).

Apesar da evolução positiva da riqueza em Portugal, a sua importância no PIB nominal ainda se situa consideravelmente abaixo dos níveis da zona euro, nos diversos tipos de ativos, reais e financeiros. Em termos líquidos as diferenças são ainda superiores, resultado do maior peso dos passivos em Portugal.

Os dados globais sobre a riqueza das famílias escondem situações consideravelmente díspares, evidentes, por exemplo, no facto de o índice de Gini da riqueza líquida das famílias portuguesas se situar em 64,8%.⁴ Pese embora a desigualdade nos níveis de riqueza ainda possa ser considerada elevada houve uma melhoria desde 2013 (68,4%); e, talvez ainda mais relevante é o facto de Portugal comparar favoravelmente face à zona euro: 68,5% em 2023 (69,7% em 2014). Outro indicador de desigualdade na distribuição da riqueza é calculado pelo rácio entre a riqueza líquida média e mediana⁵ por família. Em Portugal este rácio indica que a riqueza média é duas vezes superior à da maioria das famílias (mediana), estando influenciada pelos extremos das classes de riqueza líquida, na medida em que é entre os menos ricos e os mais ricos que o rácio é mais elevado: 1,8x e 1,4x, respetivamente; nos restantes percentis as diferenças entre riqueza média e mediana são insignificantes. Olhando para a distribuição por tipo de ativos observa-se que o desequilíbrio é particularmente influenciado pela riqueza financeira, onde o rácio é de 5,5 (1,6 no caso dos ativos reais).

As expetativas para a evolução da riqueza das famílias mantêm-se positivas, na medida em que se antecipa evolução favorável do rendimento das famílias e manutenção de uma taxa de poupança elevada face ao histórico. No que respeita à distribuição da riqueza financeira, não se antecipam alterações significativas, contudo em 2026 poderá haver maior apetência para o reforço de aplicações em dívida pública de retalho (certificados de aforro) em detrimento de depósitos,

Património das famílias: Portugal vs. Zona Euro (% do PIB)

	Portugal		Zona Euro	
	2019	2024	2019	2024
Património total	388,7	375,4	500,3	501,0
Património imobiliário	179,2	175,0	272,7	279,9
Património financeiro	209,5	200,4	227,6	221,1
Passivos financeiros	76,2	65,6	64,4	58,4
Património líquido total	312,5	309,8	435,9	442,6
Património financeiro líquido	133,3	134,7	163,2	162,7

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

Riqueza líquida por família (Mil euros)

	Mediana		Média	
	Portugal	Zona Euro	Portugal	Zona Euro
Riqueza líquida	151,8	140,1	298,4	312
Ativos reais	183,1	161,4	287	293,6
Ativos financeiros	6,6	16,6	36,2	72,1
Dívida	35,3	31,8	24,7	81,8
Rendimento	–	37,1	49,77	52,6
Rácios				
Dívida/Ativos	20,2	21,6	–	–
Dívida/Rendimento	103,6	66	134,7	168,4

Nota: Os dados para a Zona Euro são relativos a 2023; para Portugal são 2024.

Fonte: BPI Research, com base no Inquérito à Situação Financeira das Famílias (2024) e no Household Finance and Consumption Survey: Results from the 2023 wave.

refletindo a transmissão mais lenta da subida das taxas de curto prazo na remuneração dos depósitos do que na dívida a retalho do estado. Nos restantes produtos financeiros, os dados até maio sugerem maior apetência por aplicações em fundos de investimento e fundos de pensões. A riqueza imobiliária continuará a refletir a valorização do mercado imobiliário.

Teresa Gil Pinheiro

Poupança anual e distribuição pelos vários tipos de ativos (Milhões de euros)

	2015-19	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E
Rendimento disponível bruto	136.035	145.795	154.003	167.695	183.001	201.589	213.020	223.000
x taxa de poupança	7,0%	12,0%	10,9%	7,3%	8,9%	12,5%	12,1%	11,6%
= Poupança	9.582	17.540	16.858	12.277	16.317	25.261	25.838	25.827
– Investimentos em ativos reais	6.434	7.921	8.992	9.822	10.651	12.491	14.865	15.800
= Capacidade de financiamento	3.147	9.620	7.866	2.455	5.666	12.770	12.084	10.027
+ aumento dos passivos financeiros (crédito)	3.995	3.995	3.995	3.995	-1.520	4.655	11.774	14.000
= Aquisição de ativos financeiros	7.143	13.615	11.861	6.450	4.146	17.425	23.857	24.027
Variação dos depósitos	3.451	11.808	11.011	9.562	-2.656	12.897	8.036	7.000
Dívida pública retalho	2.335	702	528	4.528	9.684	-1.227	2.800	2.400
Fundos de investimento	1.127	1.665	6.025	58	614	3.222	5.500	7.000
Seguros, pensões e garantias	-530	-2.064	-703	-977	-4.408	514	4.014	5.000
Ações cotadas	-149	251	-323	12	-167	0	-240	10
Outros	910	1.253	-4.678	-6.733	1.079	2.020	3.747	2.617

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

4. O índice de Gini mede a concentração da distribuição de uma determinada variável, variando entre zero, no caso de concentração mínima (quando todas as famílias têm a mesma riqueza líquida) e 100, no caso de concentração máxima (quando toda a riqueza líquida está na posse de uma família).
5. Riqueza mediana traduz o nível de riqueza da maioria das famílias.

Turismo nos primeiros meses de 2026: crescer entre tempestade e guerra

Nos primeiros meses deste ano assistimos a eventos que se refletem na atividade do setor turístico. Uns de forma mais direta, relacionados com eventos meteorológicos e as consequências da tempestade Kristin, e outros de forma mais indireta, relacionados com temas geopolíticos na sequência do conflito no Irão e da instabilidade na região do Médio Oriente. Neste artigo pretendemos efetuar um primeiro balanço da atividade turística à luz deste contexto desafiante.

Impacto das tempestades no turismo

Como já tínhamos dado nota no Outlook para o turismo em 2026 que publicámos em março,¹ as tempestades que se registaram no início do ano no país implicaram uma declaração de situação de calamidade em 68 municípios que concentram 17% da população residente, 14,9% dos estabelecimentos de alojamento turístico e 8,9% das dormidas. A zona centro/oeste foi especialmente afetada (com destaque para Leiria), mas também ocorreram eventos de cheias em outras zonas como, por exemplo, Alcácer do Sal.

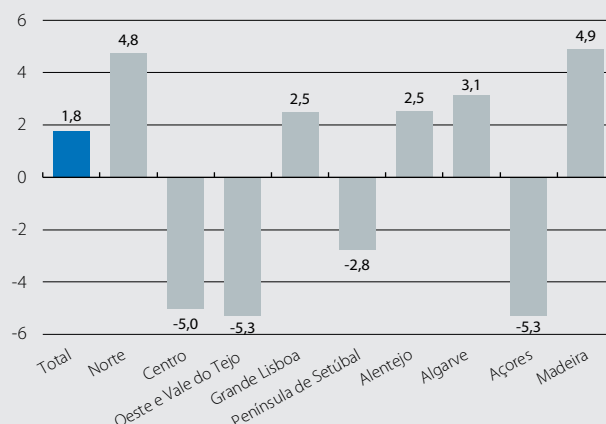
A evolução do número de hóspedes nestas regiões no primeiro quadrimestre do ano parece confirmar que de facto o impacto fez-se sentir. Como podemos observar no primeiro gráfico, com exceção dos Açores, observaram-se quebras de hóspedes face ao homólogo em regiões especialmente afetadas pelas intempéries – Centro (–5,0%), Oeste e Vale do Tejo (–5,3%) e Península de Setúbal (–2,8%). Nos Açores, o fim da operação da companhia aérea Ryanair para o arquipélago no final de março terá tido um papel relevante na quebra verificada, especialmente vincada no mês de abril com –8,3% de hóspedes nesse mês face ao homólogo. Assim, para já, a quebra de hóspedes que podemos associar ao evento climático² ascende a –0,2% do total de hóspedes de 2025. É inferior ao efeito que inicialmente estimámos no nosso *outlook*,³ que admitimos conservador, mas poderá ainda fazer-se sentir nos meses subsequentes tendo em conta também alguma destruição de infraestruturas que ocorreu.

