

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

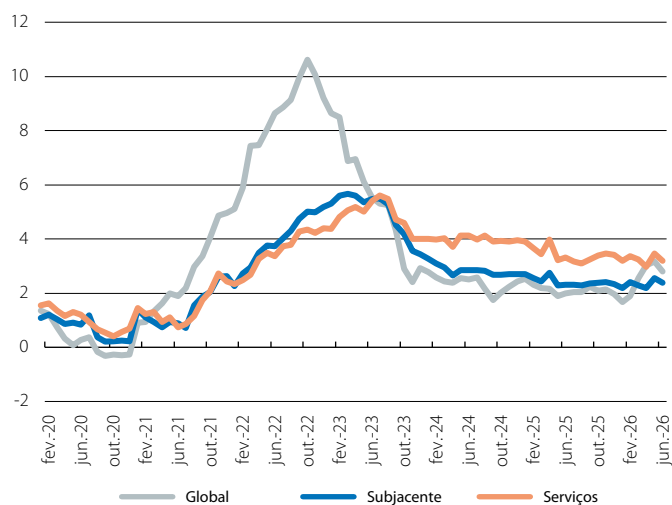
A evolução do conflito no Médio Oriente continua a ser o fator determinante no cenário mundial. Em meados de junho, os EUA e o Irão assinaram um Memorando de Entendimento (MoU) que não constitui um tratado definitivo nem vinculativo, mas sim uma declaração de intenções que estabelece os termos da sua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

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

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

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

Zona Euro: IPCA (% homóloga)



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

EUA : IPC *

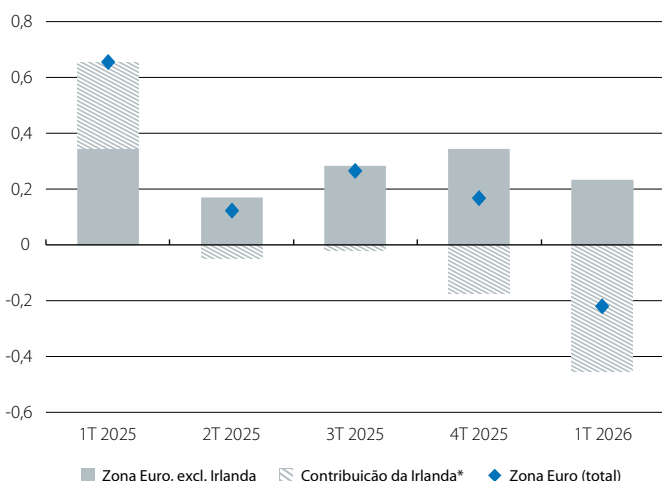
Variação homóloga (%)



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

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

Zona Euro: PIB Variação trimestral (%)



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

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

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

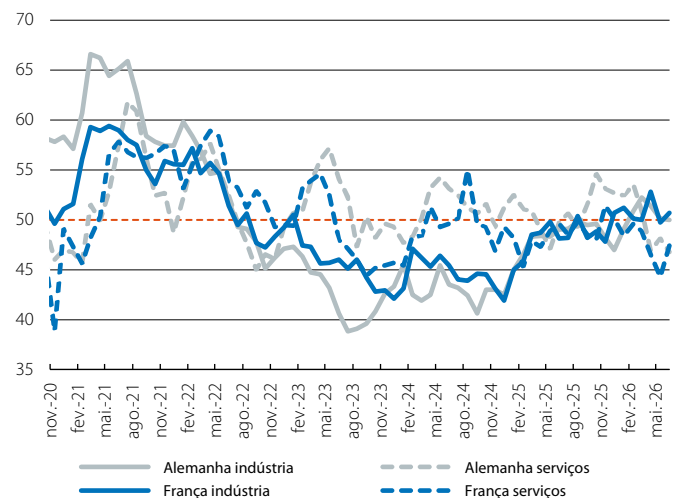
Nos Estados Unidos, pode-se falar em estabilidade do mercado de trabalho, mais do que em reativação. De facto, em junho foram criados 57.000 postos de trabalho não agrícolas, quase metade do esperado e, além disso, os dados dos dois meses anteriores foram revistos em baixa em mais de 70.000 pessoas.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

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

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

Zona Euro: PMI por componentes

Índice (>50 expansão, <50 contração)

