IM11

INFORMAÇÃO MENSAL
NOVEMBRO 2026



ECONOMIAS E MERCADOS INTERNACIONAIS

MERCADOS FINANCEIROS
O que impulsionou a subida global das taxas de juro de longo prazo?

ECONOMIA INTERNACIONAL
Que evolução podemos esperar da taxa de atividade nos EUA e na UE?

Migrações e políticas migratórias: uma visão global

ECONOMIA PORTUGUESA
Radiografia da imigração e a sua relevância na demografia em Portugal

Mais pessoas, mais emprego, mais crescimento: o impacto económico da imigração

Orçamento do Estado 2027: entre a consolidação orçamental de hoje e os desafios estruturais do amanhã

DOSSIER: PERSPETIVAS 2027

Perspetivas económicas internacionais: quanta resiliência mais haverá em 2027?

2027: perspetivas monetárias e implicações orçamentais

Portugal: fundamentos para o crescimento da atividade em 2027

BPI

INFORMAÇÃO MENSAL
Novembro 2026

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

BPI Research (DF-EEF)
www.bancobpi.pt /
https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-mercados/research
deef@bancobpi.pt
Paula Carvalho
Economista Chefe

CaixaBank Research
www.caixabankresearch.com
research@caixabank.com
Enric Fernández
Economista Chefe
José Ramón Díez
Diretor de Economias e Mercados Internacionais
Oriol Aspachs
Diretor de Economia Espanhola
Sandra Jódar
Diretora de Planeamento Estratégico
Adrià Morron Salmeron e Oriol Carreras
Coordenadores da *Informação Mensal*
Javier Garcia-Arenas
Coordenador do Dossier

Data de fecho desta edição:
4 de novembro de 2026

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 PONTOS CHAVE DO MÊS

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *O que impulsionou a subida global das taxas de juro de longo prazo?*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

14 *Que evolução podemos esperar da taxa de atividade nos EUA e na UE?*

17 *Migrações e políticas migratórias: uma visão global*

21 ECONOMIA PORTUGUESA

23 *Radiografia da imigração e a sua relevância na demografia em Portugal*

25 *Mais pessoas, mais emprego, mais crescimento: o impacto económico da imigração*

27 *Orçamento do Estado 2027: entre a consolidação orçamental de hoje e os desafios estruturais do amanhã*

30 ECONOMIA ESPANHOLA

33 DOSSIER: PERSPETIVAS 2027

33 *Perspetivas económicas internacionais: quanta resiliência mais haverá em 2027?*

36 *2027: perspetivas monetárias e implicações orçamentais*

38 *Portugal: fundamentos para o crescimento da atividade em 2027*

Portugal 2027: desafios da economia portuguesa numa nova fase do ciclo

A economia portuguesa aproxima-se de 2027 numa posição relativamente favorável, suportada por fundamentos que se mantêm sólidos, mas confrontada com um contexto internacional mais exigente e com desafios estruturais que continuam por resolver. Depois de vários anos de crescimento acima da média da Zona Euro, impulsionado pela recuperação pós-pandemia, pelo dinamismo do turismo, pela execução dos fundos europeus e pelo forte crescimento do emprego (apoiado pela imigração), o país entra numa nova fase, caracterizada por ritmos de expansão mais moderados e sustentáveis. A capacidade de transformar os ganhos recentes em crescimento duradouro dependerá da combinação entre estabilidade macroeconómica, investimento produtivo, aumento da produtividade e resposta aos desafios demográficos.

O enquadramento macroeconómico permanece construtivo, apesar dos desafios. O menor grau de alavancagem e os níveis de poupança mais elevados do que outrora conferem algum respaldo numa conjuntura em que se perspetiva inflação elevada e aumentos adicionais das taxas de juro. Todavia, o fim do impulso do PRR requer um esforço acrescido do investimento privado e sustentação do investimento público para manter a dinâmica da procura interna, o que não será fácil numa conjuntura externa pautada por múltiplos fatores de incerteza.

Um dos elementos mais positivos da economia portuguesa continua a ser a situação das finanças públicas. A proposta de Orçamento do Estado para 2027 aponta para a manutenção de uma estratégia de prudência orçamental, conciliando algum desagravamento fiscal com a preservação de saldos próximos do equilíbrio e a continuada redução do rácio de dívida pública. Num contexto em que as regras orçamentais europeias recuperam importância, a capacidade de manter contas públicas equilibradas reforça a credibilidade financeira do país, contribui para reduzir a vulnerabilidade a choques externos e cria condições mais favoráveis para o financiamento da economia.

Contudo, a consolidação orçamental não está isenta de desafios. O crescimento das despesas associadas ao envelhecimento da população, nomeadamente nas áreas das pensões, saúde e apoio social, continuará a exercer pressão sobre as contas públicas. Simultaneamente, as medidas de redução da carga fiscal limitam o crescimento das receitas, tornando cada vez mais dependente do crescimento económico a capacidade de manter uma trajetória sustentável para a dívida pública. Neste contexto, o reforço do crescimento potencial da economia assume uma relevância acrescida.

É precisamente nesta dimensão que a evolução demográfica ganha particular importância. Portugal continua a enfrentar um saldo natural negativo, refletindo a combinação entre baixa natalidade e envelhecimento. Nos últimos anos, a imigração assumiu um papel decisivo para compensar esta tendência, tornando-se um dos principais motores do crescimento populacional, do emprego e da atividade económica. O aumento do número de residentes estrangeiros permitiu reforçar a população ativa e atenuar alguns dos constrangimentos associados à escassez de mão-de-obra, contribuindo para sustentar a expansão económica. Estas e outras dimensões desta questão são abordadas em temas incluídos nesta publicação.

Paralelamente, persistem outros fatores de risco que poderão condicionar a evolução económica nos próximos anos. O abrandamento do investimento após o pico associado ao PRR, as incertezas geopolíticas, a persistência de tensões comerciais internacionais e um enquadramento orçamental de menor suporte ao crescimento são elementos que poderão limitar o dinamismo da atividade. Acrescem os desafios estruturais ligados à produtividade, à inovação e à capacidade de mobilizar investimento privado, fatores essenciais para assegurar uma convergência mais rápida com as economias mais avançadas da Zona Euro.

Em suma, 2027 deverá marcar a transição para uma nova etapa da economia portuguesa. Os principais fatores que sustentaram o desempenho recente continuam presentes, nomeadamente a estabilidade macroeconómica, a solidez das finanças públicas, a robustez do mercado de trabalho e o contributo da imigração para a expansão da população ativa (ainda que tendencialmente menor que no passado recente). No entanto, o crescimento tenderá a convergir para ritmos mais próximos do potencial, tornando mais evidente a necessidade de enfrentar desafios estruturais há muito identificados. O sucesso económico da próxima década dependerá menos de fatores extraordinários e mais da capacidade de elevar a produtividade, promover o investimento e transformar os atuais fatores de suporte em ganhos permanentes de competitividade e rendimento. Só assim será possível assegurar um crescimento sustentável, resiliente e capaz de reforçar o bem-estar no longo prazo.

Paula Carvalho
Novembro 2026

Cronologia

OUTUBRO 2026

29 Christine Lagarde anuncia que vai deixar a presidência do BCE antecipadamente a 7 de fevereiro de 2027.

AGOSTO 2026

12 O ano de 2026 registou o período de junho-julho mais quente de sempre na Europa, de acordo com uma análise do Programa Copernicus da UE.

MAIO 2026

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

SETEMBRO 2026

10 O BCE aumentou as taxas de juro em 25 p. b. e situou a *depo* em 2,50%.
16 A Fed aumentou as taxas de juro em 25 p. b., situando o intervalo objetivo dos *fed funds* em 3,75%-4,00%.
18 O Banco do Japão aumentou as taxas de juro em 25 p. b. e situou a taxa de referência em 1,25%.

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.

Agenda

NOVEMBRO 2026

2 Portugal: dívida pública (3T).
4 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (outubro).
Portugal: emprego (3T).
Zona Euro: estimativa rápida do IPC (outubro).
6 Espanha: produção industrial (setembro).
13 Portugal: custo da mão de obra (3T).
16 Japão: PIB (3T).
17 Espanha: comércio externo (setembro).
19 Portugal: balança de pagamentos (setembro).
24 Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (setembro).
27 Espanha: estimativa rápida do IPC (novembro).
Zona Euro: índice de sentimento económico (novembro).
30 Portugal: Contas Nacionais Trimestrais (3T).
Portugal: estimativa rápida do IPC (novembro).

DEZEMBRO 2026

1 Zona Euro: estimativa rápida do IPC (novembro).
2 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (novembro).
Portugal: produção industrial (outubro).
8-9 Comité de Mercado Aberto da Fed.
10 Portugal: comércio internacional (outubro).
17 Espanha: inquérito trimestral do custo da mão-de-obra (3T).
Conselho de Governadores do Banco Central Europeu.
Conselho Europeu.
23 Espanha: contas nacionais trimestrais (3T).
Espanha: balança de pagamentos e PIIL (3T).
Portugal: contas nacionais por setor institucional (3T).
Portugal: preços da habitação (3T).
28 Espanha: créditos, depósitos e incumprimentos (3T).
30 Espanha: estimativa rápida do IPC (dezembro).
Espanha: taxa de poupança das famílias (3T).
Portugal: rácio de incumprimento (3T).
31 Portugal: estimativa rápida do IPC (dezembro).

França na mira

Durante boa parte da última década, governos, empresas e famílias acostumaram-se a viver num mundo de dinheiro barato. Esse mundo parece ter ficado definitivamente para trás. O choque energético, o forte aumento das necessidades de financiamento do setor privado para atender à nova onda de investimentos ligada à IA e o início de um aperto monetário conduzido pelos bancos centrais provocou um deslocamento para cima de toda a curva de taxas de juro. Quando o preço do dinheiro sobe, voltam a ganhar importância questões que, por anos, ficaram em segundo plano: a qualidade dos projetos de investimento, a capacidade de gerar crescimento e, sobretudo, a sustentabilidade das finanças públicas. Nesse processo de transição, aumenta a fragilidade dos países que chegam ao novo cenário com desequilíbrios fiscais estruturais e pouca margem de manobra orçamental. Ao mesmo tempo, condições financeiras mais rigorosas obrigam os investidores a diferenciar, com maior intensidade, projetos, empresas e países. Portanto, taxas de juro mais elevadas não alteram apenas o custo do capital, mas também a sua alocação marginal. De facto, todo o processo de realocação gera vencedores e perdedores.

Neste último grupo, França destaca-se pela negativa. No seu caso específico, convergem três ingredientes que os «vigilantes da dívida» dificilmente podem ignorar: um crescimento potencial medíocre, uma situação fiscal muito delicada e um contexto sociopolítico complexo. O resultado é significativo: aos olhos dos mercados, França está a deixar de ser descontada como um dos países centrais da Zona Euro para passar a integrar o universo que tradicionalmente denominávamos de «periférico». A aritmética explica boa parte dessa transformação. Para estabilizar num horizonte temporal de 10 anos (e com níveis de dívida pública próximos a 120% do PIB), França precisaria de realizar um ajuste no saldo primário, algo que não leva a cabo há décadas. Portanto, não parece estarmos diante de um ataque especulativo dos mercados financeiros, mas sim de uma reorientação estrutural da perceção de risco dentro da Zona Euro. Os mercados não estão a questionar a irreversibilidade do euro (como ocorreu entre 2010 e 2012), mas sim a descontar a capacidade distinta de cada país em lidar com um mundo no qual financiar níveis elevados de dívida voltou a ter um custo.

Desta forma surge, inevitavelmente, a pergunta sobre até onde o BCE deveria ir. Mais especificamente, se em algum momento seria justificado ativar o TPI (instrumento criado em 2022 para permitir a compra de dívida pública quando aumentos injustificados e desordenados dos prémios de risco ameaçam a correta transmissão da política monetária). O TPI surgiu precisamente como um aviso, de forma a demonstrar que o BCE dispõe de ferramentas para conter dinâmicas de fragmentação financeira incompatíveis com o funcionamento de uma união monetária. Contudo, o instrumento não foi concebido para neutralizar qualquer aumento de um prémio de risco e muito menos quando esse aumento decorre de uma deterioração dos fundamentos.

Esta distinção é essencial, tanto para entender o contágio limitado a economias que têm melhorado as suas contas públicas como para contextualizar o caso francês. Neste momento, o aumento do prémio de risco reflete, em grande medida, a deterioração das perspetivas fiscais e a incerteza política. Assim, para que a França possa tornar-se candidata a uma eventual ativação do TPI, tem de acompanhar qualquer apoio monetário com sinais convincentes de consolidação fiscal. Além disso, por agora, não parece haver qualquer urgência sistémica: a deterioração do prémio de risco francês transmitiu-se de maneira limitada aos restantes grandes emissores periféricos.

E essa é, precisamente, a diferença fundamental em relação à crise da dívida soberana de há 15 anos. Naquela época, o problema era a fragmentação da união monetária e a existência de um risco de redenominação que contaminava grande parte da periferia. Agora, o problema é (pelo menos por enquanto) muito mais convencional: distinguir quais os países que estão melhor preparados para suportar um custo de capital estruturalmente mais elevado.

Em suma, França representa o caso típico de estar no lugar errado no momento menos oportuno, uma combinação que a coloca bem na mira dos investidores internacionais. O principal problema francês não é tanto identificar as reformas necessárias, mas sim construir o consenso político e social imprescindível para implementá-las. Uma dificuldade adicional é que França não é apenas mais um país na união monetária. O seu peso económico e, especialmente, a sua centralidade política para o projeto europeu amplificam as implicações de qualquer deterioração prolongada na sua situação fiscal. A boa notícia é que a Europa enfrenta este episódio com uma estrutura institucional muito mais robusta do que em 2011-2012.

Por isso, o jogo dos próximos meses não será, provavelmente, disputado em Frankfurt ou Bruxelas, mas sim em Paris. O BCE pode impedir que uma crise de confiança se transforme numa crise do euro, mas não pode substituir reformas por compras de títulos, nem criar sustentabilidade fiscal a partir do balanço de um banco central. A Europa conta agora com melhores defesas. França precisará de demonstrar que também possui capacidade de reação.

José Ramón Díez

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	4,00	3,50
SOFR 3 meses	3,62	1,01	2,09	4,37	3,71	4,22	3,72
SOFR 12 meses	3,86	1,48	2,39	4,19	3,48	4,22	3,77
Dívida pública 2 anos	3,70	1,04	2,06	4,24	3,51	4,45	3,75
Dívida pública 10 anos	4,69	2,57	2,31	4,40	4,14	5,20	4,60
Euro							
Depo BCE	2,05	0,20	0,61	3,09	2,00	2,75	2,50
Refi BCE	3,05	0,75	1,11	3,24	2,15	2,90	2,65
€STR	–	–0,54	0,52	3,06	1,93	2,68	2,43
Euribor 1 mês	3,18	0,50	0,57	2,89	1,92	2,80	2,53
Euribor 3 meses	3,24	0,65	0,70	2,83	2,05	2,89	2,59
Euribor 6 meses	3,29	0,78	0,87	2,63	2,14	3,11	2,62
Euribor 12 meses	3,40	0,96	1,04	2,44	2,27	3,39	2,65
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,35	0,56	2,02	2,13	3,04	2,40
Dívida pública 10 anos	4,30	1,54	0,72	2,22	2,84	3,30	3,00
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	1,69	0,92	2,26	2,39	3,44	2,91
Dívida pública 5 anos	3,91	2,19	1,07	2,48	2,64	3,59	3,15
Dívida pública 10 anos	4,42	3,17	1,61	2,90	3,28	3,80	3,55
Prémio de risco	11	164	90	68	45	50	55
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	3,33	0,76	2,03	2,16	2,98	2,48
Dívida pública 5 anos	3,96	3,94	0,98	2,15	2,49	3,23	2,85
Dívida pública 10 anos	4,49	4,67	1,52	2,68	3,14	3,70	3,50
Prémio de risco	19	314	81	46	31	40	50
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,12	1,05	1,17	1,17	1,18
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	75,9
Brent (euros/barril)	36,4	62,5	67,0	69,8	52,6	71,8	64,3

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 PIB[1]							
Mundial	4,3	3,3	2,8	3,5	3,5	3,0	3,3
Países desenvolvidos	*2,7*	*1,5*	*1,7*	*1,9*	*1,9*	*1,7*	*1,7*
Estados Unidos	2,7	1,8	2,4	3,0	2,3	2,2	1,9
Zona Euro	2,3	0,9	1,1	1,1	1,3	1,0	1,4
Alemanha	1,6	1,3	0,2	0,0	0,3	1,1	1,1
França	2,3	1,0	1,0	1,4	0,9	0,5	0,9
Itália	1,5	–0,3	1,5	0,6	0,7	0,9	0,8
Portugal	1,5	0,4	1,9	2,7	1,9	2,3	1,9
Espanha	3,6	0,7	1,1	3,7	2,6	2,6	2,0
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	1,3	1,2	1,1
Países emergentes e em desenvolvimento	*6,3*	*4,9*	*3,5*	*4,5*	*4,5*	*3,8*	*4,4*
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	1,9	1,6
México	2,3	1,5	1,1	1,5	0,5	1,3	1,7
Rússia	–	1,4	1,5	4,9	1,0	0,7	1,3
Turquia	5,6	4,6	6,0	3,5	3,7	2,6	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	4,3	3,7
Países desenvolvidos	*2,1*	*1,6*	*3,9*	*2,6*	*2,5*	*3,0*	*2,5*
Estados Unidos	2,7	1,8	4,5	3,0	2,6	3,3	2,3
Zona Euro	2,2	1,4	4,2	2,4	2,1	3,0	2,6
Alemanha	1,7	1,4	4,6	2,5	2,3	2,8	2,5
França	1,9	1,3	3,5	2,3	0,9	2,4	2,3
Itália	2,4	1,4	4,1	1,1	1,6	2,7	2,5
Portugal	3,1	1,1	3,4	2,4	2,3	3,0	2,4
Espanha	3,2	1,3	3,7	2,8	2,7	3,4	2,5
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	3,0	2,7
Países emergentes e em desenvolvimento	*6,9*	*5,6*	*7,3*	*8,0*	*5,2*	*5,6*	*4,8*
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	4,4
México	5,2	4,2	5,6	4,7	3,8	3,8	3,9
Rússia	14,2	7,9	7,4	8,5	8,7	6,0	5,2
Turquia	22,6	9,6	39,5	58,5	34,9	31,5	24,5
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	1,7	0,5	1,5	2,9	3,7	2,9	1,9
Consumo das Adm. Públicas	1,8	0,5	1,5	3,0	3,7	1,7	1,2
Formação bruta de capital fixo	–0,4	–0,7	3,7	4,7	4,3	5,1	1,7
Bens de equipamento	3,3	2,7	6,3	8,0	3,0	–	–
Construção	–1,4	–2,4	3,1	3,0	5,4	–	–
Procura interna (contr. Δ PIB)	1,3	0,0	2,0	3,0	3,9	3,3	1,6
Exportação de bens e serviços	5,3	4,0	3,8	3,4	0,0	3,9	3,4
Importação de bens e serviços	3,6	2,7	3,6	4,1	4,6	5,6	2,4
Produto interno bruto	**1,5**	**0,4**	**1,9**	**2,7**	**1,9**	**2,3**	**1,9**
Outras variáveis							
Emprego	0,4	–0,4	1,4	1,2	3,2	2,4	1,3
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,1	11,4	6,6	6,4	6,0	5,7	5,7
Índice de preços no consumidor	3,1	1,1	3,4	2,4	2,3	3,0	2,4
Saldo Balança Corrente (% PIB)	–9,2	–2,8	–0,7	2,2	1,2	0,4	0,6
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	–7,7	–1,5	0,6	3,3	2,7	2,0	1,5
Saldo orçamental (% PIB)	–4,5	–5,1	–1,9	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	3,1	3,1	3,0	2,1
Consumo das Adm. Públicas	4,5	0,9	3,0	3,3	2,4	2,1	2,2
Formação bruta de capital fixo	5,7	–1,2	0,8	4,9	5,4	4,1	2,5
Bens de equipamento	4,9	0,2	–1,3	3,0	6,1	2,6	2,6
Construção	5,7	–2,6	0,0	5,3	5,0	4,0	2,3
Procura interna (contr. Δ PIB)	4,4	–0,2	0,9	3,3	3,4	2,8	2,1
Exportação de bens e serviços	4,7	2,9	2,4	3,8	2,6	1,0	2,0
Importação de bens e serviços	7,0	0,2	1,9	3,3	5,5	1,9	2,4
Produto interno bruto	**3,6**	**0,7**	**1,1**	**3,7**	**2,6**	**2,6**	**2,0**
Outras variáveis							
Emprego	3,2	–0,5	2,0	2,8	3,1	2,8	1,9
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	3,4	2,5
Custos de trabalho unitários	3,1	0,6	4,1	3,3	4,1	3,8	3,2
Saldo Balança Corrente (% PIB)	–5,8	–0,2	1,2	3,3	3,2	2,0	2,4
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 aversão ao risco prevalece nos mercados

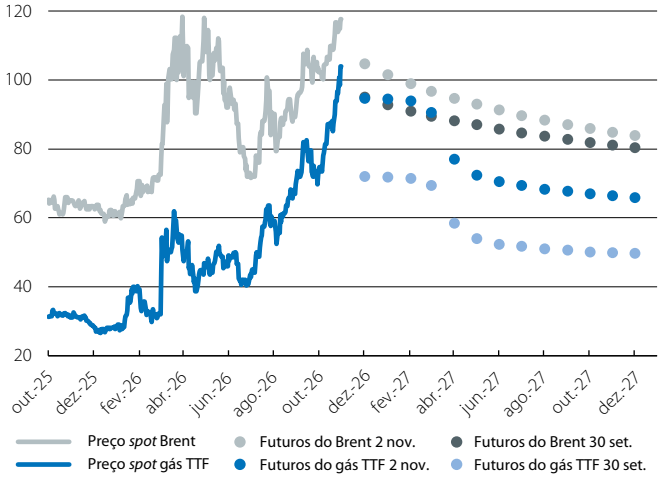
As tensões geopolíticas e a energia marcam um tom cauteloso nos mercados. O conflito no Médio Oriente, com uma intensificação das tensões diretas entre o Irão e a Arábia Saudita, manteve a incerteza quanto ao abastecimento energético global e contribuiu para que o petróleo continuasse a ser cotado acima dos 100 dólares por barril de Brent ao longo de todo o mês. Chegou mesmo a ultrapassar os 115 dólares, marcando novos máximos do ano. Por outro lado, o preço do gás natural TTF registou uma forte subida em outubro, tendo aumentado mais de 40% e aproximando-se dos 100 €/MWh. Adicionalmente, as curvas de futuros do Brent e do gás TTF para os próximos trimestres registaram uma subida, refletindo uma revisão das expectativas do mercado face ao persistente risco de perturbações no abastecimento. Além disso, os investidores enfrentaram um novo episódio de dúvidas quanto à sustentabilidade e à rentabilidade dos investimentos associados à IA, num contexto de condições financeiras restritivas. Na Europa, registou-se ainda um aumento da aversão ao risco perante a persistência dos riscos orçamentais em França, o que provocou um forte alargamento do prémio de risco soberano francês, algum contágio ao prémio italiano e um impacto limitado sobre os prémios de Espanha e Portugal. Neste contexto, o BCE e a Fed decidiram manter as suas taxas de juro, mas sinalizaram uma trajetória de política monetária restritiva.

A aversão ao risco exerce pressão em baixa sobre as taxas de juro da dívida soberana. Apesar do aumento dos preços da energia, as rendibilidades da dívida pública norte-americana e alemã recuaram, refletindo a aversão ao risco perante a incerteza geopolítica e as dúvidas quanto às avaliações bolsistas associadas ao setor tecnológico e à IA. A rendibilidade dos *treasuries* a 10 anos atingiu o seu máximo no início do mês, situando-se nos 5,30% (nível não observado desde 2002), tendo posteriormente recuado para valores próximos dos 5,0%, uma descida de mais de 30 p. b. face ao fecho de setembro (apesar de, no acumulado do ano, ainda registe uma subida de cerca de 80 p. b.). A Alemanha, no entanto, registou uma descida das suas taxas, com a rendibilidade do *bund* a 10 anos a descer mais de 20 p. b. Em outubro, no Reino Unido, as *yields* soberanas atingiram o seu nível mais elevado em quase 20 anos, tendo vindo a descer nas últimas semanas, com uma aceitação relativamente favorável das projeções e dos orçamentos públicos apresentados pelo Governo.