Impacto da guerra no Irão no turismo

Este impacto é mais difícil de quantificar porque os seus efeitos têm uma natureza mais indireta. Por exemplo, encarecimento do preço do Brent e por conseguinte do *jetfuel* e das viagens aéreas, limitação de rotas e tráfego

Variação do número de hóspedes

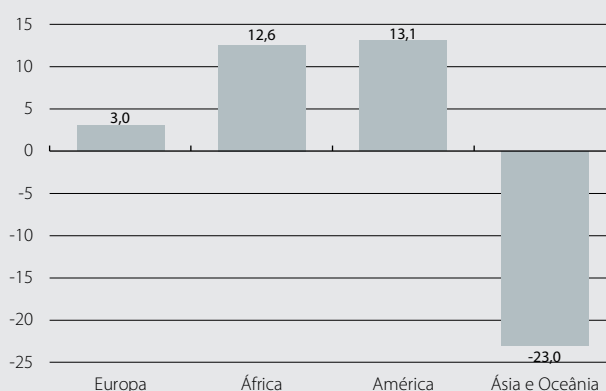
Ytd abril 2026 vs. Ytd abril 2025 (%)



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

Tráfego aéreo: passageiros desembarcados por continente de origem

Var. homóloga Ytd abril 2026 vs. Ytd abril 2025 (%)



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

aéreo e reflexos nas decisões das famílias quanto aos destinos e ao *timing* das reservas. No nosso *outlook* considerámos que o conflito no Médio Oriente poderia encarecer alguns destinos mais longínquos em benefício do turismo interno, com reflexo positivo no crescimento dos hóspedes residentes. Por ora esse efeito não é visível. Pelo contrário, é oposto. Nos primeiros quatro meses do ano, o crescimento dos hóspedes residentes é de apenas +0,5% (e +0,3% nas dormidas). Especificamente, após o início da guerra no Irão (meses de março e abril), os hóspedes residentes registaram mesmo uma quebra face ao mesmo período de 2025, ao recuarem –1,5%. Este comportamento pode traduzir um adiamento de decisões de consumo face ao contexto de instabilidade. Por outro lado, o aumento da inflação que já se refletiu nos orçamentos familiares pode contribuir para que as famílias escolham realizar menos períodos de férias, mas mais concentrados

1. Ver «Outlook para o setor do Turismo em 2026» publicado no site do Banco BPI.

2. Calculada tendo em conta a quebra de hóspedes nos NUT mais afetados face ao nº total de hóspedes no país em 2025.

3. –0,8% de hóspedes no total do ano pelo efeito das tempestades.

em termos de calendário na época de Verão. Por esta via não é de descartar que a nossa previsão de crescimento de 3% dos hóspedes residentes ainda seja concretizável.

Em termos de tráfego aéreo *inbound* já se observaram alguns efeitos claros da guerra no Irão. Analisando o número de passageiros desembarcados nos aeroportos nacionais por continente de origem, nos primeiros dois meses do ano, o crescimento era transversal a todas as regiões do globo. Já após o início do conflito, em março e abril, há uma quebra agressiva nos passageiros com origem na Ásia e Oceânia (–48,9% em termos homólogos face a +8,1% em janeiro e fevereiro). Por sua vez, os passageiros desembarcados com origem em países europeus aceleraram em março e abril (+3,8% yoy) face aos primeiros dois meses do ano (+2,0% yoy).

Isto parece apoiar a nossa visão de que o evento do conflito poderia ter o efeito de dinamizar o turismo intraeuropeu. Assim, no primeiro quadrimestre o ritmo de crescimento de hóspedes não residentes (+2,7% homólogo) é praticamente igual ao primeiro quadrimestre de 2025, embora seja de destacar a aceleração de dois dos principais mercados europeus: Reino Unido (+5,4% homólogo até abril) e Alemanha (+7,3% homólogo até abril). Espanha também recupera ligeiramente (+0,9% homólogo até abril, depois de +0,3% no mesmo período do ano passado). Pela negativa, destaca-se o prolongamento da quebra nos hóspedes oriundos de França (–8% homólogo) e Itália (–3,4% homólogo). O mercado dos EUA, que tem vindo a ganhar peso e destaque nos últimos anos, permanece com uma taxa de crescimento positiva, mas já em ritmo cruzeiro (3,5% homólogo até abril). Assim, até abril, os efeitos do conflito no Médio Oriente apresentam direções distintas – por um lado deprimiram a procura interna, por outro dinamizaram a procura do principal espaço económico emissor de turistas para Portugal, a Europa. O balanço final destes efeitos só poderá ser feito mais à frente no tempo, e está condicionado sobretudo pelo sucesso no plano de paz que está a ser alinhavado e em vias de assinatura por altura em que escrevemos este artigo.

Em suma, mesmo no contexto dos desafios que enunciámos neste artigo, o desempenho do setor do turismo no início do ano foi positivo. Principalmente se não esquecermos que o crescimento este ano é mais uma vez feito a partir de registos máximos.

Tiago Belejo Correia

Indicadores de desempenho turístico até abril

Dormidas	Nº (Milhares)	Var. Homóloga (%)
Total	20.743,6	1,0%
Residentes em Portugal	6.305,9	0,3%
Residentes no estrangeiro	14.437,7	1,3%
Norte	3.899,4	5,5%
Centro	1.317,5	–4,2%
Oeste e Vale do Tejo	758,0	–6,1%
Grande Lisboa	5.654,6	2,0%
Península de Setúbal	400,5	–3,9%
Alentejo	798,1	5,7%
Algarve	4.375,0	1,1%
RA Açores	655,7	–4,8%
RA Madeira	2.884,8	–1,5%
Hotelaria	17.176,2	1,7%
Hotéis	13.051,0	1,0%
Hotéis-apartamentos	2.197,6	4,6%
Pousadas e Quintas da Madeira	253,8	–2,0%
Apartamentos turísticos	1.085,7	1,8%
Aldeamentos turísticos	588,0	9,1%
Alojamento local	2.897,1	–3,2%
Turismo no espaço rural e de habitação	670,4	1,0%
Proveitos totais	Milhares eur.	Var. Homóloga (%)
Total	1.606.958,8	5,3%
Norte	270.703,2	6,8%
Centro	85.526,1	–1,4%
Oeste e Vale do Tejo	48.127,3	–1,6%
Grande Lisboa	528.968,9	4,0%
Península de Setúbal	23.439,0	–1,8%
Alentejo	60.755,9	7,5%
Algarve	288.328,2	7,0%
RA Açores	43.068,3	3,0%
RA Madeira	258.041,9	9,0%

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

Exposição comercial de Portugal aos EUA – o que mudou no último ano?

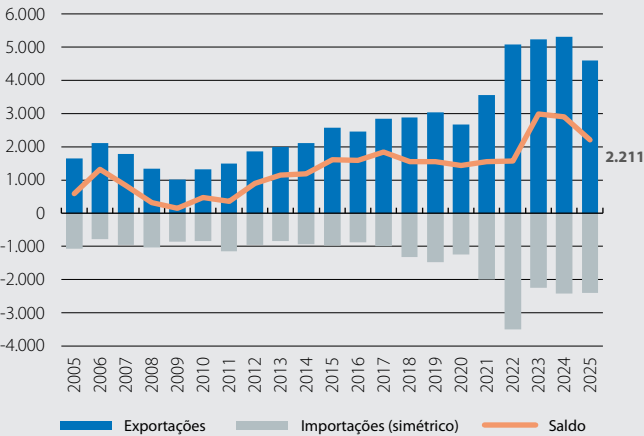
Excedente da balança de bens reduz-se em 2025

O montante exportado de bens por Portugal para os EUA tem sido historicamente superior ao montante das importações, resultando em sucessivos excedentes comerciais. No ano transato, Portugal registou um excedente de 2.211 milhões de euros em trocas comerciais de bens com este país. Este saldo constitui um decréscimo de 24% face a 2024, motivado pela expressiva diminuição das exportações (-13,4%), com as importações oriundas dos EUA a sofrerem uma redução ligeira (-0,8%). Analisando a série histórica, o destaque vai para o ano de 2022, quando as exportações e importações apresentaram aumentos expressivos de 43% e 75%, respetivamente,¹ justificado em parte pela invasão da Rússia à Ucrânia, que fez disparar os preços dos bens energéticos. No ano seguinte, as compras de bens aos EUA corrigiram parcialmente ao caírem 36%, tendo-se mantido estáveis desde então (média anual de 2.300 milhões de euros nos últimos 3 anos).