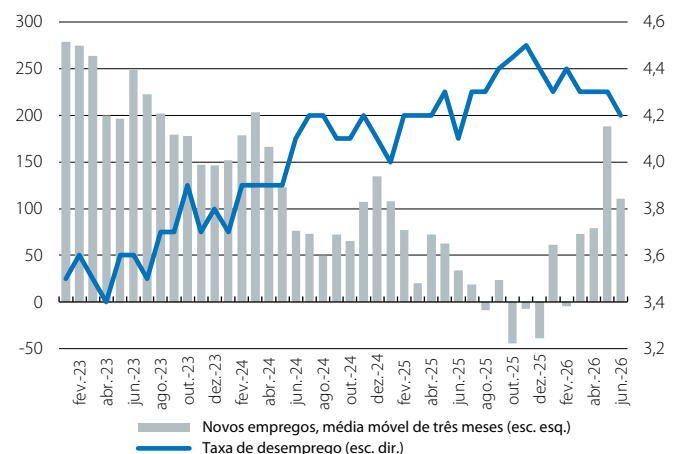


Fonte: BPI Research, com base em dados do S&P Global PMI.

EUA : emprego*

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

Taxa de desemprego (%)

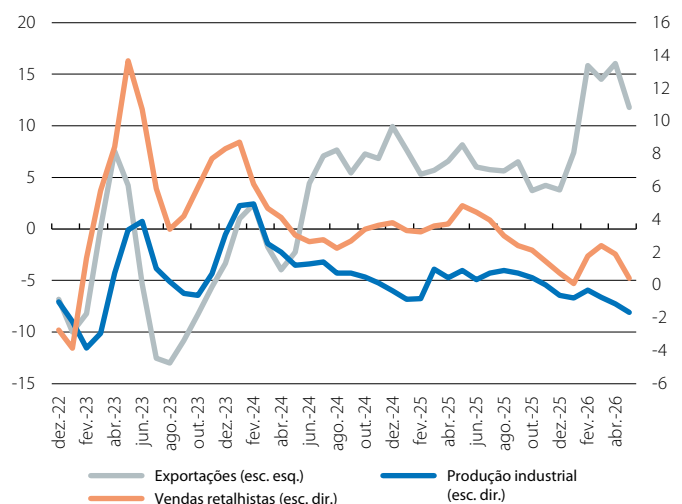


Nota: * Os dados relativos à taxa de desemprego de outubro de 2025 não foram publicados devido ao shutdown, os dados apresentados foram interpolados.

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

China: dados de atividade

Crescimento homólogo da média móvel de três meses (%)



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

Inflação europeia: radiografia após o choque no Médio Oriente

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

Impacto direto relevante

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

Impacto indireto: evidências mistas

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

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

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

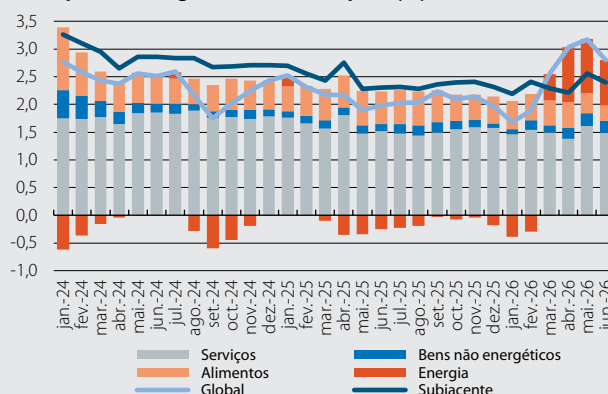
2. Estes produtos são identificados como intensivos em energia com base na análise das tabelas *input-output* referenciada na nota de rodapé 1.

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

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

Zona Euro: IHPC

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



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

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

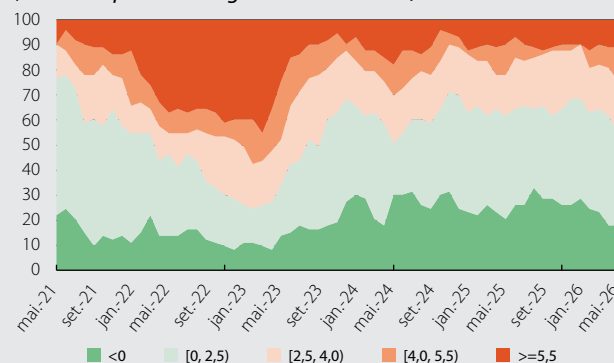
Zona Euro: top 15 das rubricas com maior aumento da inflação

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

Nota: Detalhe segundo ECOICOP2 a quatro dígitos.