Aumento dos prémios de risco na Europa, com as tensões a concentrarem-se em França. Os mercados de dívida soberana da Zona Euro passaram por um momento de tensão em torno das contas públicas da França. Mais concretamente, a elevada dívida pública francesa e as dificuldades políticas para a ajustar, num contexto de um Parlamento fragmentado e na véspera das eleições presidenciais na primavera, levaram a que as obrigações do tesouro (OAT) a 10 anos ultrapassassem o limiar dos 5%, enquanto o prémio de risco continuou a aumentar e, após atingir níveis nunca observados desde a crise da dívida soberana europeia, chegou a ultrapassar os 170 p. b. (registou uma ligeira moderação no final do mês, depois de a agência de notação Moody's ter mantido a notação de crédito da França em Aa3). Neste contexto, no âmbito do Eurosistema, tanto a presidente do BCE, Christine Lagarde, como o governador do Banco de França salientaram que cabe às autoridades francesas corrigir os desequilíbrios orçamentais, sugerindo que, atualmente,

Petróleo e gás natural: preço

(Dólares por barril e euros por MWh)

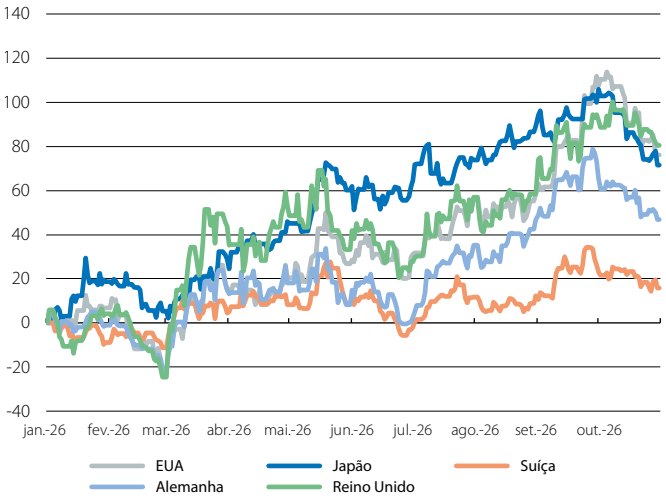


Nota: *Os futuros do Brent e do gás TTF correspondem a contratos com vencimento a dois meses e a um mês, respetivamente.*

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

Taxas de juro soberanas a 10 anos

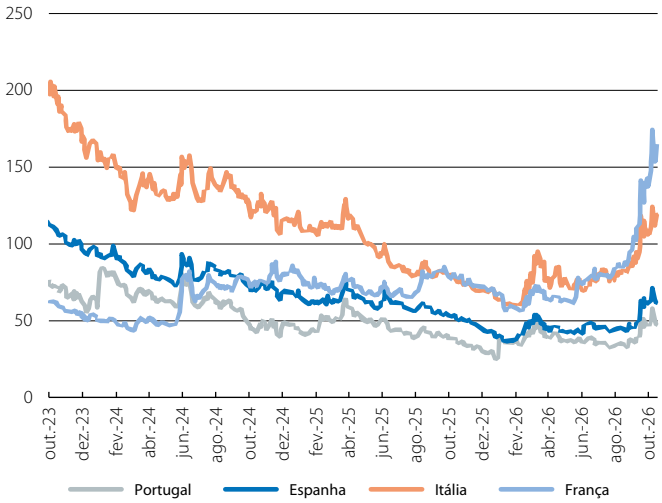
Variação acumulada no ano (p. b.)



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

Prémio de risco a 10 anos

(p. b.)



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

não estão reunidas as condições para uma intervenção do BCE. O efeito de contágio sobre os restantes prémios de risco da Zona Euro foi moderado, com o prémio de risco italiano a situar-se em cerca de 120 p. b. (claramente abaixo dos níveis atingidos em 2023), enquanto os prémios de Espanha e Portugal aumentaram menos de 10 p. b. e mantiveram-se próximos dos mínimos desde 2009.

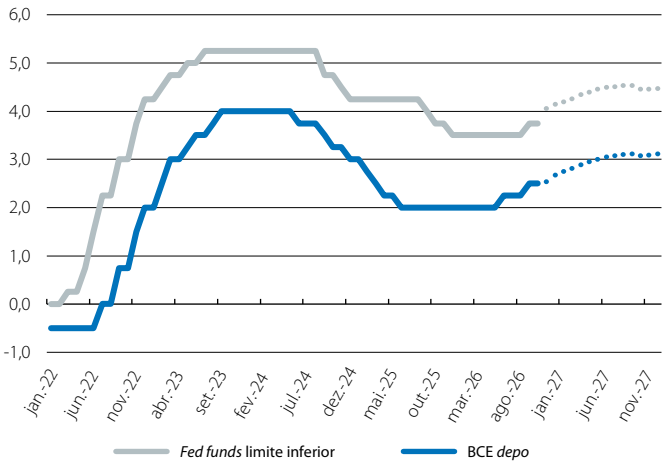
O BCE e a Fed mantêm as suas taxas de juro inalteradas, mas apontam para futuras subidas. Conforme previsto, tanto o BCE como a Fed decidiram manter as suas taxas de juro nas suas reuniões de outubro. O BCE manteve a taxa *depo* nos 2,50%, numa decisão unânime, argumentando que o contexto continua a ser compatível com um aumento gradual da restritividade da política monetária. Tendo em conta as condições financeiras mais restritivas e o facto de os dados relativos à inflação subjacente se terem mantido moderados até ao momento, o BCE optou por aguardar até dispor de mais informações antes de tomar novas medidas. Com exceção da mensagem sobre a política monetária, o principal foco de atenção foi o anúncio de que Christine Lagarde deixará a presidência do BCE no início de fevereiro (cerca de oito meses antes do fim do mandato). Por sua vez, a Fed manteve os *fed funds* no intervalo de 3,75%-4,00%, embora tenha havido dois votos dissidentes a favor de aumentar as taxas em 25 p. b. O presidente Warsh salientou o desejo de recolher mais informações antes de avaliar ajustamentos adicionais na política monetária, embora tenha reconhecido que a inflação continua demasiado elevada e tenha destacado a solidez da economia norte-americana. Apesar da pausa, os mercados continuaram a prever, como cenário mais provável, um aumento das taxas de juro nas reuniões de dezembro da Fed e do BCE. Além disso, as expectativas do mercado apontam para uma prolongação do ciclo de aperto monetário em 2027, com dois aumentos adicionais de 25 p. b. por parte do BCE e um aumento adicional por parte da Fed.

Dúvidas sobre a IA pesam sobre a bolsa. Os mercados de rendimento variável revelaram-se voláteis durante o mês de outubro, um mês marcado pelo início da época de divulgação dos resultados do 3T e em que o foco dos investidores esteve nas grandes empresas tecnológicas. Não obstante os resultados sólidos, de um modo geral, os mercados demonstraram apreensão face ao *boom* do investimento em IA e à capacidade das empresas de gerar retornos suficientes que justifiquem os elevados custos associados a estas iniciativas. Este último facto pesou sobre as cotações bolsistas durante a segunda metade do mês, com quedas nos setores tecnológico e dos semicondutores, que se refletiram em vários índices bolsistas. Como resultado, o Nasdaq 100 registou uma queda de cerca de 6% em outubro, enquanto o S&P 500, menos exposto a estes setores, registou uma queda inferior a 1%. Na Europa, o desempenho foi mais favorável, com o STOXX 600 a registar uma subida de cerca de 2% no mês, apoiado por setores com menor exposição ao tema da IA. Por países, o DAX alemão encerrou o mês de outubro em alta, enquanto o CAC 40 francês conseguiu terminar praticamente estável (+0,1%), apesar das preocupações persistentes em torno da situação orçamental do país.

O dólar, instável face às principais moedas. As tensões em torno da dívida francesa pesaram sobre o euro, que se desvalorizou cerca de 1% face ao dólar e oscilou entre os 1,11 e os 1,12 dólares. Em contrapartida, a libra esterlina valorizou-se mais de 1% face ao dólar e o iene encerrou o mês relativamente estável. Entre as moedas emergentes, destacou-se a volatilidade do real brasileiro, condicionada pela incerteza associada ao processo eleitoral presidencial, que culminou com a vitória de Lula da Silva.

Fed e BCE: taxas de juro de referência

(%)

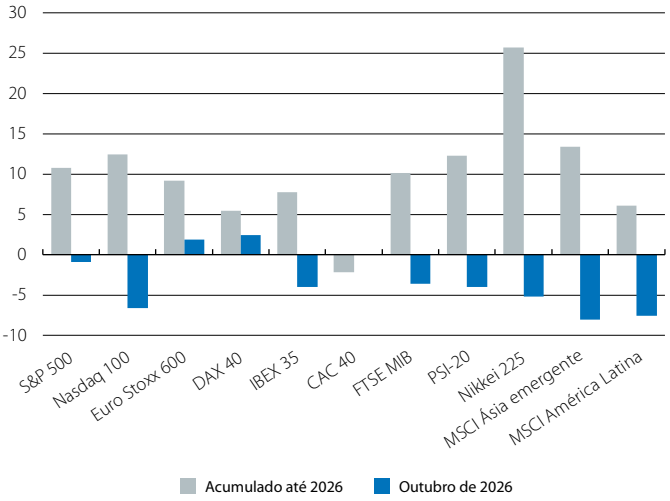


Nota: *As linhas a tracejado representam as taxas* forwards *para a Fed e o BCE em 3 de novembro de 2026.*

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

Índices bolsistas

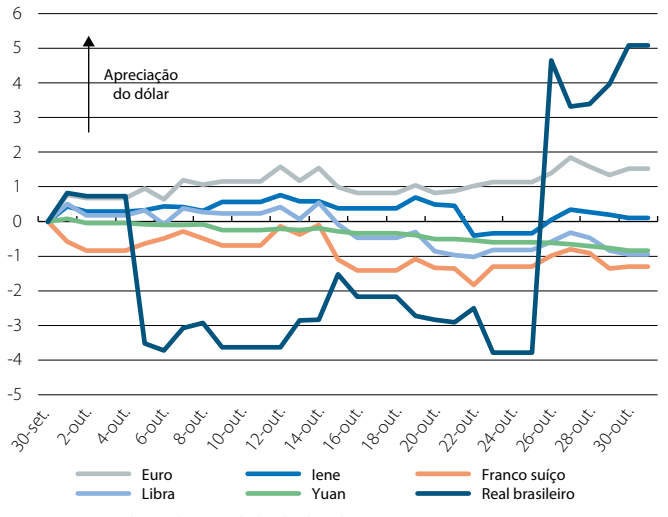
Variação acumulada (%)



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

Evolução das moedas em relação ao dólar

(%)



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

O que impulsionou a subida global das taxas de juro de longo prazo?

Desde o início do ano, as taxas de juro da dívida soberana aumentaram de forma generalizada nas principais economias desenvolvidas, com uma subida particularmente acentuada nos prazos mais longos. A sincronização entre os EUA, a Europa e o Japão aponta para a influência de forças globais, para além dos fatores orçamentais ou institucionais específicos de cada país. Embora o conflito entre os EUA e o Irão tenha intensificado o movimento, a tendência é observada desde o final de 2024.

A natureza desta recuperação é importante porque as suas possíveis explicações têm implicações económicas muito diferentes. Uma interpretação atribui-o a expectativas de inflação mais elevadas ou a uma perda de confiança na sustentabilidade das finanças públicas. Outra, especialmente nos EUA, associa as taxas reais mais elevadas a melhores perspetivas de crescimento decorrentes da implementação da inteligência artificial (IA) e a um possível aumento da taxa de juro neutra. Uma terceira explicação, a meio caminho entre as duas anteriores, relaciona as maiores necessidades de investimento público e privado com uma base de investidores mais sensível ao preço, que exige uma maior rendibilidade para as financiar. Embora as três desempenhem algum papel, esta última explicação parece ser a mais influente.

As taxas reais, protagonistas do movimento

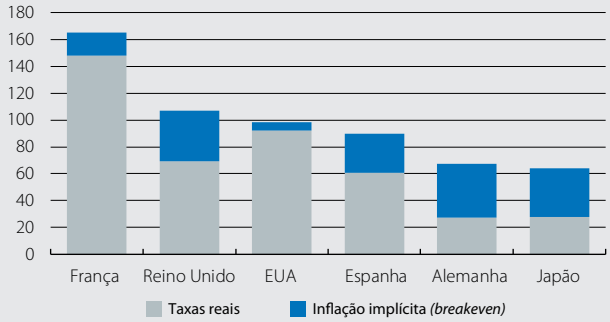
A subida das taxas de juro de longo prazo não se explica principalmente por um aumento das expectativas de inflação, embora o seu contributo varie entre países e fases do conflito. Desde o início, as taxas reais explicam aproximadamente 93 dos cerca de 100 pontos base em que a taxa de juro norte-americana a 10 anos aumentou. A Alemanha e o Japão apresentam uma composição mais equilibrada, mas a compensação pela inflação, apesar de ter ganho relevância nas últimas semanas, também não é o principal fator explicativo da tendência, nem desde o início do ano nem desde o final de 2024.

Mais do que uma crise generalizada de confiança na dívida soberana

Este aumento também não parece dever-se, principalmente, a uma crise generalizada de confiança nas finanças públicas. Esta evolução generalizada afeta economias com situações orçamentais muito diferentes e não se limita àquelas que apresentam as trajetórias da dívida mais preocupantes. Embora a Suíça constitua uma exceção notável, com um aumento muito menor e uma situação orçamental favorável, outras economias com contas públicas sólidas e para as quais não se prevê uma deterioração significativa, como a Dinamarca ou a Noruega, foram igualmente afetadas, uma vez que se encontram mais expostas a fatores comuns, tais como o ciclo monetário europeu ou as maiores necessidades de despesas relacionadas com a geopolítica e a defesa.

Evolução da rendibilidade da dívida soberana a 10 anos

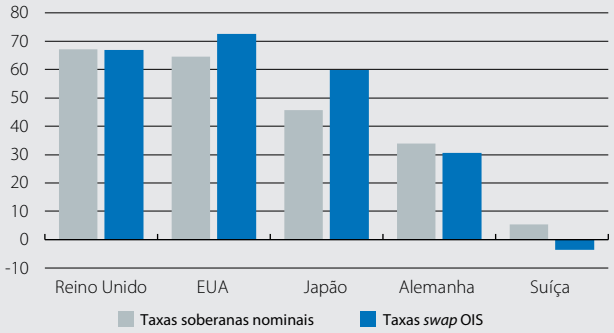
Variação desde o início do conflito no Irão (27 de fevereiro de 2026) até 26 de outubro de 2026 (p. b.)



Notas: *A taxa real é uma taxa implícita, calculada com base na curva das obrigações soberanas indexadas à inflação. A inflação implícita (*breakeven*) é obtida, por sua vez, como a diferença entre a taxa nominal de vencimento comparável e esta taxa real implícita.*
Fonte: *BPI Research, com base em dados da Bloomberg.*

Evolução das taxas de juro a 30 anos

Variação desde o início do conflito no Irão (27 de fevereiro de 2026) até 26 de outubro de 2026 (p. b.)



Nota: *O* swap *OIS a 30 anos é a taxa fixa trocada pela taxa de juro overnight (muito próxima da taxa de intervenção) capitalizada ao longo de 30 anos. Reflete as expectativas relativamente às taxas de juro de curto prazo ao longo deste horizonte, juntamente com o prémio de prazo, e apresenta um risco de crédito mínimo.*
Fonte: *BPI Research, com base em dados da Bloomberg.*

A evolução dos *swaps* confirma que uma parte substancial desta tendência reflete um aumento generalizado do custo do capital a longo prazo e não apenas um aumento do prémio de risco soberano. Desde o final de fevereiro, o *swap* OIS a 30 anos aumentou cerca de 70 p.b. em dólares, face a cerca de 65 p.b. do *treasury* equivalente. No Reino Unido, as taxas swap OIS subiram praticamente o mesmo que o *gilt*, enquanto, na Zona Euro, a taxa *swap* OIS avançou cerca de 30 p. b., aproximadamente 5 p. b. abaixo do *bund*.

Os riscos orçamentais específicos de cada país parecem, de facto, explicar as diferenças na magnitude da subida das taxas de juro. França é o exemplo mais claro: para além do

aumento generalizado das taxas de longo prazo, desde o início de 2023, e num contexto de QT, o diferencial soberano francês a 10 anos face ao *swap* OIS europeu alargou-se cerca de 170 p. b., contra cerca de 115 p. b. em relação ao *bund*. Isto reflete tanto um prémio associado à situação orçamental e política francesa como a redução do prémio de escassez da dívida alemã, à medida que o BCE reduz as suas posições em obrigações do Tesouro.

Por que razão subiram, então, as taxas reais?

Uma parte da subida reflete as expectativas de manutenção das taxas de juro diretoras em níveis mais elevados durante mais tempo. Entre setembro de 2024 e o início de 2026, a subida das taxas concentrou-se relativamente mais nos prazos longos, o que aponta para fatores estruturais. No entanto, com o conflito no Irão e o choque energético, os prazos curtos também foram ajustados com intensidade: se, no início do ano, os mercados antecipavam cortes das taxas de juro, agora incorporam nas cotações várias subidas adicionais, o que exerce pressão em alta sobre as taxas de juro isentas de risco ao longo de toda a curva de rendimentos.

No entanto, no caso dos EUA, uma das análises da rendibilidade dos *treasuries* a 10 anos realizada pela Reserva Federal[1] confirma que a revisão das taxas sem risco esperadas não explica todo o movimento. Desde o início do conflito no Irão, em março, pouco mais de 40% do aumento da rendibilidade dos *treasuries* a 10 anos seria explicado pela subida das taxas de juro reais de curto prazo esperadas, enquanto cerca de 30% resultaria de um aumento do prémio de prazo real. Ou seja, as expectativas quanto à evolução da política monetária explicam apenas ligeiramente mais do que a maior compensação pelo risco de duração exigida pelos investidores.

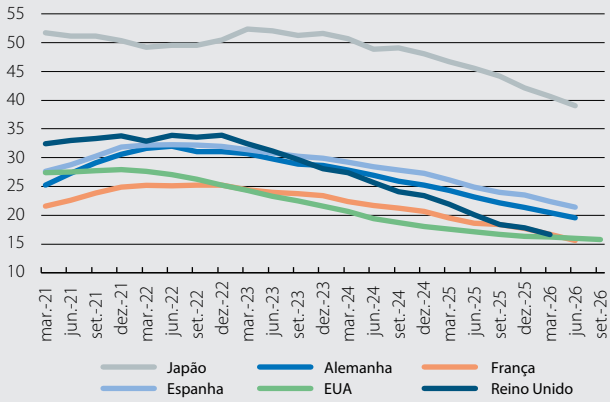
Uma segunda explicação para o aumento das taxas reais provém da maior procura mundial de capital para investimento. Nos Estados Unidos, por exemplo, o consensus da Bloomberg prevê que o investimento privado real cresça praticamente 5% em 2026 e 2027, face aos 3,1% registados em 2025. Prevê-se que só as empresas tecnológicas mais envolvidas no desenvolvimento de infraestruturas para a IA, as chamadas *hiperescaladoras*, invistam cerca de 800 mil milhões de dólares em 2026 e mais de 1,1 biliões de dólares em 2027 (2,4% e 3,4% do PIB nominal previsto para cada ano, respetivamente).

Este grande investimento não implica necessariamente que a taxa neutra tenha aumentado de forma permanente: as expectativas de rendibilidades futuras elevadas podem incentivar o investimento antes de os efeitos da tecnologia sobre a produtividade se tornarem visíveis, aumentando a concorrência pela poupança e, consequentemente, as taxas de juro reais.[2]

1. D'Amico, S., Kim, D. H. e Wei, M. (2018), «Tips from TIPS: The Informational Content of Treasury Inflation-Protected Security Prices», JFQA, 53(1); updated data: Federal Reserve Board.
2. Caballero, R. J. (2026), «Speculative Growth and the AI 'Bubble'», NBER WP 34722.

Detenções de dívida da administração central pelo banco central, por país

Instrumentos de dívida com prazo superior a um ano (%)



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

Na Europa, por outro lado, as necessidades em matéria de defesa, segurança energética e infraestruturas também disputam a poupança, a que se soma a crescente emissão de várias empresas de IA em moedas europeias.

Finalmente, a mudança na composição do investidor também ajuda a explicar por que razão maiores necessidades de financiamento podem exigir rendibilidades mais elevadas. Durante o QE, os bancos centrais e outros compradores oficiais absorveram quantidades significativas de dívida, com pouca sensibilidade à sua rendibilidade, reduzindo assim o volume disponível para os restantes participantes no mercado. Com a normalização dos seus balanços, aumenta a dívida detida por investidores privados mais sensíveis ao preço, podendo diminuir parte do prémio de escassez ou de conveniência que comprimiu as rendibilidades da dívida soberana durante a era do QE.

Um novo preço para o capital

Em suma, os mercados parecem estar à procura de uma rendibilidade mais elevada para equilibrar as crescentes necessidades globais de financiamento. A inflação e as expectativas quanto às taxas de juro diretoras contribuíram para a subida, especialmente desde o início do conflito no Irão, mas o principal contributo provém das taxas de juro reais. A maior procura de investimento, os elevados *stocks* de dívida, a redução do prémio de escassez e uma base de investidores mais sensível ao preço completam a explicação. A deterioração orçamental é, por conseguinte, um elemento importante de um contexto mais amplo, mas não a sua única causa.

Taxas de juro (%)

	31-outubro	30-setembro	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2026 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	2,65	2,65	0	50	50
Euribor 3 meses	2,68	2,62	6	65	63
Euribor 12 meses	3,31	3,33	–2	106	112
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	2,91	2,96	–5	90	103
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	3,04	3,21	–17	92	106
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	3,32	3,59	–26	47	68
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,95	4,13	–19	66	80
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,79	4,01	–22	64	78
EUA					
Fed funds (limite inferior)	3,75	3,75	0	25	0
SOFR 3 meses	4,05	4,08	–3	40	20
Dívida pública a 1 ano	4,37	4,54	–17	90	68
Dívida pública a 2 anos	4,59	4,89	–30	111	98
Dívida pública a 10 anos	4,93	5,28	–36	76	83

Spreads *da dívida corporativa (p. b.)*

	31-outubro	30-setembro	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2026 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	65	63	3	14,7	11,4
Itraxx Financeiro Sénior	75	69	5	20,4	16,8
Itraxx Financeiro Subordinado	127	115	12	33,6	28,0

Taxas de câmbio

	31-outubro	30-setembro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2026 (%)	Variação homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,116	1,133	–1,5	–5,0	–3,5
EUR/JPY (ienes por euro)	175,780	178,350	–1,4	–4,5	–1,4
EUR/GBP (libras por euro)	0,833	0,854	–2,4	–4,4	–5,2
USD/JPY (ienes por dólar)	157,560	157,410	0,1	0,5	2,2

Matérias-primas

	31-outubro	30-setembro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2026 (%)	Variação homóloga (%)
Índice Bloomberg de matérias primas	141,2	141,8	–0,4	28,7	32,2
Brent ($/barril)	117,6	103,5	13,6	93,3	81,0
Ouro ($/onça)	3.874,6	4.157,4	–6,8	–10,3	–3,7

Mercado acionista

	31-outubro	30-setembro	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2026 (%)	Variação homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	7.580,1	7.651,5	–0,9	10,7	11,1
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	6.131,3	6.269,0	–2,2	5,9	7,6
Ibex 35 (Espanha)	18.652,9	19.426,2	–4,0	7,8	16,3
PSI 20 (Portugal)	9.276,1	9.666,8	–4,0	12,3	9,8
Nikkei 225 (Japão)	63.290,1	66.753,7	–5,2	25,7	23,3
MSCI emergentes	1.566,6	1.704,9	–8,1	11,6	11,0

A solidez da economia internacional perante um cenário mais complexo

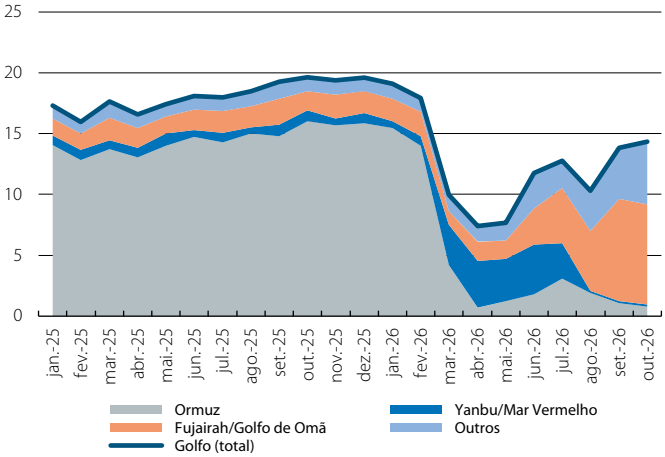
A Zona Euro surpreende pela positiva no 3T… O PIB da Zona Euro cresceu mais do que o esperado no 3T 2026 (+0,4% em cadeia *vs*. 0,6% no trimestre anterior), embora o valor tenha sido novamente condicionado pela Irlanda. Excluindo a Irlanda, o PIB da Zona Euro avançou 0,2% em cadeia (*vs*. 0,3% anteriormente). Embora o crescimento tenha abrandado em relação ao 2T, confirmou-se a resistência contínua da atividade face ao choque energético. No entanto, a evolução variou de país para país. Espanha voltou a liderar o crescimento entre as grandes economias, com um aumento de 0,6% (ver «Conjuntura Económica Espanhola» nesta publicação), enquanto a Alemanha registou uma desaceleração do crescimento para 0,2%, Itália estagnou e França registou uma contração de 0,1%. Em termos gerais, enquanto o investimento e as exportações têm revelado uma maior fraqueza, o consumo mantém uma evolução mais favorável, apoiado pela reserva de poupança acumulada nos últimos anos. Os dados do 3T reduzem os riscos de queda na nossa previsão anual (1,0%), embora se mantenha a perspetiva de uma desaceleração no final do ano.

…perante um 4T que se prevê «intenso». Os dados disponíveis apontam para um abrandamento no início do 4T, num contexto marcado pelo enfraquecimento da confiança e pela divergência entre as principais economias da Zona Euro. A confiança dos consumidores europeus voltou a cair em outubro, para −17,9 pontos, muito abaixo da sua média histórica, afetada pelo aumento dos preços da energia, pela incerteza política e pelo receio de uma deterioração do mercado de trabalho. Os dados dos inquéritos às empresas apontam também para uma perda de ímpeto, embora a atividade se mantenha em território de expansão: o PMI composto da Zona Euro caiu 1,4 pontos, para 51,7, pressionado sobretudo pela França, que recuou 2,7 pontos, para 48,4, com uma deterioração generalizada nos serviços e na indústria transformadora. Além disso, com os mercados energéticos ainda condicionados pelo impasse geopolítico e pela intermitência dos fluxos provenientes do Médio Oriente, a subida das *yields* soberanas face às dúvidas sobre as perspetivas orçamentais em França e as manifestações de crescente descontentamento social devido ao aumento do custo de vida acrescentam novos focos de tensão. Neste contexto, os países europeus enfrentam um final de ano mais exigente do que o previsto.