Em termos de bens, o produto mais comprado pelos portugueses aos norte-americanos é o petróleo e gás natural. Em 2025, Portugal importou um total de 796 milhões de euros desses produtos, o equivalente a 33% do montante total de bens adquiridos aos EUA (2.395 milhões de euros, -0,8% face ao homólogo). Não obstante esta redução,

Saldo da balança de bens face aos EUA

Valores acumulados no ano (em milhões de euros)



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

Portugal aumentou as compras efetuadas aos EUA face ao ano anterior em grande parte dos outros tipos de produtos, sendo de realçar os agrícolas e animais (+41%), químicos (+22%) e outro equipamento de transporte (+82%). Assim, os EUA estão posicionados no 10.º lugar no ranking de países de onde Portugal mais importou bens em 2025, equivalente a 2,1% do valor total das importações.

Importações dos EUA por tipo de produto

Tipo de produto	2025		2024		Variação
	Milhões de euros	Peso no total (%)	Milhões de euros	Peso no total (%)	
Petróleo bruto e gás natural	796	33,2%	1.175	48,7%	-32%
Produtos agrícolas e animais	393	16%	279	12%	41%
Produtos químicos	220	9%	180	7%	22%
Outro equipamento de transporte	202	8%	111	5%	82%
Produtos informáticos, eletrónicos e óticos	197	8%	145	6%	36%
Coque e produtos petrolíferos refinados	169	7%	151	6%	12%
Máquinas e equipamentos	82	3%	69	3%	19%
Produtos farmacêuticos	36	2%	13	1%	180%
Madeira e cortiça	34	1%	30	1%	14%
Produtos alimentares	34	1%	56	2%	-40%
Produtos metálicos transformados	31	1%	28	1%	12%
Equipamento elétrico	29	1%	32	1%	-10%
Metais de base	24	1%	19	1%	30%
Produtos diversos das indústrias transformadoras	19	1%	19	1%	3%
Produtos da silvicultura e da exploração florestal	19	1%	11	0%	73%
Papel e cartão	17	1%	9	0%	85%
Artigos de borracha e de matérias plásticas	15	1%	13	1%	15%
Bebidas	15	1%	11	0%	34%
Outros	64	2,7%	66	2,7%	-2,5%
Total	2.395	2,1%	2.416	4,3%	-0,8%

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

Exportações para os EUA por tipo de produto

Tipo de produto	2025		2024		Variação
	Milhões de euros	Peso no total (%)	Milhões de euros	Peso no total (%)	
Produtos farmacêuticos	1.269	27,5%	1.183	22,2%	7%
Coque e produtos petrolíferos refinados	579	13%	1.031	19%	-44%
Artigos de borracha e plástico	380	8%	418	8%	-9%
Produtos metálicos transformados	267	6%	343	6%	-22%
Produtos informáticos, eletrónicos e óticos	227	5%	246	5%	-7%
Produtos têxteis	225	5%	219	4%	3%
Artigos de vestuário	184	4%	256	5%	-28%
Produtos químicos	183	4%	210	4%	-12%
Madeira e cortiça	158	3%	138	3%	14%
Máquinas e equipamentos	154	3%	136	3%	13%
Outros produtos minerais não metálicos	151	3%	154	3%	-2%
Equipamento elétrico	142	3%	213	4%	-33%
Produtos alimentares	136	3%	167	3%	-19%
Mobiliário	117	3%	110	2%	6%
Couro e produtos afins	97	2%	110	2%	-12%
Bebidas	95	2%	110	2%	-13%
Papel e cartão	72	2%	88	2%	-19%
Metais de base	56	1%	72	1%	-22%
Outros	113	2,5%	114	2,1%	-0,4%
Total	4.606	5,8%	5.316	6,7%	-13,4%

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

1. No caso das exportações, os produtos farmacêuticos e os combustíveis justificaram mais de metade do aumento. Nas importações, cerca de 75% do acréscimo deveu-se ao aumento das compras de petróleo bruto e gás natural.

O valor das exportações para os EUA atingiu 4.606 milhões de euros (1,5% do PIB), -13% face ao homólogo, equivalente a 5,8% do valor total exportado por Portugal, constituindo o principal destino das exportações portuguesas de bens para fora da UE, ficando apenas atrás de 3 países no *ranking* geral (Espanha, Alemanha e França). Os produtos mais vendidos aos EUA foram os farmacêuticos (1.269 milhões de euros, +7% face ao homólogo), seguindo-se do coque e produtos petrolíferos refinados e artigos de borracha. O aumento das vendas de farmacêuticos justifica-se pela acumulação de *stocks* em resultado da incerteza associada à implementação das tarifas por parte da Administração Trump no primeiro semestre de 2025.² A quebra nas exportações para este país deveu-se sobretudo à redução das vendas de combustíveis (-44%) ainda que todas as subclasses de produtos tenham recuado, com exceção de 5 categorias.

Acordo tarifário com a UE e desenvolvimentos recentes

O acordo assinado entre a UE e os EUA a 28 de julho implica que os produtos europeus passarão a ser tributados a uma tarifa geral de 15%, existindo algumas exceções, nomeadamente os medicamentos genéricos e a cortiça (cuja tarifa em vigor no final de 2024 não irá sofrer alterações), a indústria automóvel (que vê a taxa ser reduzida de 25% para 15%) e o aço e alumínio (que passariam a ser taxados a 50%).

Com base nesta comunicação, e aplicando a estrutura de exportações de Portugal para os EUA verificada em 2025, estimamos uma tarifa efetiva média de 14,2%, inferior à tarifa geral de 15% devido ao facto de os EUA serem um destino importante das exportações nacionais de medicamentos genéricos e cortiça, cuja tarifa não irá aumentar (agregados, correspondem a 12,4% do total exportado para o EUA), refletindo um aumento de 12,2 p. p. face à tarifa efetiva média em vigor no final de 2024 (i.e. 2,0%).

No início do mês de junho, a Casa Branca proclamou novos ajustamentos (*Section 232*) nas tarifas dos EUA para o aço, o alumínio e o cobre. Assim, passa a ser aplicada uma tarifa de 50% para produtos diretamente feitos de metais, 25% para produtos derivados e 15% para alguns produtos específicos (agrícolas e ar condicionados). No entanto, a UE mantém um regime tarifário mais favorável fruto do acordo alcançado, sendo que a tarifa máxima aplicada às suas exportações deste tipo de produtos não poderá ultrapassar os 15%. No entanto, se o produto fosse taxado anteriormente abaixo dos 15%, a nova tarifa será elevada para 15%.³ Neste cenário, sendo que a tarifa aplicada a este tipo de produtos passará de 50% (acordado em 2025) para 15%, a tarifa média efetiva global das exportações portuguesas para os EUA reduzir-se-á 1,0 p. p. para 13,2%.

Tarifas às exportações portuguesas para os EUA

	Exportações para EUA 2025 (milhões €)	% do total	Tarifa média 2024	Tarifa média «dia da libertação»	Tarifa acordo Agosto 2025 (15%)	Tarifa 15% aço, alumínio e cobre (Junho 2026)
Produtos farmacêuticos	1.232	26,7	0,2	0,2	10,1	10,1
Genéricos (*)	411	8,9	0,2	0,2	0,2	0,2
Não genéricos	821	17,8	0,2	0,2	15,0	15,0
Combustíveis minerais	589	12,8	0,5	0,5	15,0	15,0
Borracha	333	7,2	1,7	15,0	15,0	15,0
Máquinas elétricas	285	6,2	1,2	20,0	15,0	15,0
Bases de moldes, máquinas diversas e motores	191	4,2	1,3	20,0	15,0	15,0
Vestuário	190	4,1	12,8	20,0	15,0	15,0
Cortiça e artigos	160	3,5	0,7	50,0	0,7	0,7
Produtos têxteis	140	3,0	6,8	20,0	15,0	15,0
Artigos de ferro e aço	138	3,0	1,2	20,0	50,0	15,0
Mobiliário	129	2,8	1,9	20,0	15,0	15,0
Produtos químicos orgânicos	102	2,2	2,7	20,0	15,0	15,0
Bebidas	96	2,1	1,8	20,0	15,0	15,0
Produtos cerâmicos	89	1,9	4,1	20,0	15,0	15,0
Calçado	86	1,9	10,5	20,0	15,0	15,0
Ópticos, fotográficos, cinematográficos	47	1,0	0,9	20,0	15,0	15,0
Outros	796	17,3	2,4	20,0	15,0	15,0
Total	4.606	5,8%	2,0%	12,9%	14,2%	13,2%
% do PIB	1,5%					

Nota: * O peso dos genéricos no total das exportações dos produtos farmacêuticos é baseado num estudo da Deloitte (2022).
Fonte: BPI Research, com base em dados do Eurostat, INE e WTO.

2. Para mais informações sobre a dinâmica dos produtos farmacêuticos em 2025, consultar o Focus «Detalhes da balança corrente portuguesa até ao 3T 2025» no IM12/2025.
3. Em 2025, as exportações portuguesas de metais cifraram-se em 6.184 milhões de euros (-3,8% do que no ano anterior), representando 7,8% do total das exportações do país. Mais de 77% das vendas ao exterior foram efetuadas a países pertencentes à União Europeia, sendo de destacar Espanha (peso de 48%) e França (peso de 18%). As exportações para os EUA em 2025 fixaram-se em 231 milhões de euros (3,7% das exportações totais deste tipo de produtos), considerando-se um valor pouco expressivo, pelo que consideramos que a aplicação da tarifa sobre os produtos metálicos terá consequências pouco expressivas a nível nacional.

O que nos dizem os dados já disponíveis para 2026?

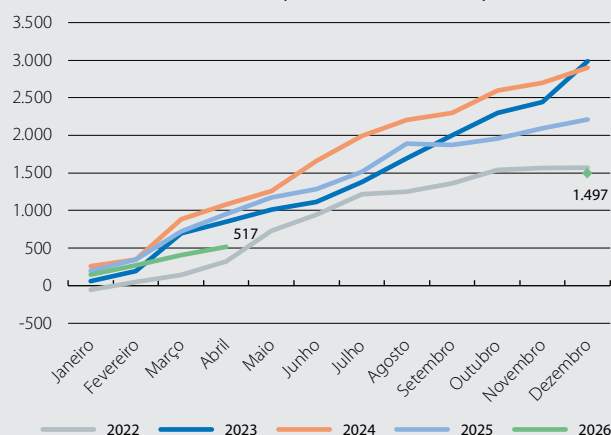
Até abril de 2026, o saldo da balança portuguesa de bens face aos EUA cifrou-se em 517,5 milhões de euros, o que representa uma queda de 46% em relação ao mesmo período de 2025. Este resultado constitui o pior arranque de ano desde 2022, mas em linha com a média dos saldos nos quatro primeiros meses do ano entre 2017 e 2021. O principal motivo para esta degradação prende-se com a diminuição das exportações (em termos homólogos, -362 milhões de euros, i.e. -21%), justificada pela queda das vendas de produtos farmacêuticos (-295 milhões de euros, i.e. -51% homólogo). Por outro lado, as importações de bens oriundas dos EUA aumentaram 74 milhões de euros (+9%), onde se destaca o aumento das compras de bens energéticos em 27% face ao mesmo período de 2025.

O acordo tarifário com a UE e a normalização dos preços das *commodities* energéticas poderá orientar o saldo da balança de bens para níveis pré-guerra, na ordem dos 1.500 milhões de euros no acumulado no ano, isto partindo do pressuposto que a política aduaneira norte-americana se manterá estável e que não haverá novos episódios de choques de oferta e de estrangulamentos nas cadeias de abastecimento.

Pedro Avelar

Saldo da balança de bens face aos EUA

Valores acumulados no ano (em milhões de euros)



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

Uma perspetiva setorial sobre a exposição da economia portuguesa a choques da procura

Em 2025, o crescimento do PIB deveu-se maioritariamente ao consumo privado e ao investimento, associados à melhoria das condições de acesso ao crédito, ao aumento do rendimento disponível e à robustez do mercado de trabalho. Já a procura externa líquida continuou a contribuir negativamente para o crescimento económico. Tal sugere que, sendo Portugal uma pequena economia aberta, embora tenha demonstrado resiliência nos últimos anos, depende consideravelmente da procura interna para manter um ritmo de crescimento acima da média europeia. Além disso, a dificuldade no avanço sustentado das exportações, limita as perspetivas de competitividade e autonomia estratégica a longo prazo. Atualmente, a incerteza e fragmentação geopolítica tornam relevante verificar a exposição das empresas a choques adversos na procura interna, dado o seu papel atual no crescimento, mas também na externa, pela potencial e desejada maior orientação futura para a internacionalização. Neste artigo, utilizamos as matrizes *input-output* (IO)¹ do INE para estimar o impacto de choques na procura no PIB e quais os setores mais expostos a esses choques.²

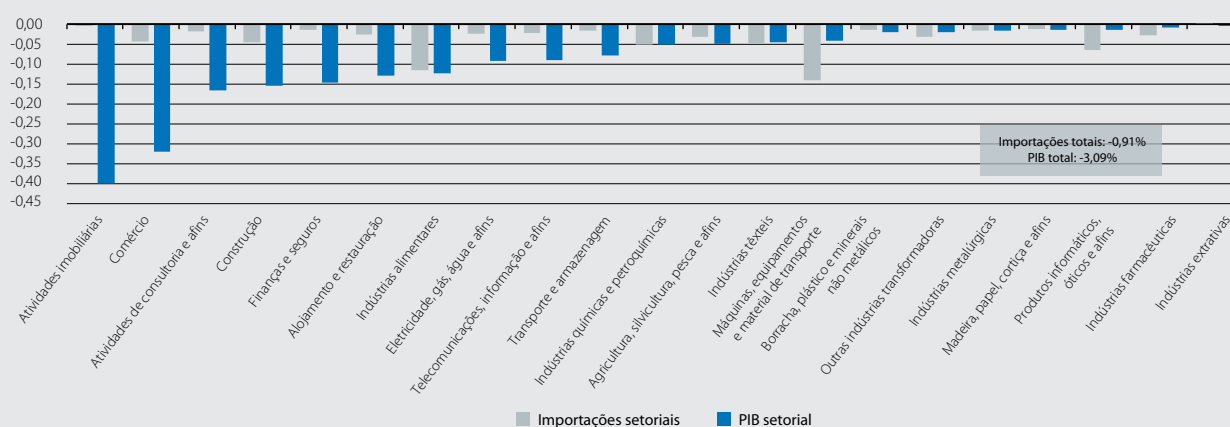
O modelo de Leontief abrange vários tipos de matrizes, mas para este efeito interessam-nos as dos multiplicadores da procura, que indicam a sensibilidade à variação unitária na despesa de cada setor institucional (por exemplo, consumo final das famílias) ou agregada (procura final, interna ou externa)³ de uma determinada rubrica (produção, consumo intermédio, VAB, importações, impostos, PIB, etc.) referente ao total da economia, um produto ou um setor de atividade. Este modelo permite analisar a exposição da economia e dos vários setores a choques na procura, estando limitado a uma série de pressupostos e condições.⁴

A ocorrência de um choque hipotético de -4% na procura interna resulta em diminuições do PIB e das importações em cerca de -3,1% e -0,9%, respetivamente (ver primeiro gráfico). Ou seja, apenas 22,5% do choque é absorvido por uma redução do conteúdo importado, o que salienta o efeito significativo da procura interna na economia.