A inflação mantém-se elevada devido ao aumento dos preços da energia, mas o impacto no resto do cabaz de bens continua a ser moderado. A inflação global da Zona Euro voltou a subir em outubro, atingindo os 4,0% (*vs*. 3,8% em setembro). A inflação subjacente manteve-se em 2,5%, o que aponta para a estabilidade das pressões subjacentes, embora o aumento do custo da energia possa impulsionar ainda mais a inflação nos próximos meses e aumentar o risco de contágio aos restantes preços. Nos Estados Unidos, as pressões inflacionistas também se intensificaram nos últimos meses, com um aumento da inflação PCE global (o indicador de referência para a Reserva Federal) para 3,6% em termos homólogos (+0,2 p. p.) e da inflação subjacente para 3,1% (+0,1 p. p.). Este aumento deve-se, em grande parte, ao choque energético, especialmente visível nos combustíveis, embora comecem a observar-se pressões mais acentuadas em alguns serviços. Por enquanto, os efeitos indiretos mantêm-se relativamente contidos, mas a sua evo-

Global: fluxos de crude do Golfo Pérsico

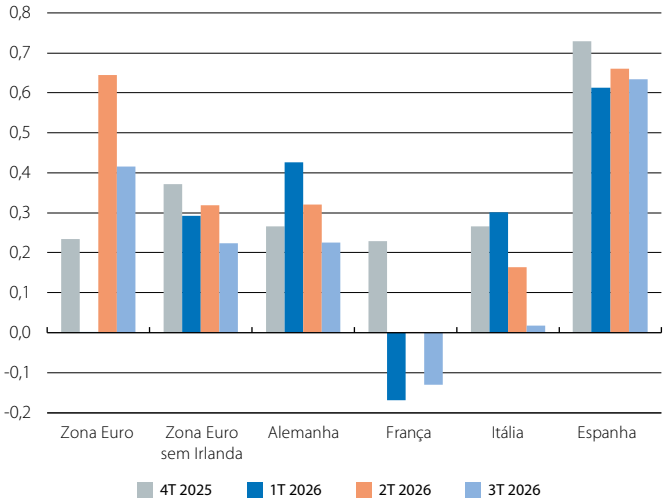
Milhões de barris por dia (mb/d)



Nota: *São utilizadas médias mensais. O conflito no Médio Oriente levou a uma maior opacidade dos fluxos marítimos, e os dados mais recentes podem estar sujeitos a revisões.*
Fonte: *BPI Research, com base em dados da Vortexa (via Bloomberg).*

Zona Euro: PIB

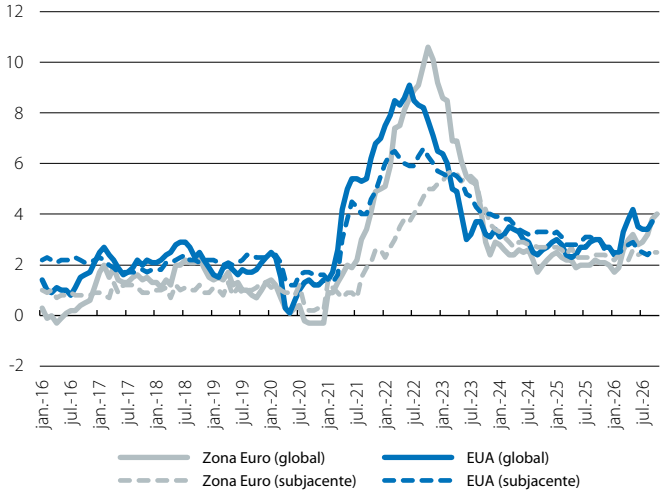
Variação em cadeia (%)



Fonte: *BPI Research, com base em dados da Eurostat.*

Zona Euro e EUA: IPC

Variação homóloga (%)



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

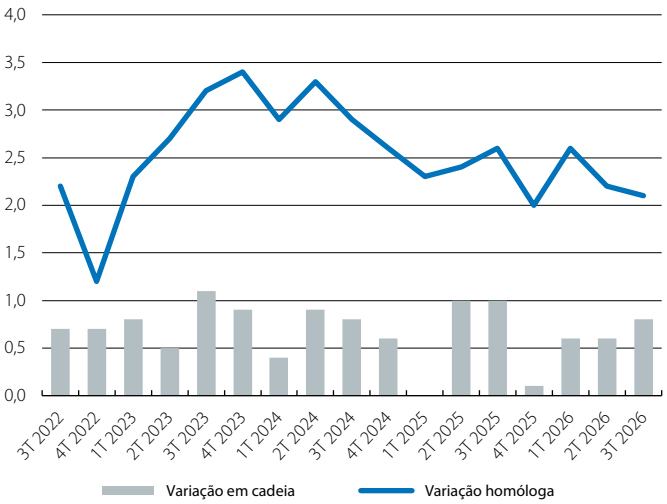
lução dependerá da persistência do aumento dos preços da energia, o que reforça as expectativas de novas subidas das taxas de juro da Fed (ver a secção «Conjuntura dos Mercados» desta publicação).

A economia dos EUA mostrou dinamismo no 3T e os democratas alcançam uma clara vitória nas *midterms*. Nos Estados Unidos, o PIB cresceu 0,8% em cadeia, o que representa uma aceleração em relação ao 2T, impulsionado pela solidez do consumo e do investimento. No que diz respeito ao 4T, os indicadores continuam a apontar para uma expansão sólida: o PMI composto registou uma descida em outubro, mas manteve-se em níveis elevados (57,6 pontos), enquanto os inquéritos à confiança dos consumidores revelaram sinais contraditórios. A solidez da atividade contrasta com uma perda gradual de dinamismo do mercado de trabalho nos últimos meses. A criação de emprego abrandou para 29.000 postos de trabalho em setembro, um valor inferior ao previsto pelo consenso dos analistas, e registou uma média de +51.000 por mês no 3T (*vs*. +76.000 no 1S) Ao mesmo tempo, a taxa de desemprego subiu 0,1 p. p., para 4,2%. A desaceleração do emprego continua a ser desigual entre os setores, com maior solidez nos setores da educação e da saúde, do comércio e da construção, em contraste com a fragilidade dos serviços profissionais, financeiros e de informação. Neste contexto, as eleições intercalares resultaram numa clara vitória dos democratas, com o controlo de ambas as câmaras e avanços mesmo em territórios que se revelaram favoráveis a Trump em 2024. A nova maioria reforçará o contrapeso ao Executivo, mas antecipa dois anos de impasse político, o que se reveste de especial importância face aos elevados desequilíbrios orçamentais, embora continue a deixar uma ampla margem de manobra em áreas como as políticas comercial, migratória e externa.

As economias emergentes continuam a demonstrar uma notável resiliência face ao choque energético, lideradas pela China, mas com desafios pela frente. No seu relatório de outono, o FMI manteve a sua previsão de crescimento global em 3,1% para 2026, face aos 3,5% previstos para 2025, num contexto que define como de «resiliência sob pressão». Os países emergentes enfrentam um cenário particularmente desafiante, sobretudo os importadores de energia e, entre estes, destacam-se os países com menor margem orçamental para fazer face aos efeitos deste choque. Por outro lado, os países mais integrados na cadeia tecnológica têm demonstrado maior dinamismo. A economia chinesa ganhou impulso no 3T, com um crescimento do PIB de 1,2% em cadeia (*vs*. 0,9% no 2T), situando o crescimento acumulado desde o início do ano no limite inferior do intervalo da meta oficial para este ano (4,5%-5,0%). A melhoria foi impulsionada pela indústria, enquanto as exportações mantiveram um bom dinamismo, com um crescimento próximo dos 30% neste trimestre. Já o consumo privado manteve um crescimento muito fraco e o investimento continua a ser prejudicado pela crise imobiliária. As economias emergentes continuam a resistir ao choque energético melhor do que o esperado, mas não sem desafios pela frente. No Brasil, a vitória do presidente Lula da Silva na segunda volta das eleições presidenciais provocou um aumento das taxas de juro soberanas e uma desvalorização do real brasileiro, revertendo os movimentos observados após a vitória de Bolsonaro na primeira volta, refletindo os sinais da delicada situação orçamental em que o país se encontra, num contexto de subida das taxas de juro a nível global. Na Índia, os indicadores mais recentes continuam a mostrar uma atividade sólida, com sinais de recuperação do investimento, mas prevê-se uma moderação gradual do crescimento em 2027 devido ao aumento da inflação e ao aperto da política monetária.

EUA: PIB

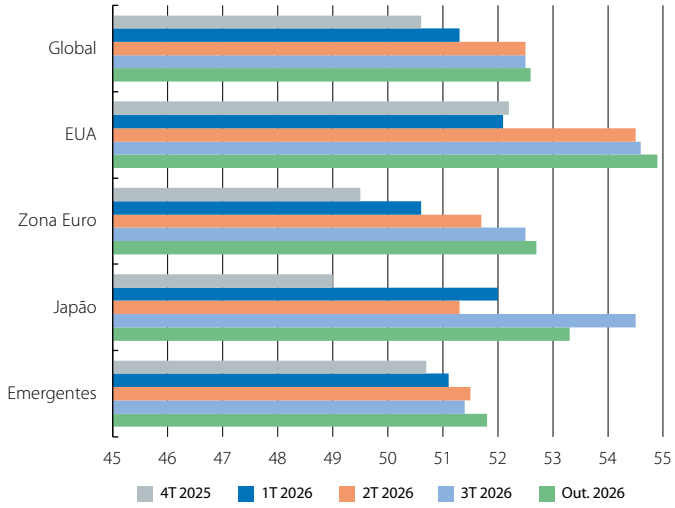
(%)



Fonte: *BPI Research, a partir dos dados do Bureau of Economic Analysis.*

Global: PMI da indústria transformadora

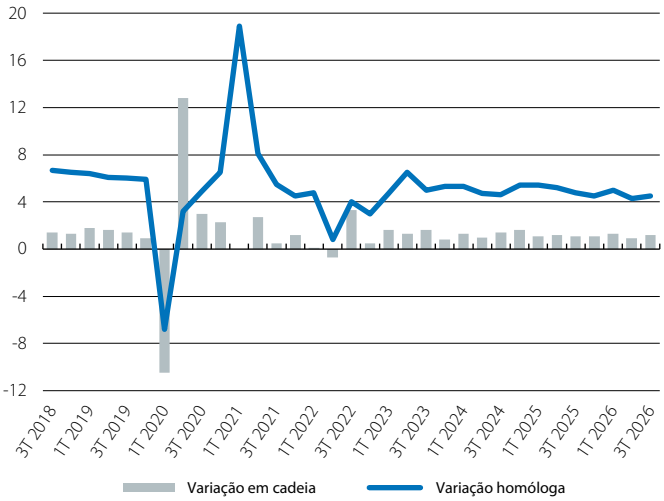
Índice



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

China: PIB

(%)



Fonte: *BPI Research, a partir dos dados do Instituto Nacional de Estatística da China.*

Que evolução podemos esperar da taxa de atividade nos EUA e na UE?

O envelhecimento da população coloca desafios importantes ao crescimento económico, mas existem medidas capazes de atenuar, pelo menos parcialmente, os seus efeitos.[1] Entre as principais, destacam-se o incentivo à produtividade e o aumento da população em idade ativa através da imigração.[2] Outra medida, relacionada com o mercado de trabalho, consiste em intensificar a utilização da mão de obra, aumentando a atividade no mercado de trabalho dos grupos ainda sub-representados. Para avaliar este indicador, analisamos quais os fatores que explicam a sua evolução nos EUA e nas quatro principais economias da UE ao longo dos últimos 25 anos. Os resultados apontam que a demografia, a educação e as mudanças no comportamento laboral têm atuado com intensidade diferente em ambos os lados do Atlântico, e que algumas das forças que impulsionaram a participação no passado começam a perder força.

Uma análise dos seus fatores estruturais

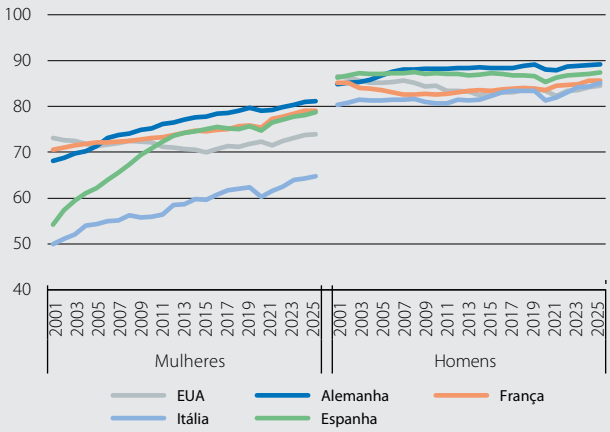
A taxa de atividade mede a proporção da população que está empregada ou procura ativamente emprego. Para identificar os fatores que explicam a sua evolução, decompomos estatisticamente a sua variação em três componentes: as alterações na distribuição da população por faixas etárias, as variações do nível de escolaridade dentro de cada faixa etária e as alterações na participação de pessoas do mesmo sexo, idade e nível de escolaridade.[3] Esta última componente reflete as alterações no comportamento laboral de cada grupo e pode incorporar efeitos de *coorte* condicionados, entre outros fatores, pelas políticas do mercado de trabalho, reformas das pensões, medidas de conciliação ou transformações da procura de trabalho. A análise recorre a dados da OCDE relativos a homens e mulheres com idades compreendidas entre os 25 e os 64 anos nos EUA, na Alemanha, em França, em Itália e em Espanha. Dentro de cada sexo, distinguimos quatro grupos etários, com intervalos de 10 anos e três níveis de escolaridade (básico, intermédio e superior), comparando a sua evolução ao longo dos últimos 25 anos.

Convergência, mas com motores distintos

A evolução desde o início do século revela uma clara convergência da taxa de atividade entre os EUA e as quatro maiores economias da UE, embora através de trajetórias muito distintas e com diferentes intensidades ao longo do tempo. Entre 2001 e 2013, a taxa de atividade da população com idades compreendidas entre os 25 e os 64 anos registou um

EUA e países da UE: taxa de atividade por sexo

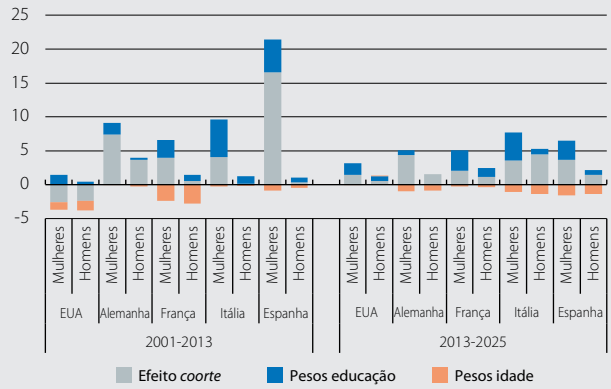
(%)



Nota: *População com idade compreendida entre 25 e 64 anos.*
Fonte: *BPI Research, com base em dados da OCDE.*

EUA e países da UE: taxa de atividade por sexo

(Contribuições para a variação em p. p.)



Notas: *População de 25 a 64 anos. O efeito de coorte reflete o impacto das variações na taxa de atividade de um grupo pertencente à mesma faixa etária e com o mesmo nível de escolaridade.*
Fonte: *BPI Research, com base em dados da OCDE.*

recuo nos EUA, tanto no caso dos homens como das mulheres, enquanto aumentou nos países europeus, principalmente em Espanha, seguida da Alemanha e da Itália, com um impulso decisivo por parte das mulheres (ver o primeiro gráfico). Desta forma, prolongou-se a convergência entre ambas as regiões, iniciada décadas antes.[4] Entre as possíveis explicações para a tendência observada nos EUA, a literatura tem destacado a menor procura de trabalhadores com determinadas qualificações e o consequente desajustamento de competências, as alterações na estrutura setorial do emprego e a maior incidência de problemas de saúde ou deficiência em determinados grupos da população.[5]

1. Ver artigo «Efeitos do envelhecimento no crescimento e fatores de atenuação», no Dossier do IM09/2025.
2. Sobre imigração, ver Focus «Migrações e políticas migratórias: uma visão global», nesta mesma publicação.
3. Seguimos a metodologia utilizada por Fernández-Vidaurreta, C. e Martínez-Turégano, D. (2018) em «Evolución y perspectivas de la tasa de participación en el área del euro: una visión de largo plazo». Boletín Económico, 1/2018, Banco de Espanha.
4. *Ibidem.*
5. Bengali, L., Daly, M. C., Duzhak, E. A. e Zhao, C. (2025), «Pulled Out or Pushed Out? Declining Male Labor Force Participation», e (2023), «Men's Falling Labor Force Participation across Generations». FRBSF Economic Letter, 2023-26, Federal Reserve Bank of San Francisco.

A decomposição estrutural permite identificar os fatores determinantes destas trajetórias (ver o segundo gráfico). Por exemplo, entre 2001 e 2013, a variação na participação no seio de grupos homogéneos em termos de idade e nível de escolaridade contribuiu com cerca de 17 dos 20 p. p. do aumento da taxa agregada das mulheres em Espanha. Esta componente explicou também a maior parte do aumento registado na população feminina na Alemanha e em França. Nos Estados Unidos, porém, a contribuição das variações intragrupo foi negativa para ambos os sexos. Na Europa, a maior propensão para participar no mercado de trabalho das novas gerações de mulheres esteve associada, entre outros fatores, a alterações nas decisões relativas à natalidade e à melhoria das possibilidades de conciliação entre a vida profissional e familiar. Entre as mulheres de idade mais avançada, observou-se igualmente uma tendência para idades mais próximas da reforma nas *coortes* que se tinham integrado em massa no mercado de trabalho durante as décadas anteriores. A melhoria da composição por níveis de escolaridade contribuiu positivamente em todos os países, especialmente entre as mulheres em Itália, onde constituiu o principal fator impulsionador, e em Espanha, enquanto a alteração da estrutura etária já teve um contributo negativo generalizado e mais acentuado em França e nos EUA.

A partir de 2013 o padrão alterou-se, destacando-se a recuperação nos EUA após décadas de recuo e uma evolução mais heterogénea na Europa: os aumentos abrandaram na Alemanha e em Espanha, aceleraram em França e mantiveram-se num nível elevado em Itália. A melhoria foi generalizada entre as mulheres, com aumentos entre 3 p. p. e 6 p. p., enquanto, entre os homens, se destacou um aumento semelhante ao registado entre as mulheres em Itália, em contraste com aumentos mais moderados nos restantes países. A recuperação dos Estados Unidos sugere que o recuo anterior não se deveu exclusivamente a forças irreversíveis, embora os dados não permitam atribuir essa mudança a um único fator.

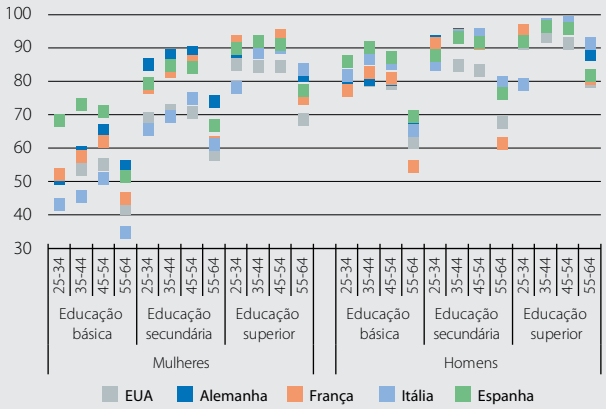
A combinação de fatores também se alterou. Nos Estados Unidos, a recuperação baseou-se tanto numa maior participação em todos os grupos etários e de nível de escolaridade como na melhoria do nível de escolaridade, enquanto o efeito da composição etária foi praticamente neutro. Na Europa, a participação no mercado de trabalho dos diferentes grupos continuou a contribuir positivamente, sobretudo entre as mulheres e, em Itália, também entre os homens, enquanto o envelhecimento da população continuou a exercer um efeito negativo moderado, mas persistente. Assim, enquanto até 2013 a convergência resultou da conjugação de uma tendência ascendente na Europa com um recuo nos EUA, posteriormente a taxa de atividade aumentou em ambos os lados do Atlântico, embora a um ritmo moderado e impulsionada por diferentes grupos da população e fatores.

Menos ventos favoráveis no futuro e necessidade de políticas mais específicas

As tendências dos últimos 25 anos revelam que ainda existe alguma margem para que a participação no mercado de trabalho contribua para sustentar a oferta de emprego, mas também que nem todas as contribuições do passado poderão prolongar-se com a mesma intensidade. A primeira limitação decorre da demografia. Entre 2013 e 2025, a alteração da estrutura etária já reduziu a participação nos quatro países europeus e deverá exercer uma pressão crescente à medida que aumentar o peso da população com idades compreendidas entre os 55 e os 64 anos. Este efeito poderá ser parcialmente compensado por fluxos migratórios que contribuam para o rejuvenescimento da estrutura etária da população e por uma maior taxa de atividade dos trabalhadores mais velhos, embora esta última tivesse de aumentar significativamente para contrariar o peso crescente deste grupo etário na população.

EUA e países da UE: taxa de atividade por sexo, nível de escolaridade e grupo etário (2025)

(%)



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

A segunda limitação afeta a educação. Devido à sua maior ligação ao mercado de trabalho, o aumento da proporção de pessoas com estudos superiores elevou a taxa de atividade agregada. No entanto, este impulso favorável irá perder intensidade à medida que as diferentes *coortes* forem atingindo níveis de escolaridade elevados de forma homogénea. Pelo mesmo motivo, o efeito da renovação geracional feminina também se atenuará à medida que as novas gerações que entram no mercado de trabalho apresentem comportamentos cada vez mais semelhantes aos das gerações anteriores.

A margem restante concentra-se, portanto, em grupos específicos (ver o terceiro gráfico). Em 2025, a diferença na taxa de atividade entre homens e mulheres com idades compreendidas entre os 25 e os 64 anos ainda ultrapassava os 20 p. p. em Itália e situava-se em cerca de 10 p. p. nos EUA e em Espanha. Existem também diferenças entre as pessoas com idades compreendidas entre os 55 e os 64 anos, sobretudo em França e nos EUA, que apresentavam, em média, taxas de participação inferiores em mais de 10 p. p. às da Alemanha. As políticas deverão abordar os obstáculos específicos de cada grupo através de medidas de conciliação, incentivos para aproximar a idade efetiva de reforma da idade legal, fórmulas de emprego mais flexíveis e formação adaptada às diferentes fases da vida profissional.

Nos Estados Unidos, a recuperação observada desde 2013 poderá também encontrar limites nos próximos anos. As projeções do *Bureau of Labor Statistics* apontam para uma ligeira redução da taxa de atividade da população entre os 25 e os 54 anos no período de 2024 a 2034, embora prevejam novos aumentos entre as pessoas dos 55 aos 64 anos, especialmente entre as mulheres.[6] A isto acrescenta-se o endurecimento da política de imigração sob a segunda administração de Trump. Em consonância com o abrandamento dos fluxos migratórios, o crescimento da população ativa nascida no estrangeiro, que representa cerca de um quinto da população ativa dos EUA, tem vindo a abrandar desde 2025.[7] Por enquanto, a taxa de atividade agregada da população em idade ativa central mantém-se estável, mas oculta sinais de fragilidade em alguns segmentos, incluindo uma menor propensão para participar no mercado de trabalho entre a população nascida no estrangeiro.[8] No entanto, ainda é cedo para distinguir os efeitos das restrições à imigração daqueles decorrentes da atualização anual das estimativas demográficas e do envelhecimento da população.[9]

Em suma, existe margem para aumentar a taxa de atividade em ambos os lados do Atlântico, mas esta será mais limitada e estará mais concentrada do que nas últimas décadas. A melhoria deverá resultar cada vez menos de grandes transformações socioeducativas e cada vez mais de políticas dirigidas às mulheres nos países onde persistem maiores disparidades, à população com níveis de escolaridade mais baixos e aos trabalhadores próximos da idade da reforma. Mesmo que sejam bem-sucedidas, estas políticas apenas atenuarão parcialmente o impacto do envelhecimento, pelo que deverão ser complementadas por medidas de estímulo à produtividade e por uma gestão dos fluxos migratórios que contribua para sustentar o crescimento da população disponível para trabalhar.

6. Bureau of Labor Statistics (2025). «Civilian Labor Force Participation Rates by Age, Sex, Race, and Ethnicity, 2004, 2014, 2024 and Projected 2034».
7. Ver Focus «Políticas de imigração de Trump 2.0: será o fim do *American Dream*?», no IM10/2026.
8. Bengali, L., Chen, I., New-Schmidt, A. e Petrosky-Nadeau, N. (2026), «The Recent Slowdown in Labor Supply and Demand». FRBSF Economic Letter, 2026-02, Federal Reserve Bank of San Francisco.
9. Bick, A. (2026), «What's Behind the Sharp Drop in Labor Force Participation?». Federal Reserve Bank of St. Louis.

Migrações e políticas migratórias: uma visão global

Os fluxos migratórios têm, historicamente, respondido a necessidades humanas: conflitos armados, violência contra determinados grupos, catástrofes naturais ou, na maioria dos casos, simplesmente à procura de melhores oportunidades. Ao deslocar-se de regiões ou países menos desenvolvidos para outros em melhor situação económica, um imigrante pode alcançar melhores condições de vida e fazer um uso mais produtivo do seu tempo e talento, tirando partido da existência de melhores instituições, mercados e tecnologias, bem como de um ambiente de menor incerteza.[1] Para além de produzirem efeitos positivos a nível individual e no território de acolhimento, as migrações também geram oportunidades de desenvolvimento consideráveis no país de origem, por exemplo, através de remessas enviadas aos familiares, investimentos ou transferências de conhecimento. Contudo, tal como acontece com o comércio de bens e serviços ou com a mobilidade do capital, a circulação de pessoas produz efeitos distributivos e coloca desafios importantes às políticas públicas.