As atividades imobiliárias e o comércio são os mais expostos ao choque na procura interna (-0,44% e -0,36% nas

Impactos de um choque negativo de -4% na procura interna

Var. percentual na parcela de importações ou PIB do respetivo setor (%)



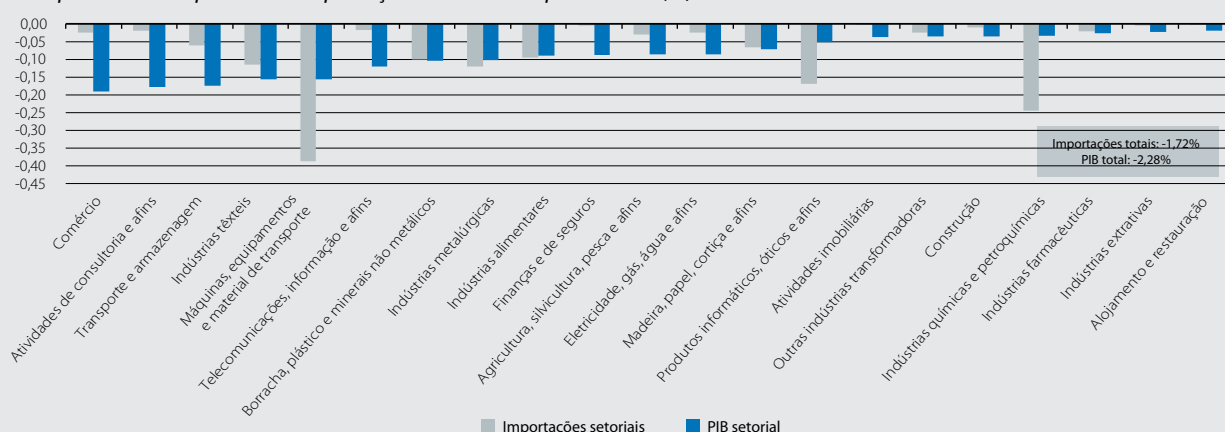
Nota: O choque negativo de 4% foi assumido com base na média das taxas de variação anual do PIB nominal verificadas nos 4 anos em que o mesmo registou um decréscimo desde 1996 (2009; 2011; 2012; 2020), resultando numa redução média de -3,7%, que arredondámos para -4%. O impacto nas importações abrange importações indiretas (consumos intermédios) e diretas. Para simplificação, foram excluídos alguns ramos do setor terciário, como serviços de administração pública, emprego, educação, saúde e segurança. Os impactos totais correspondem à soma dos impactos por setor.

Fonte: BPI Research, com base nas matrizes *input-output* presentes nas Contas Nacionais do INE.

1. As matrizes *input-output* (IO) são uma ferramenta de análise macroeconómica desenvolvida pelo economista russo Wassily Leontief em 1941, para compreender como os diferentes setores de atividade e institucionais estão interligados em termos de produção, consumo intermédio, importações e procura, utilizando conceitos da álgebra linear. Tal permite mapear as interligações estruturais existentes na economia e, consequentemente, quantificar os impactos de eventuais choques sobre os diversos subsectores, os agregados Estado, empresas e famílias e a própria atividade económica como um todo.
2. As matrizes IO mais recentes são as de 2017, existindo um enorme desfasamento na sua divulgação.
3. Os multiplicadores da procura são calculados a partir da matriz inversa de Leontief e têm em conta os coeficientes técnicos da produção. $\Delta r_{sa} = M_{si}^{ras} \Delta D_{si}$ em Δr_{sa} representa a variação de uma rubrica na ótica de produção de um dado setor de atividade, produto ou até mesmo do total da economia; M_{si}^{ras} é o respetivo multiplicador da procura de um dado setor institucional referente a um dado setor de atividade e ΔD_{si} a variação na despesa em consumo ou investimento desse setor institucional. Para mais detalhes ver as seguintes publicações: https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_publicacoes&PUBLICACOESpub_boui=294446616&PUBLICACOESmodo=2&xlang=pt (INE, 2013); https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_destaques&DESTAQUESdest_boui=427464212&DESTAQUESmodo=2&xlang=pt (INE, 2020).
4. Por exemplo, segundo o INE: coeficientes técnicos constantes; inexistência de economias de escala; ausência de variação de preços relativos e de efeitos de substituição; capacidade produtiva ilimitada; produtos homogéneos e ausência de restrições financeiras; variações globais em qualquer agregado da procura final distribuídas proporcionalmente pelos vários bens e serviços.

Impactos de um choque negativo de -4% na procura externa

Var. percentual na parcela de importações ou PIB do respetivo setor (%)



Nota: O choque negativo de 4% foi assumido com base na média das taxas de variação anual do PIB nominal verificadas nos 4 anos em que o mesmo registou um decréscimo desde 1996 (2009; 2011; 2012; 2020), resultando numa redução média de -3,7%, que arredondámos para -4%. O impacto nas importações abrange importações indiretas (consumos intermédios) e diretas. Para simplificação, foram excluídos alguns ramos do setor terciário, como serviços de administração pública, emprego, educação, saúde e segurança. Os impactos totais correspondem à soma dos impactos por setor.

Fonte: BPI Research, com base nas matrizes input-output presentes nas Contas Nacionais do INE.

respetivas parcelas do PIB), seguidos pelas atividades de consultoria, científicas e afins (-0,18%), construção (-0,17%) e atividades financeiras e de seguros (-0,16%), com uma exposição moderadamente elevada, o que significa que estes setores tendem a basear uma parte relevante das suas receitas e valor acrescentado nos consumidores domésticos. Já as indústrias extrativas (-0,00%); farmacêuticas (-0,01%); informáticas, óticas e afins (-0,02%); madeira, cortiça e afins (-0,02%); metalúrgicas (-0,02%) e outras apresentam uma exposição reduzida, pelo que uma maior especialização em certos ramos intensivos em conhecimento e tecnologia (como o segundo e o terceiro) favorecem uma melhoria da competitividade e simultaneamente servem de amortecedor quanto a choques potenciais que afetem o consumo e o investimento.

As importações das indústrias alimentares e das indústrias das máquinas, equipamentos e material de transporte são particularmente sensíveis a este tipo de choque, visto que dependem fortemente de consumos intermédios importados, como os cereais no primeiro caso e componentes/peças no segundo. Assim, desenvolvimentos adversos na procura interna tendem a ser amortecidos pela redução das importações, mas o contrário também se aplica: quando se verifica um choque positivo, o desempenho destas indústrias tende a ser limitado pela dependência externa.

O segundo gráfico confirma que a exposição económica a um choque na procura externa é consideravelmente inferior: -4% nas exportações associa-se a uma queda de -2,3% no PIB, mitigada por uma redução de -1,7% nas importações (43,1% do choque absorvido pelo conteúdo importado). O comércio (-0,21%); as atividades de consultoria, científicas e afins (-0,20%); transporte e armazenagem (-0,19%); indústrias têxteis (-0,17%) e máquinas, equipamentos e material de transporte (-0,17%) são os segmentos mais sen-

síveis, enquanto o alojamento e restauração (-0,02%); indústrias extrativas (-0,02%); farmacêuticas (-0,03%); químicas e petroquímicas (-0,04%) e a construção juntamente com atividades imobiliárias (-0,04%) são os menos sensíveis. Note-se que algumas atividades estão expostas tanto a choques na procura interna como na externa (comércio; atividades de consultoria, científicas e afins, o que enfatiza o contributo das exportações de serviços), enquanto outras são relativamente insensíveis a ambas (indústrias extrativas; farmacêuticas). Algumas têm ainda uma exposição naturalmente concentrada na procura interna (atividades imobiliárias; construção; alojamento e restauração) e outras na procura externa (borracha, plástico e minerais não metálicos; metalurgia).

Os dados confirmam que uma proporção substancial das exportações de bens e serviços depende de conteúdos importados, nomeadamente em algumas indústrias como as das máquinas, equipamentos e material de transporte (automóvel); químicas e petroquímicas e dos produtos informáticos, óticos e afins. Estes segmentos, integrados nas cadeias de abastecimento globais, dependem significativamente de *inputs* oriundos do exterior, encontrando-se também expostos a choques na inflação importada.

O terceiro gráfico mostra uma relação positiva entre o contributo de cada principal setor para o crescimento económico⁵ entre 2010 e 2023 e a respetiva sensibilidade à procura final (interna e externa) medida pelo multiplicador, o que por um lado sugere benefícios em períodos de expansão, mas por outro evidencia que a economia portuguesa se encontra fundamentalmente exposta a choques na procura. Concretamente, as atividades que mais contribuíram para o crescimento e que possuem um peso estrutural no PIB, nomeadamente o comércio e o imobiliário (representavam cerca de 20% do PIB em 2023), são também as mais

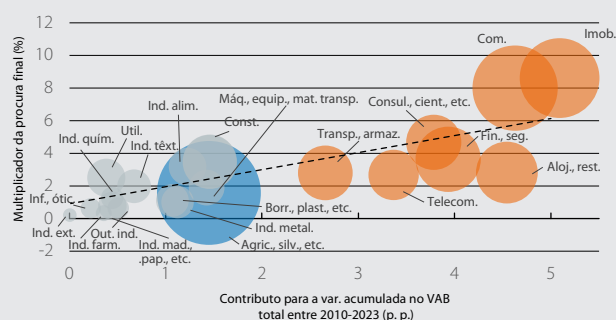
5. Aqui medido pelo somatório dos VAB ao invés do PIB.

expostas a choques na procura. Já a generalidade das indústrias e o setor primário, que tendem a apresentar um multiplicador mais baixo, não têm contribuído de forma comparativamente relevante para o crescimento. Assim, este modelo propõe uma maior diversificação da estrutura produtiva, de modo a diminuir a concentração nos serviços, a encontrar novos focos de competitividade (nomeadamente indústrias de alta tecnologia) e a reduzir a exposição a choques adversos na procura agregada.

Vale a pena recordar que esta análise pode sofrer de algumas inconsistências devido ao desfasamento das variáveis abrangidas. As últimas matrizes IO referem-se a 2017, período no qual as condições económicas (por exemplo, taxas de juro e mercado de trabalho) não correspondiam às verificadas no pós-pandemia.

Tiago Miguel Pereira

Relação entre multiplicadores da procura final e contributos para o crescimento por setor



Nota: Os multiplicadores referem-se a 2017, pelo que a análise se pode encontrar relativamente desfasada devido às diferenças em termos de timing de divulgação. O tamanho das bolhas refere-se ao peso do respetivo VAB no PIB nominal em 2023. As bolhas a azul referem-se ao setor primário; a cinza ao setor secundário e a laranja ao setor terciário. Por simplicidade, foram excluídos alguns ramos do setor terciário considerados menos relevantes economicamente, como serviços de administração pública, emprego, educação, saúde e segurança.

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

Indicadores de atividade e emprego

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

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	04/26	05/26	06/26
Índice coincidente para a atividade	2,0	2,0	2,0	2,3	2,2	...	1,9	1,7	...
Indústria									
Índice de produção industrial	0,8	0,7	3,3	0,6	0,4	...	0,0	-2,3	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-6,2	-4,0	-3,2	-2,9	-2,1	-3,6	-2,8	-3,5	-4,4
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	6,5	21,4	9,1	16,9	...	...	5,6	...	...
Compra e venda de habitações	14,5	15,5	3,8	-4,7	-8,7	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária)	8,5	17,4	18,2	18,4	17,5	...	16,5	17,1	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	6,3	1,9	2,6	1,9	2,2	...	1,8	1,8	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	5,5	10,1	11,6	7,7	6,0	8,2	7,9	8,3	8,5
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	3,3	5,3	5,8	5,3	4,4	...	5,2	3,2	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,8	3,4	3,1	3,2	3,0	...	2,5	2,0	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-18,0	-16,2	-16,2	-15,2	-16,2	-25,6	-23,9	-27,1	-25,9
Mercado de trabalho									
População empregada	1,2	3,2	3,7	3,7	2,3	...	2,4	2,8	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,4	6,0	5,8	5,8	6,1	...	5,7	5,5	...
PIB	2,2	1,9	2,2	1,9	2,3	...	-	-	-

Preços

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

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	04/26	05/26	06/26
Inflação global	2,4	2,3	2,6	2,2	2,2	3,3	3,3	3,3	3,2
Inflação subjacente	2,5	2,2	2,3	2,1	1,9	2,3	2,2	2,2	2,5

Setor externo

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

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	04/26	05/26	06/26
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	2,0	0,6	2,0	0,6	-3,0	...	-1,2	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	2,0	4,1	6,7	4,1	3,1	...	3,7	...	...
Saldo corrente	6,5	3,8	3,0	3,8	3,0	...	3,1	...	...
Bens e serviços	6,4	3,7	3,5	3,7	2,8	...	2,6	...	...
Rendimentos primários e secundários	0,1	0,1	-0,5	0,1	0,2	...	0,5	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	9,6	8,3	7,0	8,3	7,3	...	7,6	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	04/26	05/26	06/26
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	7,5	5,4	6,3	5,4	6,4	...	6,9	6,6	...
À ordem	-0,3	8,1	8,6	8,1	7,9	...	7,4	7,3	...
A prazo e com pré-aviso	15,3	3,1	4,3	3,1	5,1	...	6,5	6,0	...
Depósitos das Adm. Públicas	26,7	28,7	-0,5	28,7	20,4	...	15,2	10,9	...
TOTAL	7,9	6,0	6,1	6,0	6,9	...	7,2	6,7	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	1,9	6,6	5,8	6,6	7,7	...	8,0	7,8	...
Empresas não financeiras	-1,0	2,6	2,2	2,6	4,3	...	4,9	4,2	...
Famílias - habitação	3,0	9,3	8,0	9,3	9,8	...	10,1	10,2	...
Famílias - outros fins	5,4	7,0	6,9	7,0	8,4	...	8,3	8,2	...
Administrações Públicas	0,6	6,4	4,8	6,4	3,2	...	2,7	4,6	...
TOTAL	1,9	6,6	5,7	6,6	7,5	...	7,8	7,7	...
Taxa de incumprimento (%)²	2,4	2,1	2,3	2,1	2,1	...	-	-	-

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

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

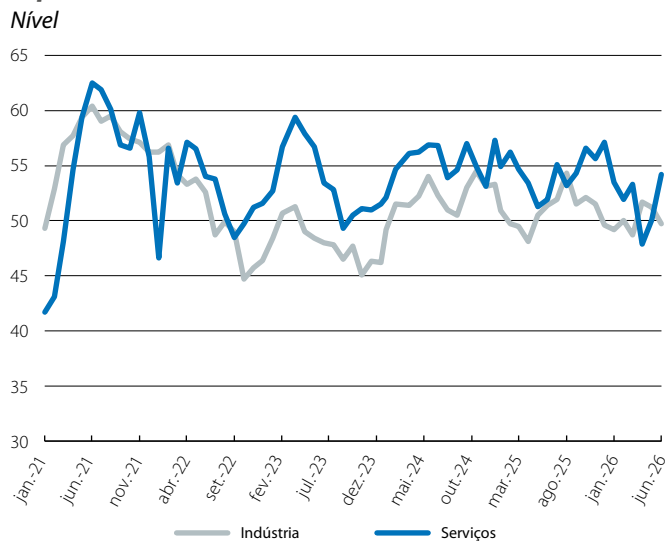
A economia espanhola numa encruzilhada: desaceleração ou recuperação?