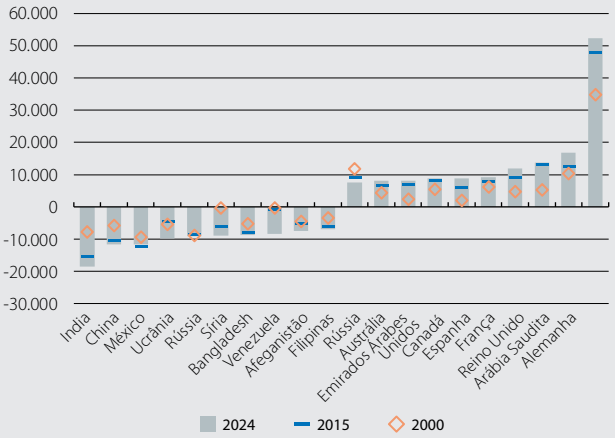
Tendências recentes e padrões geográficos

Desde o início do século, os fluxos migratórios têm continuado a aumentar a nível mundial e há já mais de 300 milhões de pessoas a viver fora do seu país de origem (dados relativos a 2024, o ano mais recente disponível).[2] Apesar de os principais países de origem e de destino dos fluxos migratórios não terem sofrido alterações substanciais, convém destacar algumas características relevantes (ver o primeiro gráfico). Por um lado, os EUA têm sido o principal destino dos fluxos migratórios a nível mundial, com mais de 50 milhões de migrantes em 2024. Além disso, destinos como a Arábia Saudita, os Emirados Árabes Unidos, o Reino Unido ou Espanha registaram um crescimento substancial. Por outro lado, destaca-se o crescimento da Índia como principal origem de migrantes internacionais a nível mundial, mas também o aumento dos fluxos migratórios provenientes de países afetados por conflitos ou crises humanitárias, como a Ucrânia, a Síria ou a Venezuela.[3] Esta visão global esconde uma forte componente geográfica, como ilustram algumas das principais rotas migratórias, tais como os corredores México- EUA, Síria-Turquia ou entre os países da Ásia Central e a região do Golfo. A maioria dos migrantes e deslocados dirige-se para países vizinhos devido à facilidade de acesso, à familiaridade com o destino e à rapidez com que conseguem encontrar segurança.[4]

1. Cerca de 70% dos trabalhadores migrantes a nível mundial encontram-se em economias avançadas.
2. Segundo o último relatório da Organização Internacional para as Migrações (OIM), «Relatório Mundial sobre as Migrações 2026», este valor corresponde a quase 4% da população mundial em 2024, em comparação com os 175 milhões de migrantes registados em 2000 (ligeiramente menos de 3% da população).
3. Os dados das Nações Unidas apontam para cerca de 2,5 milhões de pessoas refugiadas com necessidade de reinstalação este ano, face a menos de 1 milhão em 2015.
4. OIM (2026), *op. cit.*, terceiro capítulo.

Top 10 *de países de origem e destino migratório*

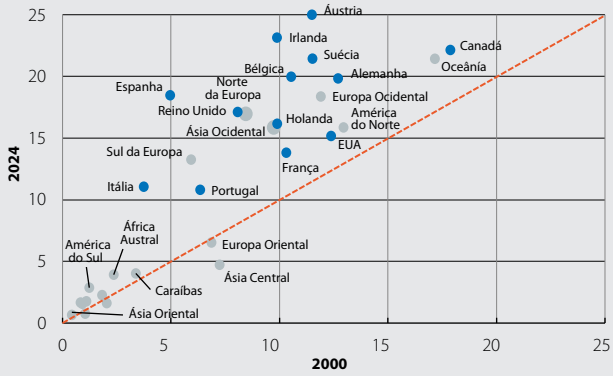
(Milhares de pessoas)



Nota: *Stock acumulado de população migrante na data indicada.*
Fonte: *BPI Research, a partir de dados das Nações Unidas.*

Migrantes internacionais por país ou região de acolhimento

(% da população total)



Nota: *Os marcadores cinzentos correspondem a macrorregiões e os azuis, a países selecionados.*
Fonte: *BPI Research, a partir de dados das Nações Unidas.*

Os elevados fluxos migratórios registados nos últimos 25 anos, a par do processo de envelhecimento nas economias desenvolvidas,[5] conduziram a um aumento significativo da proporção da população nascida no estrangeiro nestes países (ver o segundo gráfico). No conjunto das economias avançadas, o aumento médio entre 2000 e 2024 situou-se nos 6 p. p. Além disso, a Europa, a América do Norte e a Oceânia continuam a figurar entre os principais destinos de migrantes internacionais, com populações migrantes superiores a 15% da população. Quando analisados por país, os aumentos mais significativos desde o início do século concentraram-se em alguns países europeus, como Áustria, Espanha, Suíça, Suécia, Bélgica ou Reino Unido, todos com aumentos próximos ou superiores a 10 p. p., em termos da proporção de migrantes internacionais na população.

5. Ver dossier «Desafios e políticas na era da longevidade», no IM09/2025.

Nos países da OCDE, apesar de uma ligeira desaceleração em 2024, os fluxos migratórios atingiram máximos nos últimos anos, próximos dos 6 milhões de entradas anuais. Embora as entradas por motivos laborais tenham praticamente duplicado desde o período pré-pandémico, ultrapassando o milhão de entradas, os motivos familiares continuaram a ser a principal via de entrada, tendo-se verificado um crescimento sustentado nas entradas por razões humanitárias.[6] Estas tendências migratórias aceleraram-se no período 2022-2024 em países como Espanha, Portugal, Países Baixos, Reino Unido ou Canadá, enquanto na Alemanha, na Suécia ou na Noruega registaram uma desaceleração em relação aos máximos de 2014-2019 (ver o terceiro gráfico).[7]

Políticas públicas perante o desafio migratório: implicações futuras

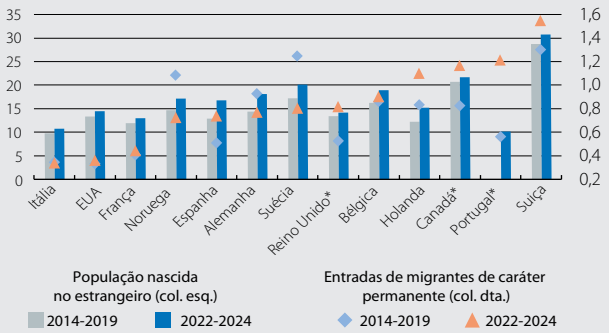
Neste contexto, têm-se observado mudanças significativas nas políticas migratórias dos países da OCDE. Alguns estabeleceram objetivos explícitos de redução dos fluxos de imigração e tornaram especialmente mais rigorosas as condições aplicáveis aos requerentes de asilo e ao reagrupamento familiar, além de limitarem o acesso às prestações sociais.[8] Paralelamente, as vias de migração laboral tornaram-se mais seletivas e orientadas para as necessidades produtivas de cada país. Além disso, face a mercados de trabalho sob pressão, tem-se observado, nos últimos anos, uma rápida expansão dos sistemas de quotas e o desenvolvimento de listas de profissões com escassez de mão de obra.[9]

Em matéria de integração, a tendência predominante é associar cada vez mais as políticas de acolhimento à participação no mercado de trabalho. Vários países reforçaram os mecanismos de reconhecimento das qualificações obtidas no estrangeiro e alargaram a oferta de programas de formação e inserção destinados a grupos mais vulneráveis, como as mulheres migrantes. Embora alguns países estejam a alargar os seus quadros de integração, outros introduziram requisitos mais exigentes para os recém-chegados, o que reflete uma tendência geral no sentido de sistemas mais restritivos e orientados para os resultados económicos.

Além disso, os principais países de destino dos fluxos migratórios globais procuram encontrar um novo equilíbrio entre as necessidades estruturais de imigração e a crescente pressão política para controlar esses fluxos. Apesar da escassez de mão de obra, do envelhecimento demográfico e da concorrência global pelo talento continuarem a impulsionar a procura estrutural, estão a ser adotadas políticas mais seletivas que tornam o acesso mais restrito e associam cada vez mais a imigração às necessidades dos mercados, e as políticas de integração estão a evoluir de abordagens centradas no acolhimento para modelos que dão prioridade à contribuição económica dos recém-chegados.

Esta evolução reflete uma transformação mais profunda do fenómeno migratório global. Se, historicamente, as migrações têm sido explicadas por fatores humanitários ou por diferenças de rendimento entre territórios, hoje encontram-se no centro dos debates sobre o crescimento económico, o envelhecimento da população e a sustentabilidade dos sistemas de segurança social. Perante este novo cenário, a gestão dos fluxos migratórios a nível nacional continuará a ser fundamental, mas exigirá a adaptação de um vasto conjunto de políticas públicas e o reforço da cooperação internacional. Políticas mais restritivas podem alterar os padrões migratórios, mas dificilmente eliminarão os fatores estruturais que impulsionam a mobilidade internacional e os desafios que esta gera.

OCDE:* stock *e fluxos de migrantes internacionais



Notas: ** Os países indicados possuem dados incompletos sobre a população nascida no estrangeiro. No caso do Reino Unido, os últimos dados disponíveis referem-se ao ano de 2021. No caso do Canadá, só estão disponíveis dados para os anos de 2016 e 2021. No caso de Portugal, só existem dados para o ano de 2021. As estatísticas relativas à população nascida no estrangeiro são elaboradas com base em dados fornecidos pelos correspondentes nacionais da OCDE e seguem definições e metodologias nacionais, pelo que a comparabilidade entre países é limitada. As estimativas anuais relativas à entrada de imigrantes permanentes nos países da OCDE baseiam-se em dados relativos a autorizações e vistos concedidos a estrangeiros, recolhidos por institutos nacionais de estatística e ministérios, e incluem diversos motivos de migração (trabalho, família, razões humanitárias ou outros), bem como estimativas relativas à livre circulação de migrantes.*

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

6. Em 2024, foram apresentados 3 milhões de novos pedidos de asilo nos países da OCDE, mais do dobro dos registados em 2019. Este aumento deveu-se sobretudo aos EUA (1,7 milhões) mas também ao Canadá e ao Reino Unido, enquanto o número de pedidos diminuiu no conjunto da UE.
7. Se as tendências observadas entre 2019 e 2024 se mantiverem, alguns países da OCDE, como a Alemanha, Espanha ou Canadá, terão mais de 20% da população nascida no estrangeiro antes de 2030, enquanto França, Itália, Reino Unido e EUA se aproximarão dos 15%.
8. Ver, por exemplo, Real Instituto Elcano (2026), «La aplicación del Pacto Europeo de Migración y Asilo: hacia políticas más restrictivas» e o Focus «Políticas de imigração de Trump 2.0: será o fim do *American Dream*?», no IM10/2026.
9. Além disso, tem-se observado uma ênfase no desenvolvimento de mecanismos de migração temporária destinados a trabalhadores altamente qualificados. Ver OCDE (2025), «International Migration Outlook 2025».

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

ESTADOS UNIDOS

	2024	2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
Atividade									
PIB real	3,0	2,3	2,0	2,6	2,2	2,1	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	2,3	4,1	3,4	3,6	4,5	4,6	4,8	5,0	...
Confiança do consumidor *(valor)*	104,5	96,1	94,2	90,7	92,2	87,7	88,6	84,2	91,7
Produção industrial	–0,7	1,1	1,6	0,8	1,5	1,7	1,6	2,2	...
Índice atividade industrial (ISM) *(valor)*	48,2	48,9	48,2	52,6	53,3	54,9	54,6	54,5	55,5
Habitações iniciadas *(milhares, média mensal)*	1.370	1.356	1.323	1.418	1.345	1.293	1.288	1.221	...
Case-Shiller preço habitação usada *(índice)*	330	339	341	343	344	...	347	...	...
Taxa de desemprego *(% pop. ativa)*	4,0	4,3	4,5	4,3	4,3	4,1	4,1	4,2	...
Taxa de emprego *(% pop. > 16 anos)*	60,1	59,8	59,7	59,3	59,1	59,1	59,1	59,2	...
Balança comercial[1] *(% PIB)*	–2,7	–3,3	–3,1	–2,5	–2,3	...	–2,5	...	...
Preços									
Taxa de inflação global	3,0	2,7	2,7	2,7	3,9	3,5	3,4	3,7	...
Taxa de inflação subjacente	3,4	2,9	2,6	2,5	2,7	2,5	2,4	2,6	...

JAPÃO

	2024	2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
Atividade									
PIB real	0,1	1,2	0,4	0,6	0,9	...	–	–	–
Confiança do consumidor *(valor)*	37,2	34,7	36,7	36,9	33,2	35,3	35,5	35,4	35,0
Produção industrial	–3,0	0,1	–1,3	1,2	1,9	3,2	2,7	3,1	...
Índice atividade empresarial (Tankan) *(valor)*	12,8	13,5	15,0	17,0	22,0	24,0	–	–	–
Taxa de desemprego *(% pop. ativa)*	2,5	2,5	2,6	2,7	2,5	2,4	2,5	2,4	...
Balança comercial[1] *(% PIB)*	–1,0	–0,6	–0,4	–0,3	–0,2	...	–0,4	...	...
Preços									
Taxa de inflação global	2,7	3,2	2,5	1,4	1,5	2,0	1,9	2,1	...
Taxa de inflação subjacente	2,5	3,0	3,0	2,5	1,8	2,1	2,0	2,4	...

CHINA

	2024	2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
Atividade									
PIB real	5,0	5,0	4,5	5,0	4,3	4,5	–	–	–
Vendas a retalho	3,3	3,8	0,7	2,4	0,2	0,7	0,4	1,1	...
Produção industrial	5,6	5,9	5,0	6,0	4,6	5,1	5,2	5,5	...
PMI indústrias (oficial)	49,8	49,6	49,4	49,6	50,2	49,7	49,8	50,1	49,3
Setor externo									
Balança comercial[1,2]	997	1.186	1.186	1.178	1.180	1.257	1.212	1.257	...
Exportações	4,6	5,5	3,8	14,5	20,0	28,2	24,7	36,1	...
Importações	1,0	0,3	3,7	22,7	29,5	29,0	28,2	31,0	...
Preços									
Taxa de inflação global	0,2	0,1	0,6	0,8	1,1	0,7	0,8	0,9	...
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	7,1	6,9	6,8	6,7	6,7	6,7	6,7

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	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
Vendas a retalho *(variação homóloga)*	1,3	2,4	2,4	2,0	1,4	...	0,8	...	...
Produção industrial *(variação homóloga)*	–2,9	1,6	1,9	–1,8	0,0	...	–1,1	...	...
Confiança do consumidor	–12,6	–13,4	–12,9	–13,7	–19,0	–16,1	–15,6	–16,8	–17,9
Sentimento económico	95,9	95,9	97,1	98,1	94,5	97,6	98,2	97,5	96,9
PMI indústrias	45,9	49,1	49,5	50,6	51,7	52,5	52,7	52,9	52,7
PMI serviços	51,5	51,3	53,0	51,2	48,2	52,1	51,6	53,0	51,4
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) *(variação homóloga)*	1,0	0,7	0,7	0,5	...	...	–	–	–
Taxa de desemprego *(% pop. ativa)*	6,4	6,3	6,3	6,4	6,4	6,5	6,5	6,5	...
Alemanha *(% pop ativa)*	3,4	3,7	3,9	3,9	3,9	4,1	4,1	4,1	...
França *(% pop. ativa)*	7,4	7,7	8,0	8,1	8,3	8,4	8,3	8,5	...
Itália *(% pop. ativa)*	6,6	6,0	5,7	5,6	5,8	6,2	6,2	6,3	...
PIB real *(variação homóloga)*	1,2	1,3	1,1	0,6	1,2	1,3	–	–	–
Alemanha *(variação homóloga)*	0,0	0,3	0,3	0,6	1,0	1,2	–	–	–
França *(variação homóloga)*	1,4	0,9	1,1	0,8	0,5	–0,1	–	–	–
Itália *(variação homóloga)*	0,9	0,7	0,9	0,9	1,0	0,8	–	–	–

Preços

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

	2024	2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
Inflação global	2,4	2,1	2,1	2,0	3,0	3,3	3,3	3,8	4,0
Inflação subjacente	2,8	2,4	2,4	2,3	2,4	2,5	2,4	2,5	2,5

Setor externo

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

	2024	2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
Balança corrente	3,0	2,1	2,1	2,1	2,0	...	1,9	...	...
Alemanha	5,8	4,4	4,4	4,3	4,4	...	4,5	...	...
França	–0,3	–0,4	–0,4	–0,3	–0,1	...	–0,5	...	...
Itália	0,8	0,7	0,7	0,8	0,5	...	0,5	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal[1] *(valor)*	**94,5**	**96,4**	**97,8**	**97,6**	**97,1**	**96,9**	**97,2**	**97,1**	**95,5**

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	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras [2]	0,8	2,7	3,0	3,0	3,8	4,3	4,2	4,2	...
Crédito às famílias[2,3]	0,5	2,2	2,9	3,0	3,0	3,1	3,1	3,1	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras[4] *(%)*	4,9	3,4	3,3	3,3	3,4	3,5	3,4	3,6	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação[5] *(%)*	4,6	3,7	3,5	3,5	3,6	3,8	3,9	3,9	...
Depósitos									
Depósitos à ordem	–3,9	5,0	5,4	5,2	3,9	3,0	3,0	2,7	...
Outros depósitos a curto prazo	12,4	–0,1	–1,0	–0,2	1,7	4,1	4,1	4,6	...
Instrumentos negociáveis	20,0	7,7	0,9	0,8	2,7	6,0	6,6	7,1	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias *(%)*	3,0	1,9	1,8	1,8	1,9	2,2	2,1	2,3	...

Notas: *1. Ponderado pelo fluxo de comércio internacional. Valores mais elevados representam uma valorização da moeda. 2. Dados ajustados de vendas e titularizações. 3. Incluem as ISFLSF. 4. Créditos de mais de um milhão de euros com taxa variável e até um ano de fixação da taxa oficial. 5. Empréstimos com taxa variável e até um ano de fixação da taxa oficial.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados do Eurostat, do Banco Central Europeu, da Comissão Europeia, de organismos nacionais de estatística e da Markit.*

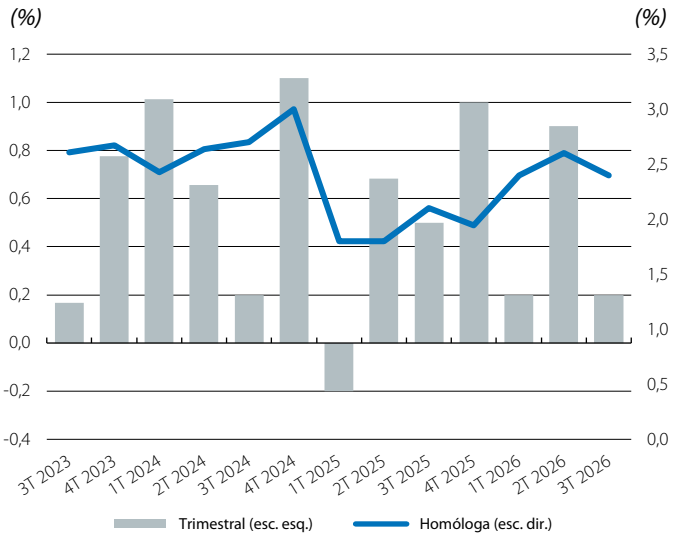
Crescimento resiste às pressões inflacionistas

PIB cresce 0,2% em cadeia e 2,4% homólogo no 3T, consolidando a perspetiva de que a economia avançará 2,3% em 2026. O crescimento continua suportado pela procura interna, que no trimestre em análise beneficiou da aceleração do investimento, muito provavelmente associado à aceleração observada na execução do PRR. Segundo o INE, o consumo privado desacelerou, o que se justificará com o aumento do custo de vida e dos custos com empréstimos detidos pelas famílias. A procura externa continua a tirar força ao crescimento, o que em parte se explicará por um comportamento robusto das importações relacionado com o elevado contributo importado do investimento. Os indicadores para o 4T são quase inexistentes, concentrando-se em indicadores de sentimento. Assim, o indicador de clima económico diminuiu em outubro para 2,3%, refletindo a deterioração do sentimento no setor dos serviços, que caiu de 10,5 pontos em setembro para 3,3 em outubro. As famílias também estão mais pessimistas, com o respetivo indicador a cair para −26,9 (−22,3 em setembro), com deterioração em todas as componentes. No último trimestre de 2026, antecipamos a aceleração do ritmo de crescimento em cadeia, beneficiando da aceleração da execução do PRR e pelo estímulo fiscal que beneficiará o rendimento disponível das famílias. Tal como nos dois anos anteriores, o governo anunciou um bónus extraordinário aos pensionistas e de redução da taxa de IRS com efeitos retroativos, a serem distribuídos em novembro (que se traduzirá num aumento de 800 milhões de euros no rendimento das famílias, com impacto no consumo privado). Neste cenário, o dado do 3T, consolida a perspetiva de que o crescimento em 2026 seja de 2,3%, mais 4 décimas do que em 2025.

Inflação perto dos 4% em outubro. Em concreto, a variação homóloga do IPC Global estimada pelo INE para outubro é de 3,8% (3,6% em setembro) e de 2,8% para o IPC Subjacente (2,7% em setembro). A energia continuou a impulsionar o índice para cima, com os preços dos produtos energéticos a acelerarem novamente para 17,4% em termos homólogos (15,3% em setembro) e a explicar 28% do total da inflação. Apesar de até agora vermos poucos efeitos de contágio dos preços da energia à generalidade do cabaz, com este dado a probabilidade da inflação média em 2026 superar os 3% torna-se real.

Avolumam-se os sinais indicativos de que o emprego atingiu o topo. Em setembro havia 5.325,8 mil pessoas empregadas, mais 0,6% do que há um ano, mas menos 0,1% do que há um mês, sendo este o quarto mês consecutivo em que se reduz o número de pessoas empregadas. No entanto, esta evolução está longe de indicar alteração na tendência do mercado de trabalho, pois o número de desempregados continua a evoluir favoravelmente. Tanto os dados do inquérito ao emprego realizado pelo INE como as inscrições de pessoas desempregadas nos centros de emprego divulgadas pelo IEFP mostram que o número de desempregados continua a diminuir. Face a setembro de 2025, as estatísticas do INE indicavam −4,9% e as do IEFP −10,1%. A taxa de desemprego manteve-se em 5,6%, em linha com a taxa de desemprego de pleno emprego estimada pela Comissão Europeia.

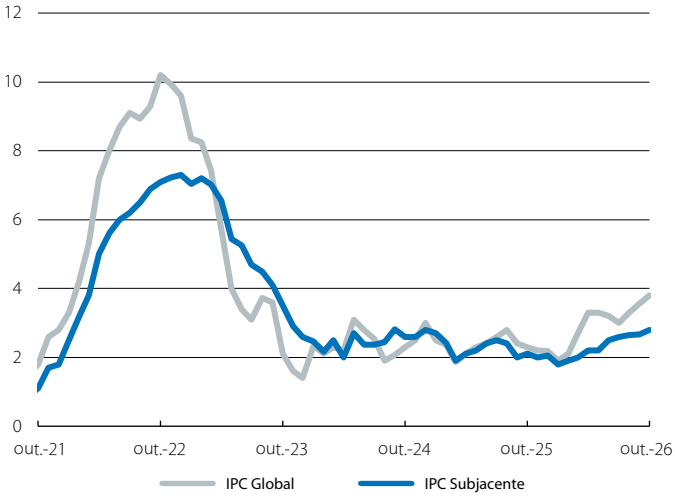
Crescimento do PIB real



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

IPC

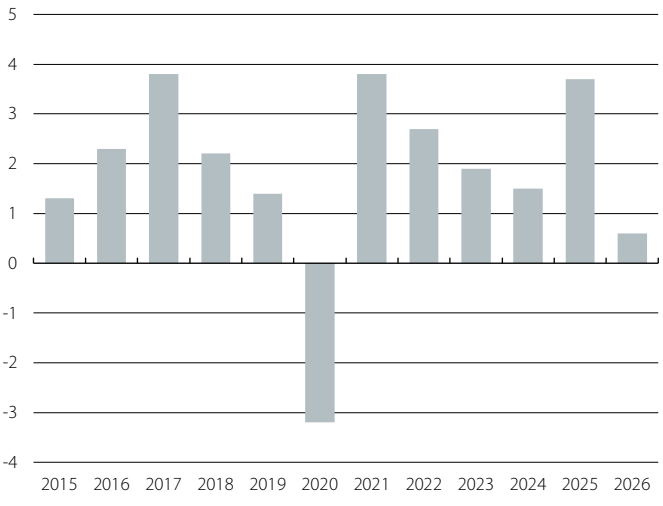
Var. homóloga (%)



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

Emprego

Variação homóloga nos meses de setembro (milhares)



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

O saldo da balança corrente, acumulado até agosto, passou a positivo, registando um excedente de 411 milhões euros. Apesar da evolução positiva, o saldo deteriorou-se em 2.901 milhões de euros face ao período homólogo, motivado pelo agravamento do saldo da balança de bens em 2.726 milhões de euros (justificado em 74% pela componente não energética), devido ao aumento nas importações (+8,8% homólogo) que mais do que compensou o aumento das exportações (+6,7% homólogo). Adicionalmente, o saldo acumulado da balança de serviços piorou 120 milhões de euros face ao mesmo período do ano anterior, com comportamentos divergentes entre os serviços turísticos e os outros serviços. Por comparação a agosto de 2025 e em termos acumulados, a balança turística viu o seu excedente aumentar em 389 milhões de euros (+2,5% homólogo), via aumento das exportações, ao passo que o saldo da balança dos outros serviços reduziu-se em 508 milhões de euros (–7,0% homólogo), via aumento das importações (10,8%), com destaque para as importações de serviços empresariais, informáticos e turismo.

Na Proposta de Orçamento do Estado, o governo prevê um ligeiro excedente orçamental de 0,1% do PIB em 2027, após um saldo equilibrado em 2026. Quanto a 2026, a deterioração das contas públicas (excedente de 0,7% no ano anterior) deve-se principalmente à maior execução do PRR do que o esperado na sua última etapa, levando as despesas a crescerem mais que as receitas (12,1% vs. 10,4%). Por outro lado, a folga orçamental em 2027, que resulta da diluição dos efeitos *one-off* ligados ao fim do PRR e aos apoios associados às tempestades no início de 2026 (nomeadamente a diminuição na despesa de capital, outra despesa corrente e subsídios) é limitada pela trajetória de alívio fiscal com impacto no crescimento da receita fiscal e contributiva, e pelo aumento dos encargos com juros devido às pressões ascendentes nas taxas de juro. As regras europeias são respeitadas no cenário orçamental do governo, com uma trajetória benigna para a dívida pública em percentagem do PIB (87,5% em 2026 e 84,5% em 2027) e um desvio de 0,5% do PIB na despesa líquida cumulativa face à trajetória recomendada em 2027.[1]

Em setembro, os depósitos mantiveram uma dinâmica consistente. O *stock* de depósitos do setor privado não financeiro aumentou 5,3% homólogo, com ambos os segmentos (SNF e particulares) a registarem evoluções positivas (11,1% e 3,1% homólogo, respetivamente). Nos produtos de retalho do Estado, as respetivas subscrições líquidas atingiram os 615 milhões de euros em setembro, com as subscrições de Certificados de Aforro a atingirem 725 milhões de euros (o valor mais elevado desde maio de 2023), ao passo que a retirada de Certificados do Tesouro fixou-se em 110 milhões de euros. Adicionalmente, a carteira de crédito ao setor privado não financeiro acelerou ligeiramente. Com um crescimento de 8,8% homólogo em setembro, o dinamismo foi transversal aos vários segmentos; ainda assim, o principal destaque vai para a carteira de crédito à habitação, que registou um crescimento de 11,3% homólogo e explica cerca de 65% do aumento homólogo da carteira de crédito privado. Realce ainda para a carteira de crédito às SNF (+5,2%), suportado pelas linhas de crédito de apoio no pós-tempestades.

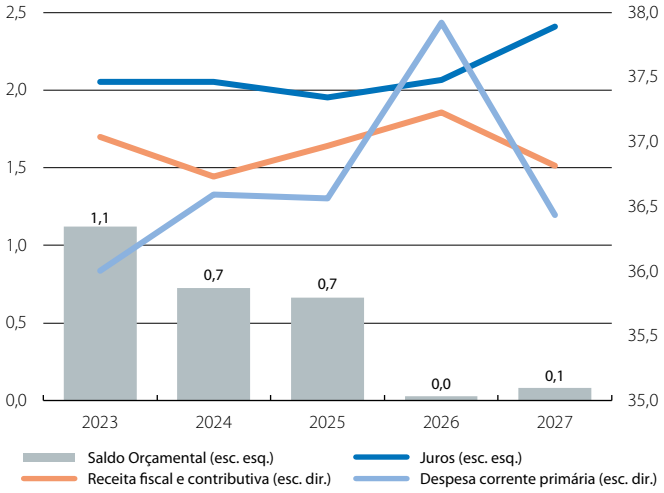
1. Este tema é aprofundado no artigo «Orçamento do Estado 2027: entre a consolidação orçamental de hoje e os desafios estruturais do amanhã» deste IM11.

Importações de serviços até agosto

Milhões de euros	2025	2026	Peso nas importações de serviços (%)	Crescimento homólogo (%)	Contributo para crescimento homólogo (p. p.)
Serviços TIC	1.404	1.679	8,3	19,6	1,5
Viagens&Turismo	4.767	5.040	25,1	5,7	1,5
Outros serviços empresariais	4.765	5.465	27,2	14,7	3,9
Serviços de transportes	4.114	4.483	22,3	9,0	2,0
Transporte aéreo	1.834	1.964	9,8	7,1	0,7
Serviços de construção	340	347	1,7	2,1	0,0
Outros serviços empresariais	2.770	3.100	15,4	11,9	1,8
Serviços importados total	18.159	20.114		10,8	
Serviços excl. turismo *	11.558	13.109	65,2	13,4	8,5

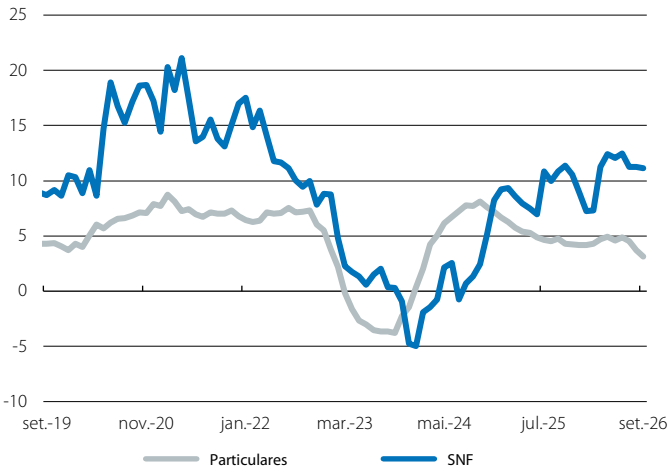
Nota: ** Deste item é excluído o transporte aéreo, que será predominatemente relacionado com atividade turística.*
Fonte: *BPI Research, com base em dados do Banco de Portugal.*

Rubricas orçamentais selecionadas
(% do PIB)



Fonte: *BPI Research, com base nos dados do INE e Proposta de OE 2027.*

Carteira de depósitos do setor privado não financeiro
Taxa de variação homóloga (%)



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

Radiografia da imigração e a sua relevância na demografia em Portugal

O fenómeno migratório em Portugal tem diferido ao longo do tempo, com efeitos distintos no contexto demográfico e no mercado de trabalho. Neste artigo, apresentamos uma retrospetiva da imigração em Portugal, identificando as dimensões que caracterizam a situação atual e como esta se compara com períodos anteriores.

O papel acrescido da imigração

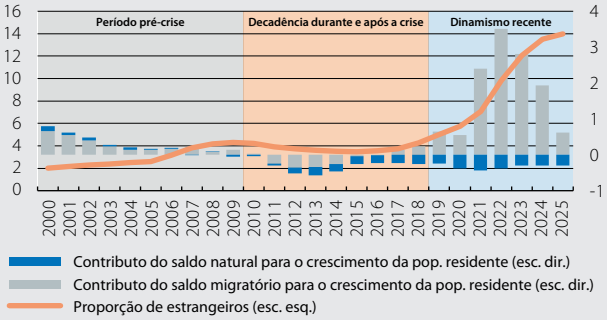
Desde os anos 2000, a dinâmica demográfica em Portugal alterou-se, podendo ser separada em três ciclos:

- O período pré-crise (2000-2009), marcado por um incremento moderado da população residente (crescimento médio anual de 0,3%), que se associou ao declínio da natalidade compensado parcialmente por uma primeira vaga de imigração oriunda de países lusófonos e do Leste Europeu. O saldo natural[1] encontrava-se numa tendência decrescente, tornando-se negativo (–4.943 pessoas em 2010 *vs.* +14.644 em 2000). Embora também em declínio, o saldo migratório[2] era positivo (15.408 pessoas em 2010 *vs.* 67.108 em 2000).
- O período durante e após a crise das dívidas soberanas (2010-2018), em que a população diminuiu de forma prolongada (–0,3% anuais), despoletado pelo contexto económico e financeiro adverso (com o programa de assistência financeira). Este ambiente amplificou a emigração e quebrou os fluxos migratórios (saldo migratório médio de –9.631), o que se juntou ao acentuar do envelhecimento, refletido pelo saldo natural.
- Os anos recentes (2019-2025), em que a população voltou a aumentar e de forma acentuada (1,4% anuais), o que se justificou com uma nova vaga de imigrantes (particularmente de origem brasileira e asiática), motivada pela procura de trabalhadores para setores de atividade com escassez de mão-de-obra,[3] pelos processos de regularização e por procedimentos mais facilitados para a fixação de população estrangeira.[4] O saldo migratório tornou-se consistentemente positivo a partir de 2017, tendo atingido o seu auge (371.277)[5] em 2022 e desacelerado recentemente, por via da reorientação da política migratória. Já o saldo natural continuou negativo.

1. Diferença entre o nº de nascimentos e o nº de óbitos.
2. Diferença entre o nº de entradas (imigração) e saídas (emigração) de população.
3. Por exemplo: agricultura, construção e serviços ligados ao turismo.
4. Exemplos: manifestação de interesse, que permitia aos estrangeiros entrar no país como turistas, procurar trabalho e só depois pedir título de residência; vistos para procura de trabalho e facilitação do reagrupamento familiar, medidas que foram revistas ou eliminadas em 2025, com a entrada em vigor da nova Lei de Estrangeiros.
5. A expansão verificada resulta tanto dos fluxos migratórios como da regularização administrativa de imigrantes já presentes em território nacional.

População estrangeira e saldos demográficos

(% da pop. residente) *(p. p.*)*



Nota: ** A soma dos contributos dos dois saldos resulta na taxa de variação da pop. residente. A soma dos saldos natural e migratório em 2011 não corresponde à diferença entre as estimativas definitivas de população residente de 2010 e 2011 devido a um ajustamento estatístico na população de 2010 com 79 ou mais anos, decorrente de uma subavaliação detetada pelo INE no âmbito da revisão da série de Estimativas Provisórias de População Residente 2011-2020.*

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

Assim, a imigração passou a mais que compensar o declínio da população nacional, com o saldo migratório a superar o valor absoluto do saldo natural.

De facto, em 2025, a população residente cifrou-se em 11,4 milhões (+1,1 milhões face a 2000), dos quais 1,6 milhões detinham nacionalidade estrangeira. A proporção de estrangeiros subiu para 14% (2% em 2000), anulando o desempenho negativo do período das crises.

Retrato da população estrangeira

A composição da população estrangeira por nacionalidade mudou consideravelmente. Por exemplo, em 2005 destacavam-se os imigrantes dos países lusófonos, nomeadamente os PALOP além do Brasil: Cabo Verde (20,2% do total), Brasil (11,5%), Angola (10%) e Guiné-Bissau (7,6%). Em 2025 já se verificava a consolidação da comunidade brasileira (35,9%), uma menor relevância da população angolana (6,5%) e um aumento significativo do peso dos imigrantes oriundos do Indostão (Índia: 5,9%; Nepal: 3,6%; Bangladeche: 3,6%).

A população estrangeira é também tendencialmente mais jovem e apresenta uma distribuição mais assimétrica e dispersa,[6] segundo os dados do INE. A imigração tornou-se num dos principais fatores que mitigam o envelhecimento demográfico (por exemplo, 18% da população residente possui 65 ou mais anos de idade, contra 5% na população estrangeira residente). Em termos geográficos, e tal como acontece com a população portuguesa, a população estrangeira concentra-se, maioritariamente, no litoral (especial-

6. A distribuição da população estrangeira residente em 2025 apresentou uma faixa etária média de 35-39 anos e um desvio-padrão de aproximadamente 5,1 anos, enquanto na população total residente estas estatísticas foram de 40-45 anos e 1,3 anos, respetivamente.

mente no distrito de Lisboa, que concentrava cerca de 39% dos estrangeiros em 2024).

Por sua vez, os imigrantes apresentam, em média, níveis de escolaridade globalmente superiores aos dos portugueses, o que pode ser justificado pelo envelhecimento da população nacional. Assim, em 2025, 30,8% dos estrangeiros e 27,2% dos portugueses entre os 15-74 anos possuíam ensino superior, mas a diferença é mais acentuada no caso dos indivíduos com apenas o ensino básico completo (cerca de 43% no caso dos portugueses, face a 24% no caso dos estrangeiros). Nota-se ainda uma certa sobrequalificação dos imigrantes: segundo os dados da AIMA, apenas 2,4% dos estrangeiros que requiriram título de residência por motivo de atividade profissional em 2024 enquadravam-se nas atividades altamente qualificadas.

Em termos de dinâmica no mercado laboral, a população estrangeira revela mais dificuldade em encontrar trabalho e encontra-se mais propensa a aceitar contratos precários, com uma taxa de desemprego sistematicamente mais alta e volátil face à enfrentada pelos portugueses nativos.[7] Por outro lado, a taxa de atividade é mais baixa entre os nacionais, devido à maior proporção de idosos inativos. Ao mesmo tempo, a remuneração média mensal base dos trabalhadores estrangeiros permanece abaixo da média nacional (1.165€ *vs.* 1.309€ em 2024, segundo dados da DGCP/MTSSS), sendo que o diferencial aumentou nos últimos anos, o que contribui para uma pressão estrutural em baixa sobre os salários.

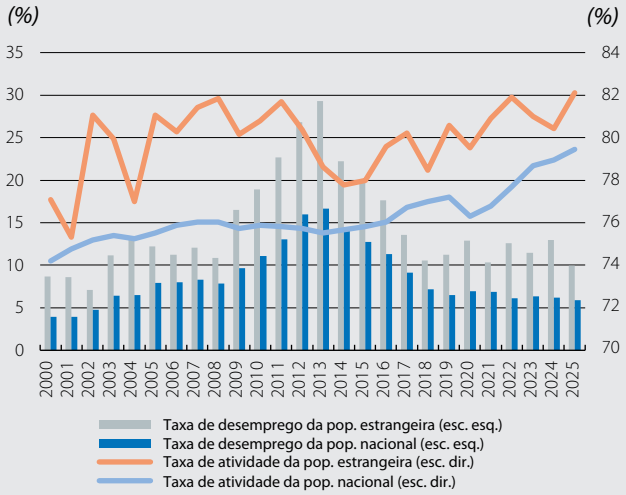
Por fim, analisamos a estrutura setorial do emprego. Os trabalhadores estrangeiros concentram-se em setores de menor intensidade de conhecimento, como a agricultura, a construção e o alojamento e restauração, enquanto a população nacional tende a especializar-se de forma mista, em algumas atividades de menor valor (por exemplo, indústrias têxteis e da madeira; comércio) e noutras mais tecnologicamente intensivas (atividades de informação e comunicação; financeiras e de seguros; e de consultoria, científicas, técnicas e similares).

Em suma, num país marcado pelo declínio da natalidade e pelo envelhecimento,[8] os fluxos migratórios passaram a sustentar a dinâmica demográfica e a reforçar a oferta de trabalho, desempenhando um papel fundamental no crescimento económico (tema analisado no focus seguinte) e compensando a decadência do período das crises. Continuam, porém, a persistir desafios ao nível das qualificações e integração laboral, com vários trabalhadores imigrantes a enfrentar condições tendencialmente precárias ou que não se conciliam com o seu nível de educação, algo visível na taxa de desemprego, nas remunerações e na distribuição por setor de atividade.

Tiago Miguel Pereira

7. Em 2025, a taxa de desemprego da população estrangeira (nacional) foi de 10% (5,9%), segundo o Eurostat.
8. O índice de dependência de idosos tem seguido uma tendência de aumento, passando de 26 idosos por cada 100 pessoas em idade ativa em 2005 para 36,3 em 2025.

Indicadores do mercado de trabalho



Nota: *Estatísticas calculadas para a população em idade ativa (15-64 anos).*
Fonte: *BPI Research, com base nos dados do Eurostat.*

Estrutura setorial do emprego em 2024: total vs. população estrangeira

% das pessoas ao serviço (total ou com nacionalidade estrangeira)

	Total	Nacionalidade estrangeira
1. Setor primário (agricultura e afins)	**2,4**	**5,9**
2.1. Indústrias	**19,1**	**11,8**
2.2. Eletricidade, gás, água, etc.	**1,1**	**0,6**
2.3. Construção	**8,8**	**12,9**
3. Serviços	**68,6**	**68,7**
Comércio	17,7	11,1
Transportes e armazenagem	4,8	3,5
Alojamento e restauração	8,9	18,3
Ativ. de informação e de comunicação	4	3,6
Ativ. financeiras, de seguros e imobiliárias	3,5	1,6
Ativ. consultoria, científicas, técnicas e similares	5,7	3,6

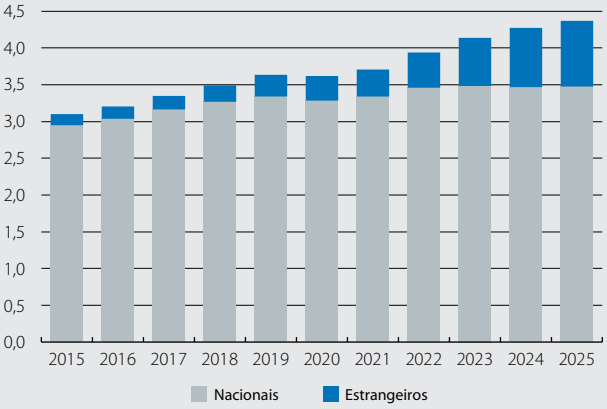
Fonte: *BPI Research, com base nos dados da DGCP/MTSSS.*

Mais pessoas, mais emprego, mais crescimento: o impacto económico da imigração

A população residente em Portugal tem demonstrado um comportamento extraordinário nos últimos 5 anos, superando mesmo as projeções mais otimistas.[1] Com um saldo natural que se mantém negativo há 17 anos consecutivos, tem sido o comportamento do saldo migratório que tem sustentado o crescimento da população residente em Portugal nos últimos anos. Este dinamismo é especialmente acentuado desde 2021, com o ritmo de crescimento médio anual da população a atingir quase 2%. A causa prende-se com o crescimento da população residente estrangeira que, neste período, aumentou 22,5% por ano, em média, um sinal de que o dinamismo económico de Portugal começou a atrair o interesse de estrangeiros, para além de outros fatores, como a fiscalidade e a maior atratividade para determinados grupos populacionais (como o caso dos nómadas digitais). Perante isto, chegamos a 2025 com 11,4 milhões de pessoas a residir em Portugal, das quais cerca de 14% (ou seja, 1,6 milhões) são estrangeiras.[2] Se não fosse a dinâmica recente dos imigrantes, poderíamos ter terminado o ano de 2025 abaixo da barreira dos 10 milhões de habitantes.[3]

Propomos agora analisar o impacto desta dinâmica demográfica numa perspetiva económica. Para isso, recorremos às estatísticas do número de trabalhadores por conta de outrem com remunerações declaradas à Segurança Social, que nos permite distinguir entre cidadãos nacionais e estrangeiros. Estes dados revelam que o dinamismo do emprego nos últimos anos é suportado pelo emprego de trabalhadores estrangeiros: em 2025, do aumento de 2,2% do emprego por conta de outrem medido por estas estatísticas, 1,9 p. p. (86%) são explicados pelos indivíduos de nacionalidade estrangeira. Este contributo tem sido especialmente relevante desde 2022 (em linha com os fluxos migratórios) e tem permitido, ao longo dos últimos 3 anos, compensar o fraco comportamento do emprego dos nacionais (que revela um crescimento médio anual de 0,2%). Perante este dinamismo, a série revela um máximo histórico em 2025, de quase 4,4 milhões de pessoas empregadas; destas, mais de 20% (quase 890 mil pessoas) eram trabalhadores de nacionalidade estrangeira (o que compara com cerca de 10% em 2021). Ainda assim, dados mais recentes revelam que o ritmo de crescimento dos trabalhadores dependentes estrangeiros está a atenuar-se em 2026, o que deverá ser reflexo da maior restritividade das políticas de imigração e desaceleração da atividade económica. Assim, o crescimento médio nos primeiros 5 meses do ano de trabalhadores dependentes estrangeiros aponta para 2,8% homólogo, o que compara com 15% em igual período de 2025 ou os 10,3% registados no conjunto de 2025.

Emprego por conta de outrem, por nacionalidade *
(Milhões de indivíduos)



Nota: ** Pessoas singulares com remunerações declaradas à Segurança Social.*
Fonte: *BPI Research, com base nos dados da Segurança Social.*

Por atividade económica, o Banco de Portugal elucidava que o contributo dos trabalhadores de nacionalidade estrangeira para o aumento do emprego por conta de outrem foi transversal aos vários setores de atividade, ainda que com especial destaque para o alojamento & restauração, agricultura & pesca, comércio e indústria (depois de uma aceleração muito acentuada de alguns destes setores no pós-pandemia, como os relacionados com o turismo, e que justificam o contributo relevante dos trabalhadores estrangeiros para o aumento do emprego por conta de outrem no pós-pandemia).[4]

Outra forma de avaliar a relevância dos trabalhadores estrangeiros é olhar para o montante total de contribuições pagas. As contribuições totais (de trabalhadores dependentes nacionais e estrangeiros) viram o seu rácio face ao PIB aumentar 0,8 p. p. nos últimos 5 anos, registando quase 10% do PIB em 2025. No entanto, este aumento é explicado apenas pelas contribuições dos estrangeiros

1. As projeções do INE, atualizadas em março de 2020, revelavam que, no cenário «Alto» (o mais positivo), a população residente em Portugal atingiria os 10,6 milhões de pessoas em 2025.
2. De recordar que os dados da população residente em Portugal foram recentemente revistos pelo INE, para o período entre 2021 e 2024. Para mais informações sobre este tema, sugerimos a leitura do focus «Afinal somos mais a residir em Portugal; o que mudou nas estatísticas?», no IM07/2026.
3. Estimativa feita tendo por base o saldo natural conhecido e pressupostos quanto ao saldo migratório (assumiu-se uma estabilização do número de imigrantes permanentes face à média registada entre 2011 e 2016).
4. Para mais informações, ver a caixa de texto «Evolução recente do emprego por conta de outrem à luz dos microdados da Segurança Social», no Boletim Económico de março de 2026 do Banco de Portugal.

(+0,8 p. p.), que compensaram a ligeira redução das contribuições dos nacionais (de –0,05 p. p.). Assim, as contribuições dos trabalhadores estrangeiros para a SS passaram de 0,6% do PIB em 2021 para 1,4% em 2025, com o aumento deste rácio a acentuar-se a partir de 2022, reflexo da dinâmica dos fluxos migratórios. Mais concretamente, nos últimos 5 anos, as contribuições dos estrangeiros aumentaram 270% (o equivalente a mais de 3 mil milhões de euros), representando mais de 12% da receita contributiva arrecadada no conjunto do ano (face a 5,6% em 2021) e de 3,2% do total da receita pública (face a 1,5% em 2021).

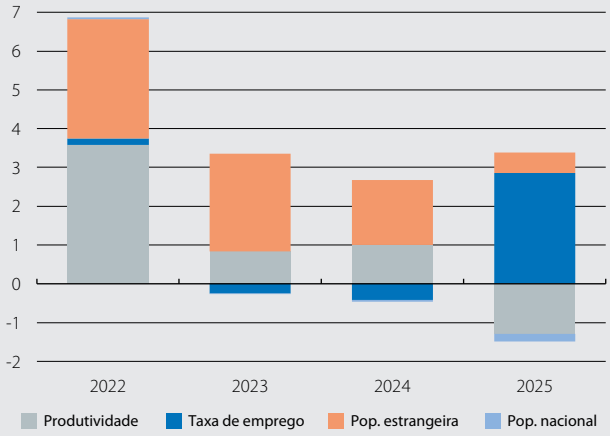
Por fim, procurámos estimar o contributo da população estrangeira para o crescimento da atividade económica nos últimos quatro anos.[5] Usando a metodologia da contabilidade do crescimento,[6] conclui-se que o crescimento económico acumulado de 14,8% entre 2022 e 2025 assentou em três fatores distintos: expansão da população residente, impulsionada exclusivamente pela imigração (com um contributo de 8,0 p. p., face a –0,2 p. p. no caso da população portuguesa), aumento da produtividade (com um contributo de 4,1 p. p.)[7] e melhoria da taxa de emprego (responsável por 2,2 p. p. do crescimento). Ou seja, cerca de 54% do crescimento económico nos últimos 4 anos resultou do contributo da população estrangeira, 28% da melhoria da produtividade e cerca de 15% da melhoria da taxa de emprego. Ainda assim, e tal como evidencia o gráfico, o contributo de cada uma destas parcelas foi distinto ao longo dos últimos 4 anos (por exemplo, o contributo da população estrangeira foi especialmente acentuado em 2023 e 2024, anos em que explica cerca de 80% do crescimento económico).

Assim, os resultados sugerem que a imigração desempenhou um papel determinante na mitigação dos constrangimentos demográficos da população em Portugal. Importa, contudo, realçar que a produtividade foi também um importante motor do crescimento no período analisado. Isto significa que a expansão económica não resultou exclusivamente do aumento do número de trabalhadores, mas também de uma utilização mais eficiente dos fatores produtivos. Ainda assim, os dados evidenciam que, sem o contributo da imigração, o ritmo de crescimento da economia portuguesa teria sido cerca de metade do registado.

Em suma, a nossa análise aponta numa clara direção: a imigração constituiu um dos fatores estruturais mais relevantes para o crescimento económico português dos últimos anos. Num contexto de estagnação da população nacional, os fluxos migratórios permitiram aumentar a oferta de trabalho, sustentar a criação de emprego e reforçar o potencial de crescimento da economia. Assim, a imigração, quando enquadrada por políticas eficazes de acolhimento e integração, surge não apenas como uma resposta às necessidades do mercado de trabalho, mas também como um elemento fundamental para mitigar os efeitos económicos adversos do declínio demográfico e do envelhecimento populacional em Portugal.

Vânia Duarte

Contributos para o crescimento do PIB real
(p. p.)