A melhoria das perspectivas em relação ao conflito entre os EUA e o Irão atenua os sinais precoces de desaceleração da economia espanhola. Quatro meses após o início do conflito, já no mês passado começaram a surgir sinais que indicavam que o ritmo de crescimento da economia poderia estar a ser afetado pelas implicações do conflito no mercado energético, na confiança e nas condições financeiras. Contudo, a reabertura parcial do Estreito de Ormuz, na sequência do recente acordo assinado entre os EUA e o Irão, contribuiu para aliviar, em grande medida, as tensões nos mercados energéticos, o que alivia a pressão que se tem vindo a acumular sobre a economia e afasta o «fantasma» da desaceleração.

Os indicadores de atividade registaram uma tendência ascendente em relação ao mês anterior. No que diz respeito ao consumo – o setor que poderia ser mais afetado pelo impacto do aumento da inflação –, assistimos a um bom desempenho em maio. O índice do comércio a retalho registou uma subida de 0,6% em termos homólogos e recuperou parte do terreno perdido devido aos maus resultados de abril (-1,5%), ainda que a média de abril e maio continue a situar-se 0,5% abaixo da média do 1T. Além disso, nesse mesmo mês, a produção industrial registou um forte crescimento, de tal forma que a taxa homóloga acelerou de 2,3% para 3,4%. Por outro lado, os dados relativos ao setor do turismo são muito positivos. Em maio, as chegadas de turistas internacionais registaram um crescimento de 9,5% e 10,9% em termos homólogos, em comparação com os 1,2% e 4,6% registados em maio do ano passado. Este bom desempenho está em consonância com a perspectiva de que o setor turístico espanhol deverá beneficiar do conflito no Médio Oriente, devido ao redirecionamento dos fluxos turísticos, e aponta para uma época alta recorde. Por fim, o PMI composto registou uma forte recuperação em junho, atingindo os 53,3 pontos (50,1 no mês anterior), muito acima do limiar que indica estagnação (>50 pontos) e o valor mais elevado desde dezembro de 2025. No seu conjunto, e tendo em conta os dados do mercado de trabalho que comentamos a seguir, o quadro de indicadores sugere que o crescimento do PIB no 2T 2026 poderá situar-se acima dos 0,3% em cadeia previstos no nosso cenário.

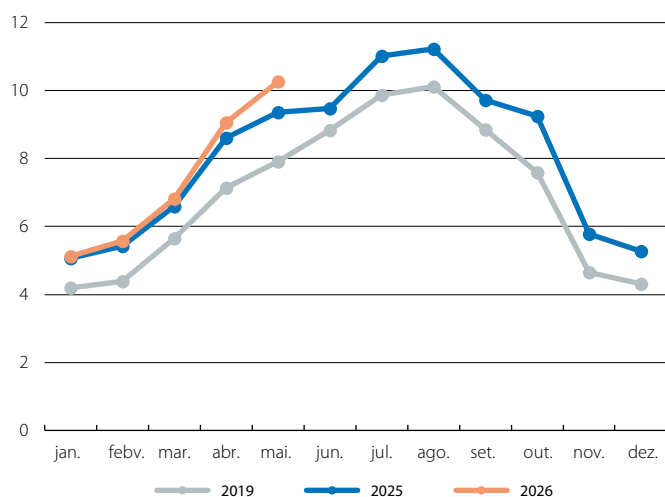
O mercado de trabalho encerra o 2T com um forte crescimento do número de inscritos devido ao efeito da regularização, ainda que, mesmo sem esse efeito, o ritmo de crescimento se mantenha dinâmico. No conjunto do 2T, e em comparação com a média de inscritos do 1T, o número de inscritos aumentou em cerca de 595.000 pessoas, um valor superior às 540.000 registadas na média dos 2T entre 2023 e 2025. Porém, segundo o Governo, foram inscritos cerca de 160.000 afiliados devido ao processo de regularização, pelo que a varia-

Espanha: índices PMI



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

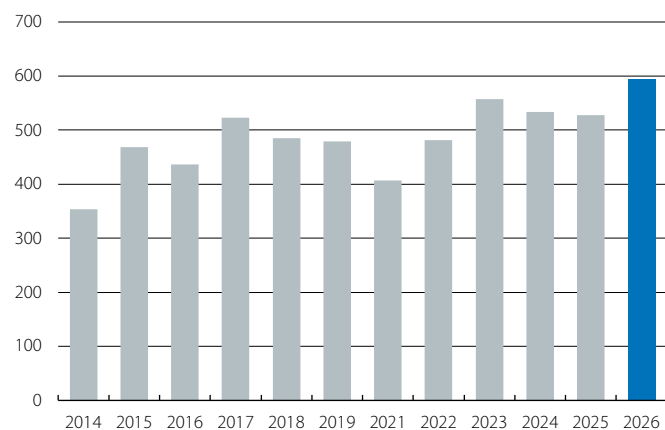
Espanha: chegada de turistas internacionais (Milhões de pessoas)



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

Espanha: inscritos na Segurança Social no 2T do ano*

Variação em cadeia (milhares de pessoas)



Nota: * Série bruta.

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

ção em cadeia, excluindo o efeito da regularização, é de cerca de 435.000 inscritos, um valor ligeiramente inferior ao habitual neste trimestre. Em termos sazonalmente ajustados, estimamos que o valor corrigido represente um crescimento em cadeia do número de inscritos no 2T de 0,5%, um ritmo dinâmico que coincide com o ritmo de crescimento do trimestre anterior.

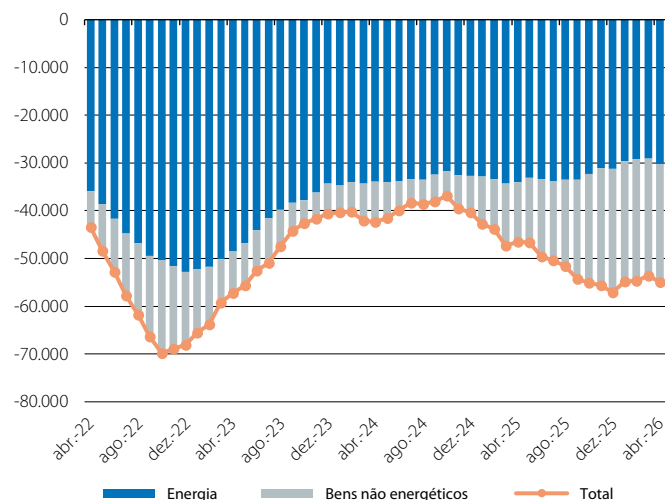
O aumento dos preços da energia começa a refletir-se nos dados relativos ao comércio externo, mas não interrompe a trajetória de melhoria do saldo comercial desde o início do ano. Em abril, o déficit comercial situou-se nos 5.172 milhões de euros, face aos 3.882 milhões do ano anterior, devido ao crescimento mais acentuado das importações, de 8,7% em termos homólogos, do que o das exportações, de 5,8%. Este aumento foi impulsionado pelo forte crescimento das importações de produtos energéticos (+32,2%), motivado sobretudo pelo aumento dos preços. Apesar da deterioração devido à componente energética em abril, o saldo comercial acumulado entre janeiro e abril apresenta um déficit de 16.850 milhões de euros, inferior ao registado no mesmo período de 2025, que foi de 18.982 milhões. É de prever, contudo, que os dados a publicar relativos a maio e junho continuem a revelar uma deterioração do saldo energético, o que prejudicará a evolução do saldo comercial.

A inflação em junho mantém-se estável nos 3,2%, mas começa a refletir os efeitos da queda dos preços da energia. Não obstante a retirada das medidas de apoio fiscal às faturas de gás e eletricidade em junho, a inflação do componente energético praticamente não acelerou em relação ao mês anterior. Isto foi possível graças à acentuada correção dos preços dos combustíveis nos postos de abastecimento, reflexo da queda do preço do petróleo nos mercados internacionais. Por sua vez, ainda que a inflação subjacente tenha recuado 1 décima, mantém-se elevada, nos 3,1%, devido, em grande medida, à componente dos serviços, influenciada pelas rubricas de transportes, em particular os transportes aéreos, as mais diretamente afetadas pelo aumento do preço da energia nos últimos meses. Olhando para os próximos meses, é provável que assistamos a um aumento da inflação devido à retirada gradual das ajudas fiscais sobre os combustíveis, mas, em qualquer caso, a queda do preço dos futuros do petróleo aponta para que a trajetória da inflação para o resto do ano seja inferior à que prevíamos antes do acordo entre os EUA e o Irão.