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

5. Esta análise utiliza um período temporal distinto da análise anterior, de forma a retirar o ano de 2021, fortemente afetado pela pandemia, e que poderia distorcer a análise das variáveis macroeconómicas.
6. Para esta análise decompusemos o produto entre produtividade do trabalho, população residente (nacional e estrangeira) e taxa de emprego.
7. Esta análise utiliza os dados atualmente disponíveis para o PIB real e o emprego. Os números deverão ser diferentes após a conclusão da revisão das séries por parte do INE, depois da revisão feita às séries da população residente em Portugal.

Orçamento do Estado 2027: entre a consolidação orçamental de hoje e os desafios estruturais do amanhã

Na reta final do ano, a Proposta de Orçamento do Estado (POGE) para 2027 traz consigo o balanço de 2026 e as perspetivas fiscais em 2027. Num exercício que marca a nossa publicação mensal de novembro, analisámos o OE 2027 e partilhamos neste artigo as suas principais ideias.

O cenário macroeconómico do governo está globalmente em linha com o do BPI Research e das principais instituições de referência, porém ligeiramente mais otimista, nomeadamente em 2027, tal como indicado pelo CFP[1] e pela UTAO.[2] Em 2026, e à semelhança do BPI e do Banco de Portugal, o governo prevê um crescimento do PIB real de 2,3%, com uma perspetiva mais favorável por parte do Ministério das Finanças para a procura interna. Em 2027, a desaceleração esperada (devido à consolidação do mercado de trabalho e da atividade, assim como à instabilidade geopolítica e nos mercados internacionais) é menor face à nossa perspetiva (2,1% *vs*. 1,9%), argumentando-se na POGE com a melhoria na procura externa líquida e a resiliência na procura interna, particularmente no investimento: considera que o «Portugal 2030», restantes fundos, a trajetória benigna no investimento direto estrangeiro e a recuperação do investimento privado atenuam parcialmente o fim do PRR. O governo também antevê menos inflação, sendo a tese principal a de que o conflito no Médio Oriente se resolve ao longo de 2027 e não se verifica contágio relevante dos preços da energia para as restantes componentes do IPC.

O balanço das contas em 2026

Face ao ligeiro excedente de 0,1% do PIB projetado no OGE 2026 (apresentado há um ano), o Ministério das Finanças estima agora um saldo orçamental nulo para o ano corrente, o que resulta de uma revisão em alta das despesas (+6,2 MM€) que superou a das receitas (+6,1 MM€). Tal refletiu uma execução dos fundos do PRR acima das expetativas no último ano do programa, com o investimento público e as outras despesas correntes a serem revistos em alta em +3,1 MM€ e +1,6 MM€ (+1,0 p. p. e +0,5 p. p. do PIB), respetivamente. As despesas com consumo intermédio e subsídios também foram revistas em alta. Do lado das receitas, destacam-se a receita fiscal e contributiva (+2,7 MM€ ou +0,9 p. p. do PIB), que beneficiou do bom andamento da economia e do aumento do consumo privado, do emprego e dos rendimentos; a receita de capital (+1,8 MM€ ou +0,6 p. p. do PIB) e a outra receita corrente (+1,5 MM€ ou +0,5 p. p. do PIB), também impulsionadas pelas transferências de verbas no âmbito dos fundos NGEU e pelo recebimento de dividendos de empresas públicas, nomeadamente a CGD devido aos seus lucros recorde em 2025. No âmbito do Plano Orçamental de Médio Prazo e do respetivo Relatório Anual de Progresso, o governo já tinha revisto em baixa o saldo orçamental em percentagem do PIB, correspondendo ao apresentado na proposta atual.

Proposta para 2027 e cumprimento das regras orçamentais europeias

Tal como refere a PwC,[3] este acaba por ser considerado um «orçamento de continuidade» e não traz de novo alterações profundas ou disruptivas, optando por iniciativas legislativas avulsas e mantendo a trajetória de alívio fiscal já previamente adotada, sendo que a carga fiscal de impostos estimada diminui para 24,1% em 2026 e 23,8% em 2027.

A política orçamental revela-se tendencialmente neutra ou ligeiramente restritiva, o governo prevê uma ligeira melhoria do saldo global para 0,1% do PIB em 2027, resultando do desvanecimento dos efeitos *one-off* ligados ao fim do PRR, com as despesas de capital (incluindo investimento), subsídios e outra despesa corrente a caírem –38,9%, –12,9% e –11%, respetivamente. Por outro lado, a folga orçamental é limitada pela redução na outra receita corrente (–16,9%, também marcada pelo PRR); pelo menor crescimento da receita fiscal e contributiva (4,5%; –0,8 p. p. face a 2026), o que se justifica tanto por via de novas medidas discricionárias como de políticas invariantes de estímulo à oferta e ao setor privado (tais como a redução do IVA à construção de 23% para 6%; redução do IRS até ao 6º escalão e do IRS nas rendas moderadas de 25% para 10%; redução da taxa de IRC em –1 p. p. por ano; reversão do SIFIDE indireto e medidas de combate à fraude nos combustíveis), pelo maior aumento de uma das rubricas mais rígidas – as despesas com pessoal (5,3%, +0,6 p. p.) – em decorrência dos acordos salariais e aumento do RMMG, assim como os maiores encargos com juros (sobem 23,2%; +12,6 p. p.) associados às pressões ascendentes nos custos de financiamento devido ao prolongar do conflito no Médio Oriente (choque energético) e à recente instabilidade nos mercados de dívida soberana de várias economias desenvolvidas, nomeadamente os EUA e a França, que acabam por agravar tanto o risco de taxa de juro como o de crédito (ainda que pouco, no caso de Portugal).

1. «Previsões macroeconómicas subjacentes à Proposta de Orçamento do Estado para 2027» do CFP. Disponível em: https://www.cfp.pt/pt/publicacoes/orcamento-do-estado/previsoes-macroeconomicas-subjacentes-a-proposta-de-orcamento-do-estado-para-2027

2. «Apreciação preliminar da Proposta de Orçamento do Estado para 2027» da UTAO. Disponível no site da Assembleia da República: https://www.parlamento.pt/

3. «Um Orçamento de continuidade - Proposta de Lei do Orçamento do Estado para 2027» da PwC. Disponível em: https://www.pwc.pt/pt/pwcinforfisco/orcamentoestado.html

Principais rubricas das contas públicas

				Variação 2027-2019		Variação 2027-2026		
(% PIB)	2019	2026	2027	% PIB	Milhões euros	TVH %	Contributos	Milhões euros
Receita corrente	**42,2**	**43,0**	**41,3**	**–0,9**	**50.325**	**1,6**	**1,5**	**2.259**
Receita fiscal e contributiva	36,6	37,2	36,8	0,2	47.057	4,5	3,7	5.385
Receita capital	0,4	2,5	0,7	0,3	1.664	–68,8	–3,7	–5.462
Receita total	**42,6**	**45,4**	**42,0**	**–0,5**	**51.990**	**–2,2**	**–**	**–3.203**
Consumo intermédio	5,1	5,4	4,9	–0,2	5.827	-4,0	–0,5	–696
Despesas com pessoal	10,8	10,6	10,6	–0,2	12.831	5,3	1,2	1.812
Prestações sociais	18,2	17,9	17,6	–0,6	21.036	3,8	1,5	2.190
Juros	2,9	2,1	2,4	–0,5	1.990	23,2	1,1	1.548
Subsídios	0,4	0,7	0,6	0,1	986	–12,9	–0,2	–286
Investimento	1,9	4,3	2,8	1,0	5.705	–31,0	–3,0	–4.348
Despesa total	**42,5**	**45,4**	**42,0**	**–0,5**	**51.964**	**-2,3**	**–**	**–3.391**
Despesa Corrente Primária	36,7	37,9	36,4	–0,3	45.395	1,5	1,3	1.840
Saldo Global	**0,1**	**0,0**	**0,1**	**0,0**	**26**	**–**	**–**	**189**
Saldo primário	3,0	2,1	2,5	–0,5	2.016	–	–	1.737
Saldo primário estrutural	2,0	2,5	2,6	0,6	4.233	–	–	133
Dívida Pública	**116,1**	**87,5**	**84,5**	**–31,6**	**38.101**	**–**	**–**	**5.582**

Fonte: *BPI Research, com base nos dados do INE, Proposta OGE 2027 e Relatório de Elementos Informativos (OGE 2027).*

Em termos de critérios europeus, o limite da despesa primária líquida é cumprido apesar da margem reduzida e apenas após considerar a flexibilidade associada ao aumento da despesa em Defesa.[4] Já a dívida pública em percentagem do PIB deverá diminuir para 87,5% este ano e para 84,5% no próximo, suportada pelo bom andamento da economia e pelos excedentes primários.

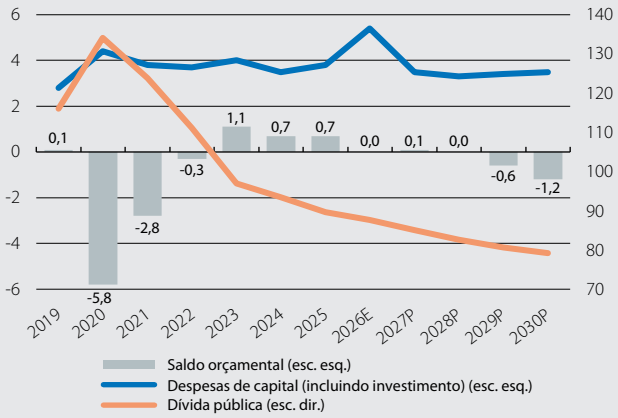
O que esperar nos próximos anos?

O BPI Research reviu em alta as suas previsões para o saldo global em 2026-2028 (para 0,0%, 0,1% e 0,0%) e em baixa para 2029 (–0,6%, juntamente com –1,2% em 2030).

O saldo nulo em 2026 apresenta também uma degradação face aos anos anteriores devido à política de redução e impostos iniciada em 2024, aos grandes aumentos *one-off* de despesa ligados ao fim do PRR e ainda aos apoios temporários para famílias e empresas devido às tempestades do início do ano e ao conflito no Médio Oriente. Em 2027, antecipa-se uma ligeira melhoria devido ao término do PRR, embora a despesa seja impulsionada por juros mais elevados. O cenário para 2028-30 está, de um modo geral, alinhado com as projeções oficiais mais recentes (CFP e FMI), antecipando uma deterioração e regresso a défices devido ao continuado desagravamento fiscal e menor margem para obter receitas correntes via emprego (consolidação do mercado de trabalho), aos efeitos de fundo do investimento europeu em defesa (ReArm Europe/SAFE) e à rigidez estrutural da despesa com pessoal e, principalmente, prestações sociais, que acabam por ter uma relevância acrescida dado o envelhecimento demográfico e os menores fluxos migratórios. O rácio dívida pública/PIB foi revisto em baixa, também em consonância com o governo, embora numa magnitude menos acentuada (85%>84,5% em 2027), considerando o seu otimismo.

OE 2027: dados e previsões do BPI Research

(% do PIB)



Nota: *A partir de 2027, previsões do BPI Research.*
Fonte: *BPI Research, com base no INE, Proposta de OGE 2027 e estimativas próprias.*

Tiago Miguel Pereira

4. O crescimento projetado da despesa líquida, 2,5% em 2027, excede significativamente o teto recomendado de 1,2%, levando o desvio acumulado bruto a 0,9% do PIB. Retirando os efeitos da despesa com Defesa, esse desvio reduz-se para 0,5% do PIB, ligeiramente abaixo do limite do novo quadro de governação económica europeia de 0,6% no acumulado de 2 anos (ou 0,3% anual), restando uma margem de apenas 0,1% do PIB. O cumprimento é efetivo, mas apertado, ficando dependente da precisão da execução orçamental, do alinhamento com as previsões económicas e do reconhecimento das flexibilidades previstas.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2024	2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
Índice coincidente para a atividade	2,3	2,1	2,4	2,4	2,3	2,4	2,4	2,4	...
Indústria									
Índice de produção industrial	0,8	0,7	0,6	0,4	–0,8	–2,5	–4,1	–2,7	...
Indicador de confiança na indústria (*valor*)	–6,2	–4,0	–2,9	–2,1	–3,6	–4,3	–4,4	–4,3	–4,1
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	8,8	18,9	14,8	–2,2	11,0	–31,1	–2,9	...	...
Compra e venda de habitações	14,5	15,5	–4,7	–8,7	–6,4	...	–	–	...
Preço da habitação (*euro / m² - avaliação bancária*)	8,5	17,4	18,4	17,5	16,7	14,7	14,7	14,2	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (*acum. 12 meses*)	6,3	1,7	1,7	2,1	1,5	18,2	9,3	18,2	...
Indicador de confiança nos serviços (*valor*)	5,5	10,1	7,7	6,0	8,2	8,5	8,4	8,8	7,5
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	3,3	5,3	5,3	4,4	3,5	1,5	2,0	0,1	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,9	3,6	3,6	3,5	3,0	2,9	2,9	2,9	...
Indicador de confiança dos consumidores (*valor*)	–18,0	–16,2	–15,2	–16,2	–25,6	–21,2	–20,5	–20,6	–23,1
Mercado de trabalho									
População empregada	1,2	3,2	3,7	2,3	2,9	1,1	1,0	0,6	...
Taxa de desemprego (*% da pop. ativa*)	6,4	6,0	5,8	6,1	5,3	5,5	5,6	5,6	...
PIB	**2,7**	**1,9**	**1,9**	**2,4**	**2,6**	**2,4**	–	–	–

Preços

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

	2024	2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
Inflação global	2,4	2,3	2,2	2,2	3,3	3,3	3,3	3,6	3,8
Inflação subjacente	2,5	2,2	2,1	1,9	2,3	2,6	2,6	2,7	2,8

Setor externo

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

	2024	2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
Comércio de bens									
Exportações (*variação homóloga, acum. 12 meses*)	2,0	0,1	0,1	–3,2	–0,1	...	2,4	...	...
Importações (*variação homóloga, acum. 12 meses*)	2,0	4,5	4,5	3,7	4,3	...	3,9	...	...
Saldo corrente	**7,3**	**3,6**	**3,6**	**2,3**	**1,2**	**...**	**0,7**	**...**	**...**
Bens e serviços	6,8	3,0	3,0	1,7	0,5	...	0,1	...	...
Rendimentos primários e secundários	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	...	0,5	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (–) de financiamento	**10,5**	**8,3**	**8,3**	**7,7**	**7,3**	**...**	**6,9**	**...**	**...**

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2024	2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
Depósitos [1]									
Depósitos das famílias e empresas	7,5	5,4	5,4	6,4	6,9	5,3	5,8	5,3	...
À ordem	–0,3	8,1	8,1	7,9	7,3	4,5	5,6	4,5	...
A prazo e com pré-aviso	15,3	3,1	3,1	5,1	6,5	6,0	5,9	6,0	...
Depósitos das Adm. Públicas	26,7	28,7	28,7	20,4	9,2	23,1	24,9	23,1	...
TOTAL	**7,9**	**6,0**	**6,0**	**6,9**	**7,0**	**5,9**	**6,4**	**5,9**	**...**
Saldo vivo de crédito [1]									
Setor privado	1,9	6,6	6,6	7,7	8,2	8,8	8,7	8,8	...
Empresas não financeiras	–1,0	2,6	2,6	4,3	4,8	5,2	5,2	5,2	...
Famílias - habitação	3,0	9,3	9,3	9,8	10,6	11,3	11,2	11,3	...
Famílias - outros fins	5,4	7,0	7,0	8,4	8,2	8,6	8,7	8,6	...
Administrações Públicas	0,6	6,4	6,4	3,2	3,2	4,2	6,9	4,2	...
TOTAL	**1,9**	**6,6**	**6,6**	**7,5**	**8,0**	**8,6**	**8,7**	**8,6**	**...**
Taxa de incumprimento (%) [2]	**2,4**	**2,1**	**2,1**	**2,1**	**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 mantém-se firme, apesar da incerteza e do choque energético

A economia espanhola enfrenta o complexo contexto atual, marcado pelas tensões no setor energético e pela incerteza geopolítica global, a partir de uma posição de força. Mantém um crescimento sólido com uma composição positiva, com destaque especial para o consumo privado, o investimento e as exportações de serviços. Por seu lado, a elevada poupança acumulada permite às famílias atenuar as pressões inflacionistas e limitar, por enquanto, o seu impacto nas despesas de consumo. Além disso, a economia continua a demonstrar capacidade para criar emprego, embora a regularização extraordinária de imigrantes dificulte a avaliação da verdadeira solidez do mercado de trabalho.

A economia espanhola continua a crescer de forma robusta, apoiada na procura interna. O PIB cresceu 0,6% em cadeia no 3T, em linha com as previsões do BPI Research e apenas 0,1 p.p. abaixo do trimestre anterior. Dessa forma, continua a superar o crescimento da Zona Euro, que se situou nos 0,2%, excluindo a Irlanda. Em termos homólogos, o crescimento acelerou uma décima, para 2,7%. Por componentes, o crescimento em cadeia do PIB deve-se fundamentalmente ao dinamismo da procura interna, que contribuiu com 0,5 p. p. Este aumento baseou-se no consumo (que cresceu 0,6% no caso do consumo privado e 0,9% no caso do consumo público) e no investimento empresarial, que registou um aumento de 0,7%.

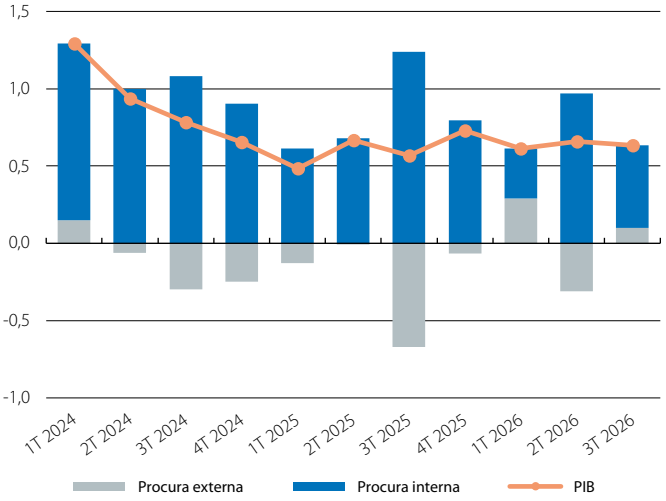
Por sua vez, a procura externa contribuiu com 0,1 p. p. para o crescimento em cadeia do PIB. Este comportamento deve-se ao maior impulso das exportações, que crescem 1,3%, com destaque para os serviços, tanto turísticos como não turísticos, face a 1,1% das importações.

A economia mantém um tom favorável, embora com alguns sinais de moderação. A informação disponível relativa ao 4T ainda é muito escassa, embora continue a apontar para uma continuação do crescimento a um ritmo um pouco mais moderado. Do lado positivo, o PMI do setor industrial registou uma tendência ascendente em outubro e atingiu os 52,2 pontos, o valor mais elevado desde agosto do ano passado, e o do setor dos serviços, embora os dados relativos a outubro ainda não estejam disponíveis, encontra-se nos níveis mais elevados desde 2021. Em contrapartida, as vendas a retalho em termos reais registaram, em setembro, uma queda de 1,4% em termos homólogos, o que reforça os indícios de que as pressões inflacionistas começam a ter impacto nas decisões de despesa das famílias.

A evolução do mercado de trabalho mantém-se positiva, mas a regularização extraordinária continua a dificultar a sua leitura. Segundo a EPA (Inquérito à População Ativa de Espanha), a criação de emprego abrandou no 3T. O número de pessoas empregadas aumentou em 73.600, um valor inferior ao habitual neste período (cerca de 150.000 pessoas entre 2023 e 2025). Em termos ajustados de sazonalidade, o crescimento situou-se nos 0,3% em cadeia, contra os 0,5% do trimestre anterior. Entretanto, o ritmo de inscrições mantém-se muito elevado, impulsionado pela regularização extraordinária. Em outubro e em termos ajustados de sazonalidade, verificou-se um aumento de 129.481 inscritos, o maior aumento desde junho de 2021 e muito acima da média mensal do 3T (90.748).

Espanha: PIB

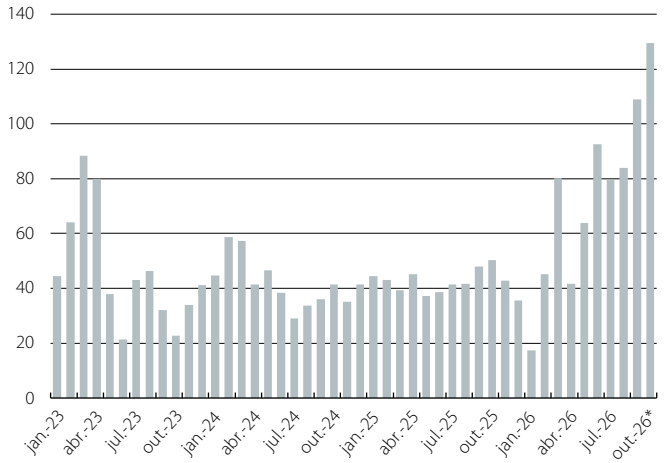
Variação em cadeia (%) e contribuições (p. p.)



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

Espanha: inscritos na Segurança Social

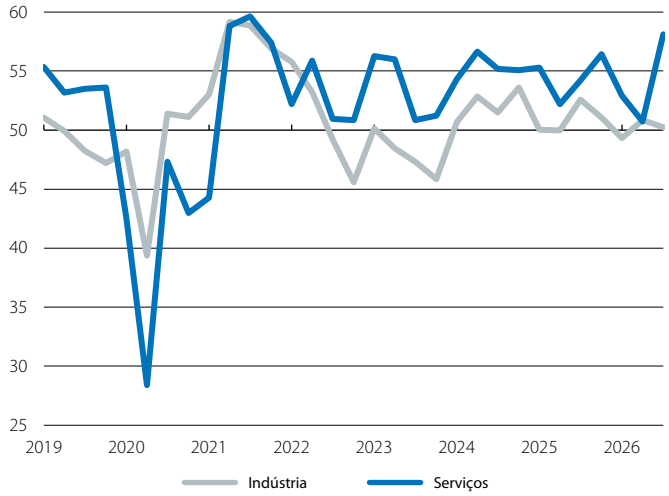
Variação mensal (milhares)



Notas: *Dados ajustados de sazonalidade. * Dados provisórios.*
Fonte: *BPI Research, com base em dados do Ministério da Inclusão, Segurança Social e das Migrações.*

Espanha: PMI

Nível (média trimestral)



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

Quanto ao efeito da regularização sobre o emprego, o seu impacto é difícil de quantificar através da EPA, uma vez que esta reflete a situação laboral efetiva dos indivíduos, independentemente de o emprego estar ou não formalizado administrativamente. No entanto, observam-se alguns indícios de um aumento do número de trabalhadores estrangeiros, que no 3T representavam 16,8 % do total, mais 1 p. p. do que no 1T, antes do início do processo. O impacto é muito mais visível nos registos de inscritos. No período compreendido entre o início do ano e 30 de setembro, o número de trabalhadores estrangeiros inscritos aumentou em 576.188 pessoas, contra 211.457 no mesmo período de 2025. Deste aumento, 421.306 inscritos (73,1%) estariam relacionados com o processo de regularização. Paralelamente, verifica-se uma clara moderação no aumento do número de inscritos espanhóis, que registou um crescimento de apenas 108.103 pessoas, contra cerca de 210.000 no ano anterior. De qualquer forma, resta determinar em que medida o aumento do número de trabalhadores estrangeiros inscritos se deve à criação efetiva de novos postos de trabalho e em que medida se deve à formalização de relações laborais pré-existentes que permaneciam na economia informal.

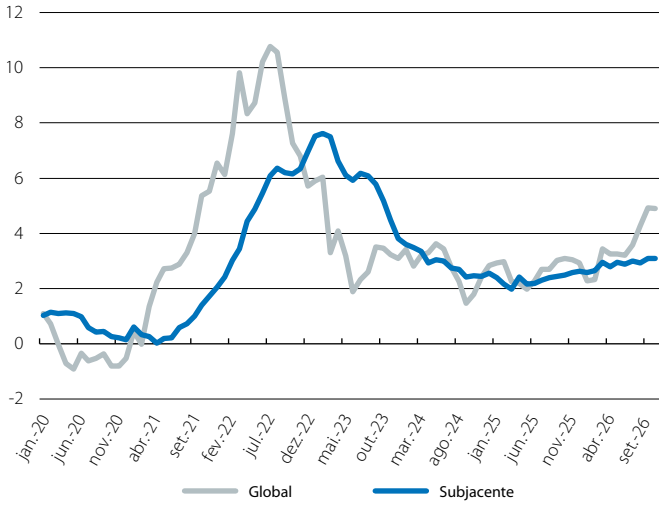
A energia mantém a inflação em níveis elevados. De acordo com a estimativa preliminar do IPC, a inflação global situou-se em outubro nos 4,9%, igual ao mês anterior, enquanto a inflação subjacente, que exclui a energia e os alimentos não transformados, também estabilizou nos 3,1%. Num contexto em que os preços do petróleo e do gás continuam sob forte pressão, a redução do custo dos combustíveis, graças aos descontos, contrabalança o aumento da inflação nos serviços, impulsionado pelo turismo. Não obstante, o aumento dos preços da energia durante o mês de outubro foi superior ao que previámos e acarreta riscos de revisão em alta nas nossas previsões de inflação.