No período que antecedeu o conflito no Irão, a taxa de poupança das famílias permanecia elevada. No acumulado de quatro trimestres, a taxa de poupança das famílias situou-se, no 1T 2026, em 11,8%, apenas 0,2 p. p. abaixo do valor registado no mês anterior e muito acima da média entre 2015 e 2019, de 7,3%. Esta elevada taxa de poupança proporciona uma reserva que permite às famílias fazer face ao aumento da inflação que se verificou ao longo do 2T. Se irão ou não recorrer a essa reserva, é uma questão ainda em aberto. De momento, a ligeira deterioração observada nos indicadores relacionados com o consumo sugere que é possível que as famílias tenham optado por proteger a sua reserva e ajustar as suas decisões de consumo.

Espanha: balança comercial de bens

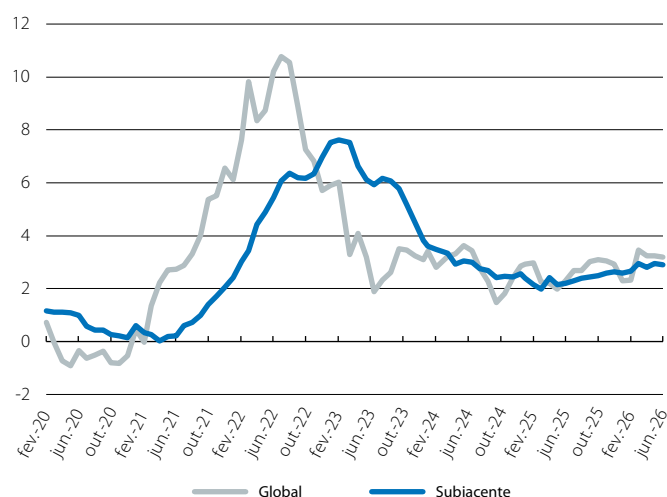
Milhões de euros (acumulado de 12 meses)



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

Espanha: IPC

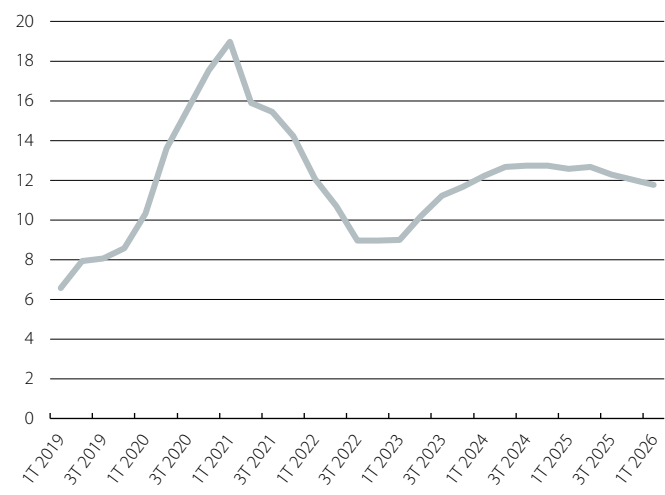
Variação homóloga (%)



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

Espanha: taxa de poupança das famílias

(% do rendimento bruto disponível)*



Nota: * Acumulado de quatro trimestres.

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

Indicadores de atividade e emprego

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	04/26	05/26	06/26
Indústria									
Índice de produção industrial	0,4	1,3	1,3	2,4	1,8	0,5	2,3	3,4	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-4,9	-4,8	-5,3	-5,0	-3,9	-3,2	-4,9	-4,1	-3,2
PMI das indústrias (valor)	52,2	50,9	50,0	52,6	51,1	49,3	51,7	51,2	49,7
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	16,7	8,8	14,8	7,9	8,8	...	...	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	9,7	11,5	22,9	18,7	11,5	5,6	5,3	...	...
Preço da habitação	8,4	12,7	12,7	12,8	12,9	12,9	...	...	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	10,1	3,2	6,3	4,3	3,2	2,7	2,3	3,1	...
PMI dos serviços (valor)	55,3	54,5	52,2	54,2	56,4	52,9	47,9	50,1	54,2
Consumo									
Vendas a retalho ¹	1,7	4,3	5,3	4,4	4,1	3,3	0,6	1,3	...
Matrículas de automóveis	7,2	12,9	13,8	16,9	8,0	7,6	8,4	-0,8	7,8
Indicador do sentimento económico (valor)	103,1	103,1	102,3	102,7	104,3	105,1	102,7	102,6	103,3
Mercado de trabalho									
População empregada ²	2,2	2,6	2,7	2,6	2,8	2,4	...	...	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	11,3	10,5	10,3	10,5	9,9	10,8	...	...	...
Inscritos na Segurança Social ³	2,4	2,3	2,2	2,3	2,4	2,3	2,4	2,5	2,8
PIB	3,5	2,8	2,9	2,7	2,6	2,7	...	...	...

Preços

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	04/26	05/26	06/26
Inflação global	2,8	2,7	2,2	2,8	3,0	2,7	3,2	3,2	3,2
Inflação subjacente	2,9	2,3	2,3	2,4	2,6	2,7	2,8	3,0	2,9

Setor externo

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	04/26	05/26	06/26
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	0,2	0,7	2,0	0,8	0,7	0,2	1,1	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	0,1	4,6	4,1	4,6	4,6	1,7	2,9	...	...
Saldo corrente	50,7	49,5	48,5	48,2	49,5	48,6	48,0	...	...
Bens e serviços	66,3	64,7	64,0	62,5	64,7	67,1	67,7	...	...
Rendimentos primários e secundários	-15,7	-15,1	-15,5	-14,3	-15,1	-18,6	-19,8	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	68,7	66,9	67,5	66,6	66,9	65,8	65,2	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros⁴

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	04/26	05/26	06/26
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	5,1	4,8	3,9	4,9	4,8	5,5	5,5	5,5	...
À ordem e poupança	2,0	6,7	5,0	7,2	6,7	7,1	6,2	5,9	...
A prazo e com pré-aviso	23,5	-4,7	-1,5	-6,6	-4,7	-2,2	2,1	3,5	...
Depósitos das Adm. Públicas ⁵	23,1	4,9	25,5	7,2	4,9	5,0	8,7	3,1	...
TOTAL	6,3	4,8	5,4	5,1	4,8	5,5	5,8	5,4	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	0,7	3,5	2,6	2,8	3,5	3,8	2,9	3,0	...
Empresas não financeiras	0,4	2,9	2,5	2,3	2,9	3,7	3,7	3,8	...
Famílias - habitação	0,3	3,5	2,3	2,9	3,5	3,7	3,7	3,8	...
Famílias - outros fins	2,3	4,6	3,5	3,7	4,6	4,3	-1,3	-1,5	...
Administrações Públicas	-2,6	10,7	5,3	12,9	10,7	8,1	9,9	8,1	...
TOTAL	0,5	3,9	2,7	3,4	3,9	4,1	3,4	3,3	...
Taxa de incumprimento (%)⁶	3,3	2,7	3,0	2,9	2,7	2,6	2,6	...	...

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

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

ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

Todos os estudos e publicações do BPI estão disponíveis em: www.bancobpi.pt

INFORMAÇÃO MENSAL

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

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

DAILY REPORT

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

PULSO ECONÓMICO

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

NOTAS BREVES

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

FLASH NOTES

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

FICHAS SÍNTESE PAÍS

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



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

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

© Banco BPI, S.A., 2026

© CaixaBank, S.A., 2026

Design e produção: www.cegegglobal.com