A solidez da balança de serviços contrasta com a deterioração do saldo comercial. O saldo da balança corrente até agosto, em termos acumulados de 12 meses, registou um excedente de 2,6% do PIB, menos 0,6 p. p. do que no conjunto de 2025, mas ainda acima dos níveis registados antes da pandemia (2,1% em 2019). Por um lado, o défice comercial agravou-se, atingindo –3,4% do PIB (–3,0% em 2025), uma vez que a contenção do défice energético, que estabilizou em 1,7% do PIB, contrasta com a forte deterioração do défice de bens não energéticos (–1,7% *vs*. –1,2%), penalizado sobretudo pelos saldos comerciais dos setores automóvel e dos bens de equipamento. Em contrapartida, os serviços continuam a gerar elevados excedentes: os setores não turísticos consolidam o seu papel cada vez mais importante (2,6 % do PIB, tal como no ano passado) e o turismo mantém valores históricos (4,3 % pelo terceiro ano consecutivo).

As transações imobiliárias de habitação estão a abrandar, mas o mercado continua muito tenso. As transações imobiliárias acumulam uma quebra homóloga de 2,3% entre janeiro e agosto. A deterioração da acessibilidade, o efeito de transição em relação ao excelente ano de 2025 e as perspetivas de endurecimento das condições financeiras explicam esta normalização, embora o volume de atividade continue a ser historicamente elevado, com cerca de 700.000 transações nos últimos 12 meses. Quanto à oferta, as licenças de construção de edifícios novos registaram um aumento de 11% nos últimos 12 meses, mas este avanço continua a ser insuficiente para colmatar o fosso em relação à procura. Os preços, por seu lado, têm vindo a registar um ritmo de crescimento mais moderado nos últimos trimestres, embora o desequilíbrio persistente entre a oferta e a procura continue a impulsioná-los.

Espanha: IPC

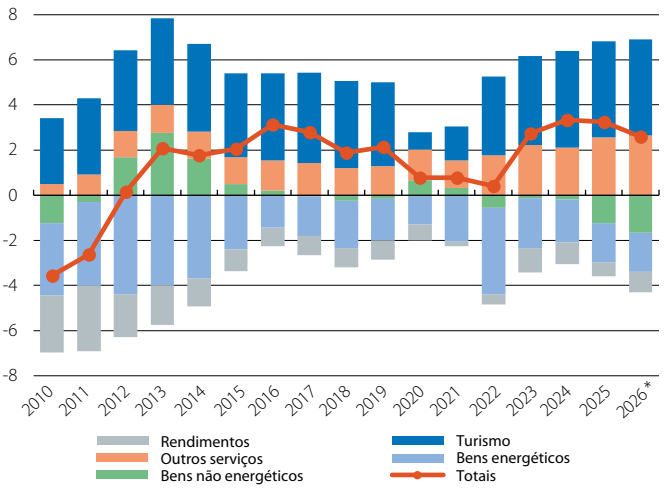
Variação homóloga (%)



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

Espanha: balança corrente

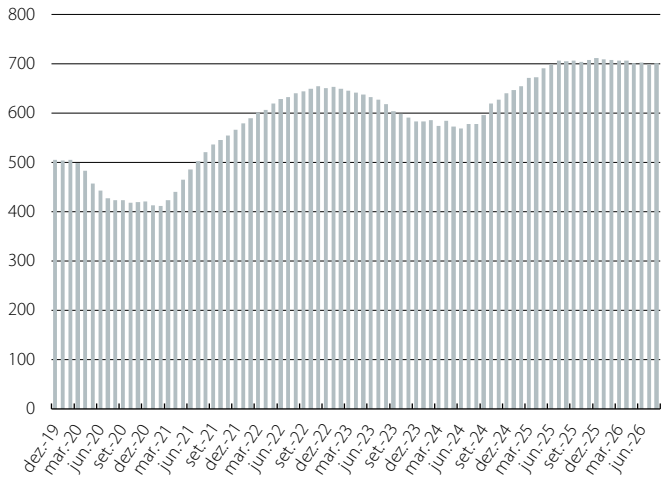
(% do PIB)



Notas: ** Dados acumulados de 12 meses até agosto. Dados sobre bens de acordo com a classificação SITC.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados do Banco de Espanha.*

Espanha: compra e venda de habitações

(Milhares)



Nota: *Dados acumulados de 12 meses.*
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	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
Indústria									
Índice de produção industrial	0,4	1,3	1,8	0,5	2,1	...	1,5	...	...
Indicador de confiança na indústria *(valor)*	–4,9	–4,8	–4,1	–3,1	–4,0	–2,3	–3,5	–0,9	–0,4
PMI das indústrias *(valor)*	52,2	50,9	51,1	49,3	50,9	50,2	49,5	51,0	52,2
Construção									
Licenças de novas construções *(acum. 12 meses)*	16,7	8,8	8,8	6,2	9,8	...	...	...	...
Compra e venda de habitações *(acum. 12 meses)*	9,7	11,1	11,1	5,2	0,6	...	–0,6	...	...
Preço da habitação	8,4	12,7	12,9	12,9	12,2	...	...	...	...
Serviços									
Turistas estrangeiros *(acum. 12 meses)*	10,1	3,2	3,2	2,7	3,2	...	4,3	...	...
PMI dos serviços *(valor)*	55,3	54,5	56,4	52,9	50,7	58,1	57,8	58,3	...
Consumo									
Vendas a retalho[1]	1,8	4,3	4,2	3,2	0,7	–0,8	–0,5	–1,4	...
Matrículas de automóveis	7,2	12,9	8,0	7,6	5,0	8,0	11,8	10,2	1,8
Indicador do sentimento económico *(valor)*	103,1	103,1	104,2	105,2	103,0	104,1	102,2	105,6	105,1
Mercado de trabalho									
População empregada[2]	2,2	2,6	2,8	2,4	2,3	2,1	...	...	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	11,3	10,5	9,9	10,8	9,9	10,2	...	...	...
Inscritos na Segurança Social[3]	2,4	2,3	2,4	2,3	2,6	3,2	3,1	3,4	...
PIB	**3,7**	**2,6**	**2,5**	**2,6**	**2,6**	**2,7**	...	...	...

Preços

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

	2024	2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
Inflação global	2,8	2,7	3,0	2,7	3,2	4,3	4,3	4,9	4,9
Inflação subjacente	2,9	2,3	2,6	2,7	2,9	3,0	2,9	3,1	3,1

Setor externo

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

	2024	2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
Comércio de bens									
Exportações *(variação homóloga, acum. 12 meses)*	0,2	0,7	0,7	0,2	1,2	...	2,6	...	...
Importações *(variação homóloga, acum. 12 meses)*	0,1	4,6	4,6	1,7	4,5	...	6,0	...	...
Saldo corrente	**53,4**	**54,8**	**54,8**	**54,2**	**47,0**	**...**	**45,9**	**...**	**...**
Bens e serviços	69,0	65,1	65,1	67,7	61,7	...	61,9	...	...
Rendimentos primários e secundários	–15,6	–10,3	–10,3	–13,4	–14,7	...	–16,0	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (–) de financiamento	**71,5**	**72,3**	**72,3**	**71,7**	**66,0**	**...**	**64,7**	**...**	**...**

Crédito e depósitos dos setores não financeiros[4]

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

	2024	2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	3T 2026	08/26	09/26	10/26
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	5,1	4,8	4,9	4,8	5,5	5,0	5,0	4,8	...
À ordem e poupança	2,0	6,7	7,2	6,7	7,1	5,0	5,0	4,2	...
A prazo e com pré-aviso	23,5	–4,7	–6,6	–4,7	–2,2	5,4	5,4	8,0	...
Depósitos das Adm. Públicas[5]	23,1	4,9	7,2	4,9	5,0	8,5	8,5	4,6	...
TOTAL	**6,3**	**4,8**	**5,1**	**4,8**	**5,5**	**5,3**	**5,3**	**4,8**	**...**
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	0,7	3,5	2,8	3,5	3,8	2,0	2,0	3,3	...
Empresas não financeiras	0,4	2,9	2,3	2,9	3,7	3,8	3,8	4,5	...
Famílias - habitação	0,3	3,5	2,9	3,5	3,7	3,7	3,7	3,8	...
Famílias - outros fins	2,3	4,6	3,7	4,6	4,3	–6,8	–6,8	–0,9	...
Administrações Públicas	–2,6	10,7	12,9	10,7	8,1	8,3	8,3	2,5	...
TOTAL	**0,5**	**3,9**	**3,4**	**3,9**	**4,1**	**2,4**	**2,4**	**3,3**	**...**
Taxa de incumprimento (%)[6]	**3,3**	**2,7**	**2,9**	**2,7**	**2,6**	**2,5**	**2,5**	**...**	**...**

Notas: *1. Sem estações de serviço e deflacionado. 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.*

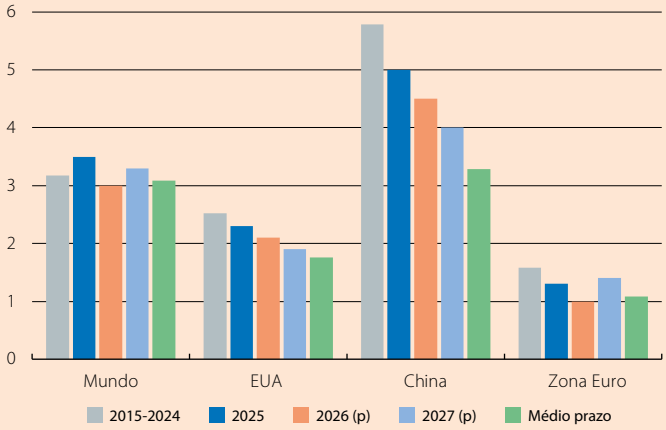
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados do Ministério da Economia, Ministério de Fomento, Ministério de Emprego e da Segurança Social, Instituto Nacional de Estatística, Serviço Público de Emprego Estatal espanhol, S&P Global PMI, Comissão Europeia, Departamento de Alfândegas e Impostos Especiais espanhol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

Perspetivas económicas internacionais: quanta resiliência mais haverá em 2027?

Nos últimos anos, a economia mundial resistiu melhor do que o esperado a uma sucessão de choques, desde a invasão russa à Ucrânia e a viragem na política tarifária dos EUA até às perturbações no tráfego energético no estreito de Ormuz. Esta resiliência assentou na solidez inicial dos balanços do setor privado e do emprego, na estabilidade financeira e na capacidade de adaptação das empresas, das cadeias de abastecimento e dos mercados energéticos.[1] No entanto, no próximo ano a economia global será novamente posto à prova, num contexto em que as políticas económicas irão dispor de uma margem de manobra mais reduzida, enquanto forças estruturais (como o envelhecimento demográfico e as alterações climáticas) continuarão a fazer-se sentir.

Previsões de crescimento do PIB

(%)



Notas: *(p) Previsões próprias para 2026 e 2027 elaboradas em setembro de 2026. As previsões a médio prazo correspondem a 2031 e provêm do WEO do FMI de outubro de 2026.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados do FMI.*

Num contexto geopolítico fragmentado e incerto, esperamos que a economia global continue a ser marcada pela coexistência de duas forças opostas: o impacto negativo do choque energético e o impulso do ciclo tecnológico. A evolução do conflito no Médio Oriente e a capacidade da inteligência artificial (IA) para gerar rendimentos empresariais, alargar a sua adoção e aumentar a produtividade determinarão o equilíbrio entre ambos, com efeitos distintos sobre o crescimento, a inflação e as políticas monetárias. A este cenário juntam-se diversos desequilíbrios nas principais regiões geográficas: uma procura interna dinâmica e elevados défices orçamentais e externos nos EUA, uma poupança que não se traduz suficientemente em investimento na UE e um excesso de investimento face à fraqueza do consumo na China.[2]

No nosso cenário central, a normalização progressiva do choque energético, apesar dos riscos de subida dos preços (tendo em conta as cotações recentes dos futuros) e a continuidade do impulso tecnológico permitirão que o crescimento mundial passe de 3,0% em 2026 para 3,3% em 2027. Este ritmo situar-se-ia próximo do registado durante a última década e do previsto a médio prazo (ver o primeiro gráfico). A evolução será desigual entre as diferentes regiões: os EUA irão registar uma ligeira desaceleração do seu crescimento, com um aumento de 1,9% em 2027, face aos 2,1% de 2026; a Zona Euro recuperará algum dinamismo, passando de 1,0% para 1,4%; e a China continuará a registar uma desaceleração, passando de 4,5% para 4,0%. A maior expansão de outras economias emergentes compensará parcialmente a perda gradual de dinamismo destes três grandes blocos.

Com uma margem de manobra orçamental reduzida, a composição do estímulo será decisiva

A persistência da inflação, sobretudo se a crise energética se prolongar, limita a margem de manobra para a flexibilização da política monetária, enquanto a redução da margem de manobra orçamental restringe também a capacidade de resposta.[3] O dilema não residirá tanto em estimular ou consolidar, mas sim em decidir onde concentrar recursos escassos sem agravar as pressões inflacionistas. Perante novas perturbações, as ajudas deverão ser temporárias, de modo a proteger os agregados familiares vulneráveis sem neutralizar os sinais de preços nem comprometer as margens remanescentes.[4]

Os EUA mantêm défices orçamental e externo elevados, compatíveis com um dinamismo significativo da procura interna, mas que exercem pressão em alta sobre as taxas de juro a longo prazo e agravam as dúvidas quanto à sustentabilidade da dívida pública. Segundo o FMI, a orientação da política orçamental será ligeiramente restritiva em 2027, com a continuação da melhoria gradual do saldo primário estrutural iniciada em 2026, embora sem constituir uma consolidação substancial (ver o segundo gráfico). A *One Big Beautiful Bill Act* (OBBBA), aprovada em 2025, continuará a apoiar a atividade e as contas públicas continuarão claramente deficitárias.[5] A nova maioria democrata em ambas as câmaras poderá tentar rever alguns cortes na despesa ou impedir a prorrogação das

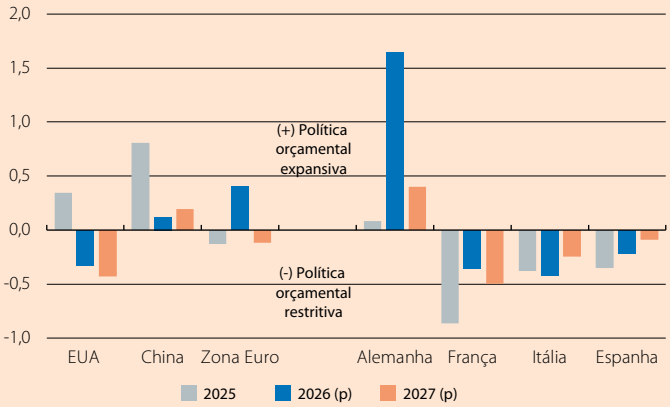
1. BIS (2026). «From Resilience to Robustness?».
2. FMI (2026). «World Economic Outlook: Resilience Under Strain, Urgent Choices».
3. Para mais detalhes, ver o artigo «2027: Perspetivas monetárias e implicações orçamentais», no Dossier nesta publicação.
4. FMI (2026). «Fiscal Monitor: Taxing Better to Boost Growth».
5. FMI (2026). «United States: 2026 Article IV Consultation».

medidas fiscais de caráter temporário, que, no seu conjunto, equivalem a cerca de 0,5% a 0,7% do PIB anual.[6,7] No entanto, o veto presidencial e a ausência de maiorias qualificadas tornam improvável uma alteração substancial da trajetória orçamental sem acordos bipartidários.

No caso da UE, o fim da mobilização dos fundos europeus do NGEU coincide com necessidades crescentes de colmatar lacunas estratégicas. A orientação orçamental agregada aproximar-se-ia da neutralidade em 2027, embora com uma maior margem expansionista na Alemanha e restrições mais severas em Itália e, especialmente, em França, a par de uma pressão crescente para reequilibrar a despesa em direção a áreas estratégicas como a defesa e as infraestruturas.[8] A execução da agenda de competitividade dependerá do ciclo político e da negociação do orçamento europeu para 2028-2034, que terá de conciliar as novas prioridades com a posição dos países frugais e a manutenção das políticas de coesão.[9]

Orientação da política orçamental

(p. p. do PIB potencial)



Notas: *(p) Previsões. A orientação da política orçamental é aproximada pela variação do saldo primário corrigido dos efeitos do ciclo económico face ao ano anterior, com o sinal invertido.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados do FMI.*

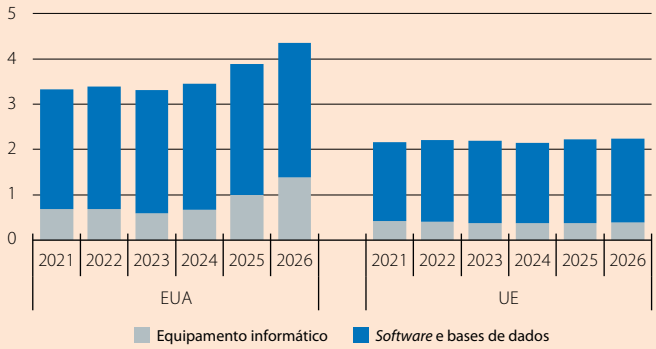
A China pode voltar a estimular a sua economia, mas uma nova expansão do investimento em infraestruturas e na indústria transformadora agravaria o endividamento dos governos locais e os excessos de capacidade, enquanto reativar indiscriminadamente o setor imobiliário atrasaria o seu ajustamento. O apoio orçamental deverá reforçar a proteção social, apoiar a entrega das habitações inacabadas que foram vendidas em planta e reduzir a incerteza das famílias para impulsionar o consumo e diminuir a dependência das exportações.[10]

O momento da verdade para a IA

O forte aumento do investimento em capital digital tem sustentado o ciclo, especialmente nos EUA, com a IA como um dos seus principais motores recentes (ver o terceiro gráfico). No entanto, em 2027, terá de demonstrar que consegue alargar o seu impacto para além das infraestruturas tecnológicas, traduzir-se numa adoção mais generalizada pelo tecido produtivo e gerar retornos empresariais que sustentem o esforço de investimento. A capacidade de dar este salto será muito desigual: os EUA têm vantagem inicial nas áreas da informática, dos modelos, dos semicondutores, do financiamento e dos ativos intangíveis. A China dispõe de escala industrial e rapidez de adoção, mas enfrenta restrições no acesso à tecnologia avançada. Por fim, a UE continua atrasada em investimento, escala e comercialização da inovação.[11]

Investimento em capital digital relacionado com a IA

(% do PIB)



Notas: *Dados em termos nominais. A formação bruta de capital fixo em equipamento informático,* software *e bases de dados é utilizada como proxy da base de investimento digital que facilita o desenvolvimento e a adoção da IA, embora também inclua investimento não relacionado com esta tecnologia. Os dados mais recentes da OCDE referem-se a 2024, no caso dos EUA, e a 2023, no caso da UE. Os valores subsequentes são estimados com base nas contas nacionais, com dados anuais até 2025 e trimestrais até ao 2T 2026. Não existe uma desagregação equivalente e comparável para a China.*
Fonte: *BPI Research, com base em dados da OCDE, do BEA e do Eurostat.*

No nosso cenário central, o impulso da IA continuará a sustentar o crescimento nos próximos anos, sobretudo nos EUA, embora a sua intensidade dependa cada vez mais da capacidade de o investimento se traduzir em ganhos efetivos de produtividade. A sua generalização exigirá uma difusão setorial, capital humano, dados e reorganização empresarial. Uma transmissão mais rápida para o conjunto da economia reforçaria o crescimento potencial. Em contrapartida, resultados abaixo do esperado podem travar o investimento e provocar uma correção das valorizações de mercado, com efeitos sobre as condições financeiras e a procura agregada.[12]

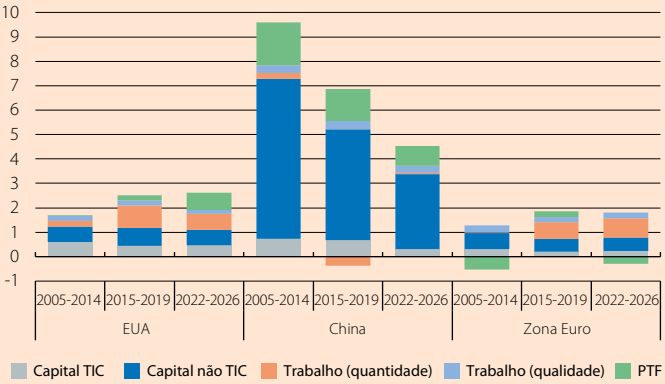
6. Ver Nota Informativa «Vitória expressiva dos democratas nas *midterms*, com um bloqueio político à vista» e o Focus «As *midterms* são relevantes para Trump? E para os EUA?», no IM10/2026.
7. Estimativa baseada no Congressional Budget Office (2025). «Estimated Budgetary Effects of Public Law 119-21 [OBBBA]».
8. Comissão Europeia (2026). «An Assessment of the Euro Area Fiscal Stance in 2026 and 2027 amid an Energy Supply Shock».
9. Ver o Focus «O próximo orçamento dá continuidade ao NGEU no Semestre Europeu», no IM07/2026.
10. García-Macía, D., Jain-Chandra, S., Kothari, S. e Xu, Y. (2026). «How China's Economy Can Pivot to Consumption-led Growth».
11. Ver Dossier «Presente e futuros da nova economIA», no IM05/2026.
12. Barhoumi, K. *et al.* (2026), «Global Economic and Financial Implications of Artificial Intelligence: Lessons from a Scenario-Planning Exercise» e FMI (2026), «Global Financial Stability Report: Resilience, Risk, and Transformation».

Desequilíbrios que limitam o crescimento

Os três grandes blocos partem de desequilíbrios diferentes. Os EUA combinam uma procura interna dinâmica, défices orçamental e externo elevados e uma oferta de mão de obra menos expansiva devido às restrições à imigração.[13] A UE gera uma poupança abundante, mas não transforma esses recursos de forma suficiente em investimento, inovação e empresas de grande dimensão.[14] A China mantém níveis muito elevados de investimento e capacidade produtiva, mas apresenta um baixo nível de consumo e continua a canalizar capital para setores com rendimentos decrescentes ou excesso de capacidade, enquanto a crise imobiliária e a fragilidade da confiança travam a procura.[15]

Decomposição do crescimento do PIB

(p. p.)



Notas: *Média das contribuições anuais em cada período. As contribuições de cada componente são estimativas até 2025 e, para 2026, previsões. Exclui-se o período 2020-2021 devido às distorções resultantes da COVID-19. TIC = tecnologias da informação e comunicação. PTF = produtividade total dos fatores.*

Fonte: *BPI Research, com base em dados do The Conference Board.*

Partindo deste ponto inicial, a contribuição do trabalho, do capital e da produtividade para o crescimento difere significativamente entre os blocos (ver o quarto gráfico). No período recente, os EUA apresentam uma composição mais favorável e equilibrada do crescimento, com uma recuperação da produtividade total dos fatores (PTF) e um maior contributo do capital tecnológico em comparação com os anos anteriores à pandemia. A China continua a depender em grande medida da acumulação de capital, embora tanto a sua contribuição como a da PTF sigam uma trajetória descendente. Na Zona Euro, pelo contrário, o seu crescimento moderado deve-se a um contributo da PTF que continua a ser muito reduzido (ou mesmo negativo) nos últimos anos. No futuro, o envelhecimento da população e a baixa participação de alguns grupos irão restringir a oferta de trabalho;[16] por outro lado, o capital deverá ser orientado para utilizações mais produtivas. Os ganhos adicionais e sustentados de produtividade dependerão sobretudo de a adoção da IA se estender a todo o tecido produtivo, ser acompanhada de mudanças organizacionais e facilitar uma afetação mais eficiente dos recursos.

De resistir para crescer melhor

A resiliência continuará a ser necessária, mas já não será suficiente para sustentar o crescimento. Se o choque energético diminuir, a economia mundial poderá apresentar um maior dinamismo em 2027, mas isso não implicará necessariamente uma melhoria do crescimento subjacente. O fundamental será transformar esta recuperação numa expansão mais sólida, sem esgotar os amortecedores disponíveis nem reproduzir os desequilíbrios anteriores. Para o conseguir, será necessário aumentar a taxa de atividade e aproveitar o contributo da imigração face ao envelhecimento da população, transformar a poupança em investimento produtivo e assegurar que o ciclo tecnológico gera ganhos de produtividade. Estas transformações, juntamente com a adaptação às alterações climáticas, que já afetam a capacidade produtiva,[17] concorrerão com outras prioridades estratégicas por recursos limitados.

O contexto político, financeiro e geopolítico acarreta riscos. O incumprimento das expectativas em relação à IA, o aumento das rendibilidades da dívida soberana ou as vulnerabilidades na intermediação financeira não bancária poderão provocar um agravamento das condições financeiras. A isto acresce o cenário de veto mútuo entre a Administração Trump e o Congresso Democrata durante os próximos dois anos, bem como o ciclo político e orçamental europeu, marcado por tensões em França. No plano internacional, a frágil trégua entre os EUA e a China não elimina os riscos em torno de Taiwan, enquanto a guerra na Ucrânia e as ameaças híbridas da Rússia mantêm a pressão sobre a Europa. A fragmentação pode reduzir as dependências estratégicas, mas também aumentar os custos e travar a difusão tecnológica.[18]

Em suma, em 2027 a economia mundial terá de demonstrar que mantém a capacidade de resistência dos últimos anos, mas também que consegue começar a crescer de forma mais equilibrada e sustentável, assente em bases mais sólidas.

13. Ver o Focus «Políticas de imigração de Trump 2.0: será o fim do *American Dream*?», no IM10/2026.
14. Ver Focus «Quanto avançou a UE com a Bússola da Competitividade?», no IM04/2026.
15. OCDE (2026). «OECD Economic Outlook: Under Pressure».
16. Ver artigo «Efeitos do envelhecimento no crescimento e fatores de atenuação», no Dossier do IM09/2025 e no Focus «O que podemos esperar da taxa de atividade nos EUA e na UE?», nesta publicação.
17. IPCC (2023). «Climate Change 2023: Synthesis Report» e Lane, P. R. (2026), «Climate Change and Monetary Policy».
18. Aiyar, S. *et al.* (2023). «Geoeconomic Fragmentation and the Future of Multilateralism».

2027: perspetivas monetárias e implicações orçamentais

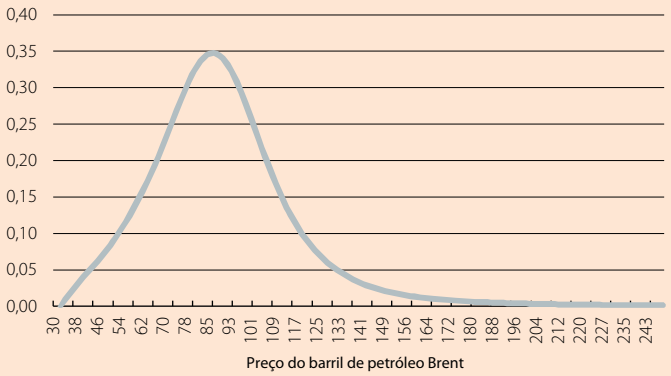
Encaramos o ano de 2027 com a perspetiva de taxas de juro mais elevadas, reflexo do novo contexto inflacionista e do conflito no Médio Oriente. Nos últimos meses, a Europa e os EUA têm assistido a taxas de inflação próximas de 4%, impulsionadas por um aumento de 20% nos custos de energia para os consumidores, com o BCE e a Fed a começarem a aumentar as suas taxas de juro para arrefecer a procura e mitigar as pressões sobre os preços.

Condições financeiras controladamente mais restritivas

A previsão é que os bancos centrais continuem a tornar a política monetária mais restritiva nos próximos trimestres, mas que o façam de forma controlada: prevemos que as taxas do BCE atinjam um pico de 3,00% e que as da Fed atinjam o intervalo de 4,00%-4,25%, o que faria com que, em 2027, as taxas de juro fossem cerca de 100 p. b. mais elevadas do que o previsto antes da guerra. O facto de o aumento da restritividade ser controlado deve-se a vários fatores. Acima de tudo, o cenário depende da evolução geopolítica e, consequentemente, pode mudar rapidamente e em diferentes direções, o que exige agilidade e prudência por parte dos bancos centrais (tendo em conta os desfasamentos temporais na transmissão da política monetária). Além disso, o BCE e a Fed pouco podem fazer para conter a inflação energética que tem como origem o choque do Médio Oriente. A sua missão consiste em evitar que o aumento dos preços da energia se reflita nos restantes preços da economia (os chamados «efeitos indiretos») e que a inflação se propague. Uma procura agregada que cresce a um ritmo moderado (e que condiciona a capacidade de repercutir os aumentos de custos nos preços finais) e expectativas de inflação que se mantêm ancoradas nos objetivos de 2% favorecem que o aperto monetário continue a ser moderado. E, se em 2027 se confirmar a contenção dos efeitos indiretos que observamos por agora, isso abrirá mesmo caminho às primeiras reduções das taxas de juro por parte do BCE e da Fed.[1]

Petróleo Brent: distribuição do preço médio de 2027

Probabilidade implícita com base nas cotações de outubro de 2026 (%)



Nota: *Distribuições implícitas nos preços das opções (*calls*) sobre o barril de petróleo Brent cotados na média de outubro de 2026. O gráfico mostra a média das distribuições implícitas para os futuros de Brent em março, junho, setembro e dezembro de 2027.*
Fonte: *BPI Research, com base em dados da Bloomberg.*

No entanto, a tentativa falhada de resolver o conflito entre os EUA e o Irão no verão passado deixa uma disrupção energética mais longa e incerta, o que acentua o risco de propagação ao resto dos preços e de que a inflação ganhe inércia. O nosso quadro de previsões, elaborado em setembro, baseava-se em preços do petróleo Brent e do gás TTF cotados para 2027 nos mercados de cerca de 80 dólares/barril e 45 euros/MWh. Em outubro, os contratos de futuros já apontavam para um preço do petróleo Brent ligeiramente superior aos 90 dólares e para um preço do gás próximo dos 70 euros ao longo de todo o ano de 2027 (embora com alguma flutuação ao longo do ano, passando dos 105 dólares e dos 80 euros em janeiro para os 85 dólares e os 60 euros no fecho do ano). Adicionalmente, os próprios mercados refletem uma grande incerteza, tal como se pode observar na distribuição dos preços do Brent apresentada no primeiro gráfico, com base no mercado de opções.

E se os efeitos indiretos da inflação vierem a manifestar-se?

Embora não se deva descartar uma rápida normalização (no verão, os preços da energia demonstraram a sua capacidade de estabilização caso o conflito militar seja contido), o que é mais preocupante é o risco de perturbações duradouras. Assim, centrar-nos-emos na Europa para avaliar a possibilidade de preços da energia elevados durante mais tempo e a potencial ativação de efeitos indiretos sobre o resto da inflação.

O ponto de partida do exercício é o risco cotado pelos próprios mercados financeiros em outubro. Em concreto, a partir dos mercados de derivados (opções *call*) sobre os futuros do petróleo Brent e do gás TTF, extraímos uma distribuição de possíveis preços (como a do primeiro gráfico) e analisamos duas trajetórias alternativas para 2027: no percentil 75 (p75, a trajetória que delimita os 25% de preços mais elevados), os mercados apontam para um preço médio do Brent de 105 dólares e do TTF de quase 80 euros em 2027; no percentil 95 (p95, *top* 5% de preços), seriam cerca de 135 dólares e 135 euros. Isto poderá traduzir-se num crescimento anual do IPC energético da Zona Euro entre 10% (p75) e 20% (p95) em 2027.[2]

Para além do impacto direto na inflação global, que nestes cenários alternativos se situaria entre 1 p. p. e 2 p. p., avaliámos o seu potencial de propagação aos restantes preços com base na intensidade energética dos diferentes produtos do IPC.[3] O segundo gráfico resume todo o exer-

1. Entre a primavera e o verão, a inflação deverá diminuir, com um forte efeito de degrau (devido aos efeitos de base no setor energético, uma vez que o denominador da inflação homóloga já irá incorporar os primeiros meses do conflito).
2. Conforme sugerem as regressões do preço do petróleo Brent sobre o IPC dos combustíveis e do preço do gás TTF sobre o IPC da eletricidade.
3. Reproduzimos a metodologia com a qual Fagandini *et al.* (2024), «Decomponing HICPX inflation into energy-sensitive and wage-sensitive items», Boletim Económico do BCE 3/2024, calculam um IHPC «sensível à energia». Com base nas tabelas *input-output*, obtém-se a intensidade energética de cada setor, como o peso dos consumos intermédios energéticos sobre a produção total. Após atribuir a intensidade energética dos setores às subrubricas do IPC, transferimos o aumento do custo da energia de acordo com o rácio entre a intensidade energética de cada componente e a das rubricas puramente energéticas.

cício com uma variedade de possíveis taxas de inflação, consoante a intensidade do choque energético e o seu grau de propagação.

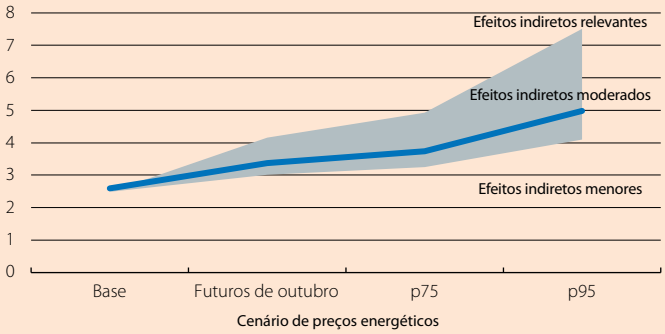
Face ao nosso cenário de base, assente nos contratos de futuros de energia do início de setembro, com efeitos indiretos modestos e que aponta para uma inflação de 2,6% na Zona Euro em 2027, a incorporação dos dados mais recentes e dos contratos de futuros de gás e petróleo de outubro poderá elevar a inflação para um intervalo entre 3,0% e 4,0%, enquanto, no percentil 75, esta aumentaria para um intervalo entre 3,0% e 5,0%. Em cenários mais extremos e de elevada propagação, o exercício sugere um intervalo que poderá atingir os 7%.[4]

Trajetórias da política monetária e consequências orçamentais

O exercício anterior ilustra o risco de uma maior restrição monetária caso a perturbação energética persista. Embora a conjuntura que se seguiu ao choque energético de 2022 possa fornecer algumas pistas sobre os níveis máximos das taxas de juro do BCE e da Fed,[5] a restrição monetária não tem necessariamente de se concretizar apenas através de taxas de juro mais elevadas: os bancos centrais também podem prolongar o período durante o qual mantêm as taxas de juro em níveis restritivos. Ou seja, face ao cenário de base, em que o caráter transitório do choque (devido à diminuição dos preços da energia ou a efeitos indiretos mais reduzidos) abriria a porta aos primeiros cortes das taxas de juro no final de 2027, a persistência do conflito entre os EUA e o Irão e a perturbação dos fluxos energéticos ameaçam prolongar o período de taxas de juro restritivas.

Zona Euro: inflação global em 2027

(%)



Notas: *O intervalo enquadra cenários projetados de acordo com diferentes graus de efeitos indiretos do choque energético. O intervalo abrange desde efeitos reduzidos (praticamente todo o desvio face ao cenário de base deve-se ao choque energético direto) até efeitos significativos (a maior inflação energética transmite-se aos preços dos bens, serviços e produtos alimentares na proporção da intensidade energética de cada produto). Nos efeitos «moderados» (linha contínua), a propagação é atenuada para 40% da intensidade energética. A intensidade energética é medida com base nos consumos intermédios dos setores económicos, de acordo com as tabelas* input-output.
Fonte: *BPI Research, simulações próprias com base em dados do Eurostat e da Bloomberg.*

Até aqui, o choque energético parece ser, essencialmente, uma história sobre inflação e política monetária. No entanto, manter as taxas de juro elevadas durante mais tempo tem uma segunda consequência: encarece gradualmente o financiamento da dívida pública, o que suscita particular preocupação em economias com desequilíbrios orçamentais, como a França ou os EUA. O impacto de taxas de juro mais elevadas na dinâmica das suas dívidas de curto prazo é pequeno, graças aos prazos médios de vencimento elevados (cerca de 8 e 6 anos, respetivamente). A evolução da dívida pública depende do défice de cada país, de quanto paga para se financiar e da taxa de crescimento da sua economia. Isto permite-nos projetar as dinâmicas da dívida e decompor a sua evolução. Como mostra a tabela final, o principal fator que explica o aumento do rácio da dívida pública em economias como a dos EUA e da França são défices públicos primários persistentemente elevados, que apontam para um agravamento de rácios de dívida já elevados. Por outro lado, a tradicional periferia europeia continua a apresentar perspetivas de redução gradual da dívida, desde que mantenha a trajetória orçamental e alcance o crescimento económico previsto. Uma recuperação da margem de manobra orçamental é importante, tendo em conta a maior frequência com que se têm sucedido os choques e as perturbações da oferta nos últimos anos.

Contas públicas

(% do PIB)	Dívida estimada 2026	Dívida: variação a 5 anos *				Saldo primário	
		Total	Contribuição saldo primário	Contribuição *i-g*	Var. a 5 anos (+100 p. b. *forwards*)**	Estimado 2026	Estabiliza a dívida ao nível de 2026***
EUA	126,8	19,8	18,5	1,4	21,4	–4,9	0,9
Japão	199,4	–7,3	8,9	–16,3	–6,0	–1,2	–2,6
Reino Unido	102,0	–2,6	–4,2	1,6	–2,1	–1,1	0,6
Alemanha	64,6	11,6	14,6	–3,1	12,2	–3,4	–0,3
França	118,5	5,4	6,6	–1,2	6,4	–2,9	0,3
Itália	137,9	–2,4	–8,5	6,1	–1,1	1,0	1,7
Espanha	97,6	–8,3	–0,7	–7,6	–7,4	–0,2	–1,1
Holanda	45,4	2,9	6,5	–3,6	3,2	–2,0	–0,5
Bélgica	109,8	12,0	14,5	–2,5	12,8	–3,2	–0,1
Irlanda	33,5	–12,0	–8,2	–3,8	–11,8	1,7	–0,7
Áustria	82,4	5,8	9,3	–3,5	6,5	–2,7	–0,3
Portugal	85,1	–13,1	–6,7	–6,4	–12,5	1,9	–1,0
Finlândia	90,6	11,2	16,0	–4,8	12,1	–3,5	–0,7
Grécia	136,0	–21,2	–12,1	–9,1	–20,3	3,4	–1,3

Notas: ** Evolução mecânica de acordo com a equação básica da dinâmica da dívida. Previsões do FMI (WEO, outubro de 2026) para a dívida em 2026, o saldo orçamental primário e o crescimento nominal do PIB.* Forwards *de mercado de meados de outubro de 2026 para as taxas de juro. ** Variação da dívida entre 2026 e 2031 se a taxa* forward *fosse consistentemente 100 p. b. superior ao cotado. ***Num horizonte de 10 anos.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados do FMI e da Bloomberg.*

4. O cenário de «efeitos indiretos relevantes» pressupõe uma forte propagação: uma inflação energética de 20% aproxima a inflação subjacente de 5%. Como referência, após uma inflação energética de 37% em 2022, a inflação subjacente da Zona Euro aproximou-se de 6% durante grande parte de 2023. No cenário de «efeitos indiretos moderados», reduzimos a transmissão para 40% da intensidade energética, o que resulta numa transmissão dos preços da energia à inflação subjacente semelhante à de 2022. O crescimento moderado da procura e o ancorar das expectativas de inflação sustentam uma propagação mais moderada. Em contrapartida, a memória da crise inflacionista de 2022 pode condicionar o comportamento e propiciar efeitos indiretos mais relevantes.
5. O BCE atingiu os 4,00% e a Fed o intervalo de 5,25%-5,50%, numa conjuntura marcada por um choque energético mais grave, uma recuperação pós-pandemia da procura mais rápida do que a da oferta e políticas económicas inicialmente muito acomodatícias.

Portugal: fundamentos para o crescimento da atividade em 2027

Como foi 2026

O andamento da economia portuguesa foi marcado não só pelo contexto geopolítico internacional (com destaque para a escalada da guerra entre os EUA e Israel com o Irão) como por eventos específicos da realidade nacional. Nomeadamente, as tempestades que assolaram o país no início do ano (com especial impacto na região centro) e que culminaram num crescimento em cadeia mais fraco do PIB no 1T 2026, mas com recuperação significativa posterior. O mercado de trabalho continuou resiliente e a apoiar o consumo, com a população empregada perto de máximos e taxa de desemprego compatível com um cenário de pleno emprego. As *yields* da dívida francesa atingiram em outubro máximos de 2011, no entanto a dívida pública portuguesa manteve-se praticamente imune a movimentos ascendentes bruscos, assente na confiança dos mercados acerca da trajetória orçamental e económica registada. Em suma, apesar dos desafios, 2026 constituiu um ano globalmente positivo que deverá fechar com crescimento do PIB acima dos 2% e acima do crescimento da Zona Euro.

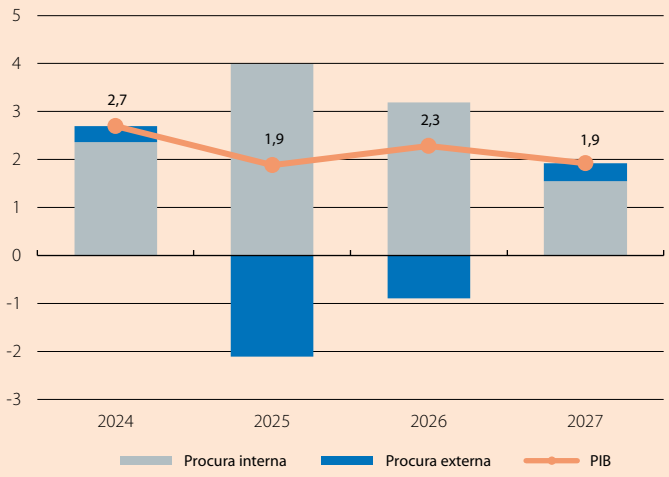
O que esperar para 2027?

Prevemos que a economia cresça 1,9% em 2027, pouco mais do que o denominado PIB inercial, ou seja, a taxa de crescimento do PIB não contemplando efeitos extraordinários que tem em conta o diferencial entre a produção real do país e o seu crescimento potencial (*output gap*)[1] estimado pelo FMI, evidenciando que o abrandamento face a 2026 está mais relacionado com o desaparecimento de fatores extraordinários, nomeadamente o reforço de investimento em 2026 (associado ao fim do PRR) que impulsionou o crescimento, do que com a deterioração da dinâmica subjacente da atividade.

Consideramos que em 2027 o crescimento beneficiará de um maior equilíbrio entre os contributos das procuras interna e externa, ambos positivos. O contributo dado pela primeira tenderá a reduzir-se face aos anos anteriores, refletindo por um lado a esperada desaceleração do ritmo de crescimento do rendimento disponível das famílias[2] e do emprego (dada a situação de pleno emprego em que o mercado de trabalho já se encontra) e por outro lado pelo impacto que o fim do PRR terá no desempenho do investimento, sobretudo público.[3] Por seu turno, o contributo da procura externa tenderá a tornar-se positivo, em parte como consequência da menor expansão das importações, devido à desaceleração significativa do investimento. Adicionalmente, espera-se que as exportações mantenham um desempenho positivo dada a perspetiva de aceleração do crescimento na Zona Euro (principal parceiro comercial) em 2027.[4]

De seguida, procuramos identificar e quantificar os fatores que poderão contribuir para fortalecer (ventos de cauda) ou enfraquecer (ventos de proa) a atividade em 2027 e que justificam que o crescimento esperado exceda em 1 décima o crescimento inercial do PIB real.

Portugal: PIB contributos da procura interna e externa
(p. p.)



Fonte: *Cálculos e previsões do BPI Research com base em dados do INE.*

Cenário macroeconómico BPI Research

	2025	2026	2027
PIB	**1,9**	**2,3**	**1,9**
Consumo privado	**3,7**	**2,9**	**1,9**
Consumo público	2,1	1,6	1,1
FBCF	4,3	5,1	1,7
Exportações	0,0	3,9	3,4
Importações	4,6	5,6	2,4
Contributos (p. p.)			
Procura interna	4,0	3,2	1,6
Procura externa	–2,1	-0,9	0,4
Taxa de inflação	2,3	3,0	2,4
Taxa de desemprego	6,0	5,7	5,7
Crescimento do emprego	3,2	2,4	1,3

Fonte: *Previsões do BPI Research com base em dados do INE e BdP.*

1. No caso de Portugal, o *output gap* para 2027 é positivo, o que significa que a produção real é superior à produção potencial, podendo gerar pressões inflacionistas.
2. Estimamos que o rendimento disponível bruto nominal avance pouco mais de 3,5% em 2027, o que compara com um crescimento estimado próximo de 5% em 2026. Tendo presente o cenário previsto para a evolução da taxa de inflação, estes níveis de crescimento permitirão, ainda assim, a melhoria do rendimento disponível das famílias em termos reais.
3. O Banco de Portugal estima que após um crescimento em torno de 24%, resultante da concentração da execução do PRR em 2026, o investimento público em 2027 poderá sofrer uma redução de aproximadamente 14%.
4. O BPI Research antecipa que o crescimento da Zona Euro acelere para 1,4% em 2027, mais 4 décimas face a 2026, num cenário em que se assistirá a uma moderação do conflito no Médio Oriente, permitindo alguma redução no preço das principais *commodities*.

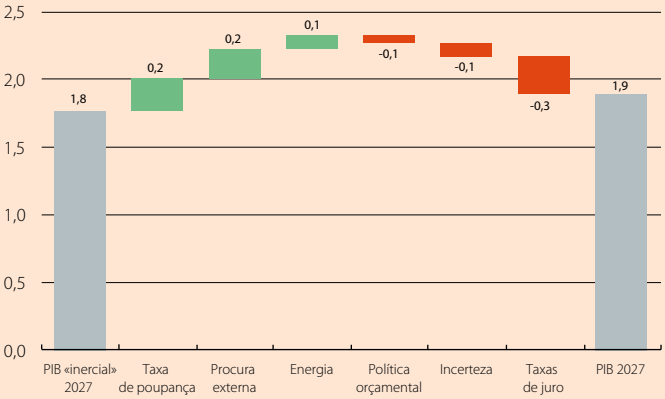
Fatores que apoiam o crescimento

Entre estes estão o elevado nível de poupança das famílias, a expetativa de que a aceleração da Zona Euro[5] favorecerá a atividade exportadora e a esperada moderação dos preços da energia em 2027.

- **Taxa de poupança**: com o pico atingido em 2024 (12,6% do rendimento disponível), apresenta desde aí uma tendência controlada de redução. No final de 2026, estimamos que se situe em torno de 12%, um nível ainda elevado face ao histórico (9,6%, em média, nos últimos 25 anos). Em 2027, num ambiente caracterizado pela robustez do mercado de trabalho, mas em que a inflação, sobretudo nos primeiros meses do ano, continuará elevada, antecipamos que as famílias optem por menor canalização de rendimento para poupança e mais para consumo, adicionando cerca de 0,2 p. p. ao crescimento do PIB real.

- **Procura externa**: num contexto em que se antecipa a aceleração do crescimento na Zona Euro, as exportações voltarão a crescer em torno dos 3,5%, beneficiando da normalização das trocas comerciais de bens e dos ganhos estruturais, associados à digitalização, observados no comércio de serviços não turísticos. A isto acresce a desaceleração esperada nas importações, que em 2026 foram impulsionadas pelo esforço de execução do PRR. A verificação de tal cenário resultará num contributo de mais duas décimas para o crescimento do PIB.

PIB 2027: contribuições para o crescimento
(p. p.)



Nota: *PIB «inercial» 2027 refere-se aquele que resultaria de não contemplar os efeitos extraordinários e foi obtido através de regressão do crescimento anual do PIB com a sua componente autoregressiva e o* output gap *divulgado pelo FMI no World Economic Outlook de Outubro de 2026.*
Fonte: *BPI Research, com base em dados do INE e Banco de Portugal.*

- **Energia**: a expetativa de algum desanuviamento no conflito do Médio Oriente refletir-se-á na gradual recuperação do tráfego de *commodities* energéticas pelo estreito de Ormuz e, consequentemente, na redução dos preços dos bens energéticos, aliviando custos de produção e preços no consumidor, sobretudo na segunda metade do ano. Se assim for, estimamos um impacto positivo próximo de 0,1 p. p. no crescimento do PIB real em 2027.

Mas nem todos os ventos são favoráveis e o ano de 2027 também poderá ser fustigado por alguns que lhe serão adversos. Entres estes destacamos:

- **Taxas de juro**: o cariz restritivo da política monetária iniciado em 2026 far-se-á sentir mais fortemente em 2027, na medida em que as taxas de juro de mercado médias serão mais elevadas no próximo ano. Tomando como referência a Euribor a 6 meses, o mercado desconta que em 2027 o seu nível ronde os 3,5%, mais 1,1 p. p. do que em 2026. Esta evolução tenderá a refletir-se no arrefecimento da atividade, podendo retirar cerca de 0,3 p. p. ao crescimento.

- **Política orçamental**: o abrandamento no ritmo de crescimento da despesa líquida em 2027 confere à política orçamental uma orientação restritiva[6] que, segundo os cálculos do BPI Research, poderá retirar cerca de 0,1 p. p. ao crescimento.

- **Incerteza**: na medida em que o pendor dos riscos continua negativo,[7] não excluímos a possibilidade de que as decisões dos agentes económicos possam ser desfavoravelmente influenciadas, pesando na atividade durante 2027.

Em resumo, mesmo que num contexto mais desafiador sob o ponto de vista financeiro, esperamos que 2027 continue a reforçar a trajetória de convergência da economia portuguesa com a Zona Euro.

5. A atividade da Zona Euro tem sido sustentada pela robustez do mercado de trabalho, pelo aumento da despesa pública em defesa e infraestruturas e pelo dinamismo do investimento relacionado com a IA (ver o Boletim Banco de Portugal de outubro de 2026).
6. O abrandamento do crescimento da despesa líquida em 2027 traduz uma redução do impulso orçamental face a 2026, conferindo à política orçamental uma orientação restritiva. A avaliação da postura da política orçamental assenta na comparação entre a taxa de crescimento média do produto potencial num horizonte de 10 anos em termos nominais e a taxa de crescimento da despesa líquida. Em 2027, antecipa-se que esta postura resulte num impulso orçamental restritivo de 0,7% do PIB, resultante da conjugação de dois fatores distintos. Em primeiro lugar, o contributo dado pela despesa líquida assente em financiamento nacional, a qual contribuiu em 0,3% do PIB, refletindo um crescimento (3,5%) inferior ao crescimento nominal de referência do produto potencial em 2027 (5,0%). A decomposição do impulso por agregados evidencia o papel predominante da despesa corrente primária, com um contributo de 0,2% do PIB, sinalizando uma redução do estímulo orçamental gerado pela atuação discricionária do decisor político. Em segundo lugar, o impacto da despesa financiada por fundos europeus contribui em 0,4% do PIB para a orientação restritiva da política orçamental, refletindo sobretudo o decréscimo das subvenções associadas ao PRR. A natureza restritiva da política orçamental para 2027 contrasta com a antecipada para 2026, em que se estima um impulso expansionista de 1,4% do PIB, induzida em 0,8% pelo financiamento nacional e em 0,5% pelos fundos europeus. (Análise da Proposta de Orçamento de Estado para 2027, Conselho de Finanças Públicas).
7. Para além dos riscos geopolíticos, acresce o facto de 2027 ser um ano de eleições em países europeus atualmente sob maior escrutínio por parte dos mercados, com potencial para criar momentos de maior volatilidade nos mercados financeiros, retraindo a atividade dos agentes económicos.

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.cegeglobal.com


BPI