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

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



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

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

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

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

E o acordo entre os EUA e o Irão?

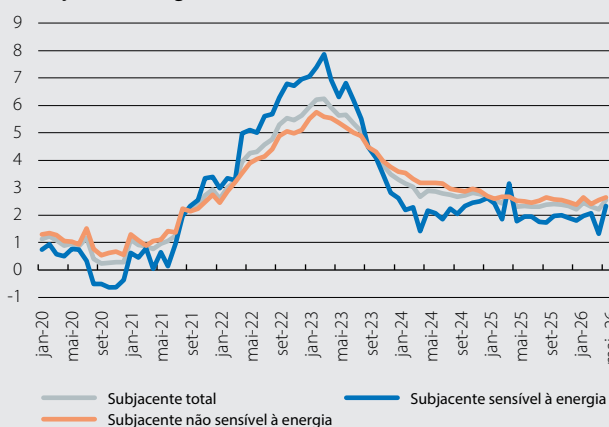
Em meados de junho, os preços do petróleo e do gás registaram uma queda acentuada, na sequência do memorando de entendimento anunciado pelos EUA e pelo Irão, através

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

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

Zona Euro: IHPC subjacente

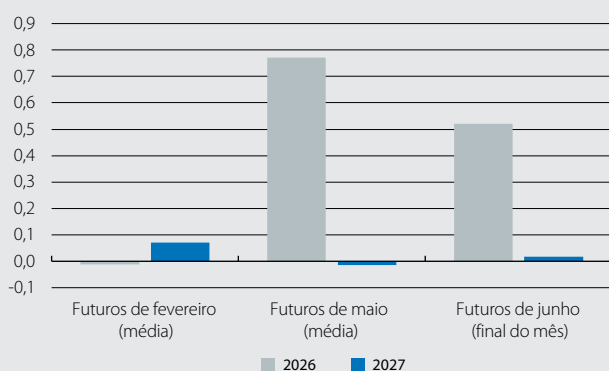
Variação homóloga (%)



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

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

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



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

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

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

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

O próximo orçamento dá continuidade ao NGEU no Semestre Europeu

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

O contexto geopolítico acentua as fragilidades estruturais da UE

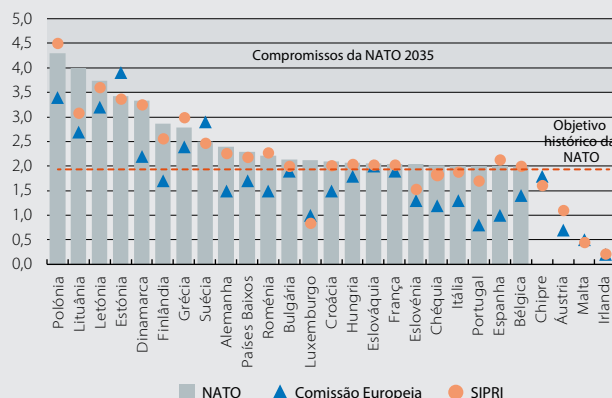
O diagnóstico inicial é claro: não há margem para complacência face à combinação de ameaças externas (riscos de segurança, alterações climáticas, tensões no abastecimento) e fraquezas internas (fragmentação do mercado interno, baixo crescimento da produtividade). Em consonância com a «Bússola para a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

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

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

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

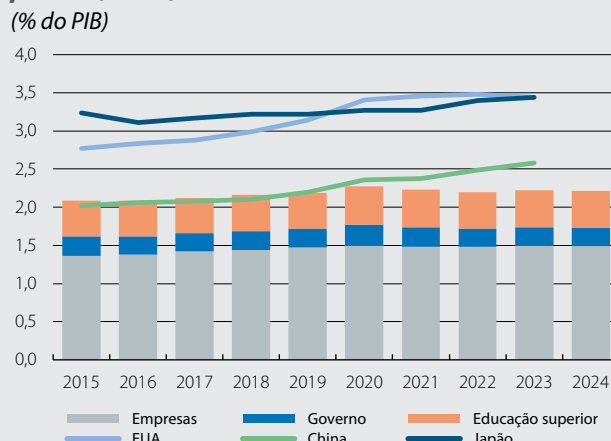
UE: despesas com a defesa por país (2025) (% do PIB)



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

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

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



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

Múltiplos desafios no âmbito das novas prioridades estratégicas

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

A bola está no campo dos governos nacionais

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

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

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

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

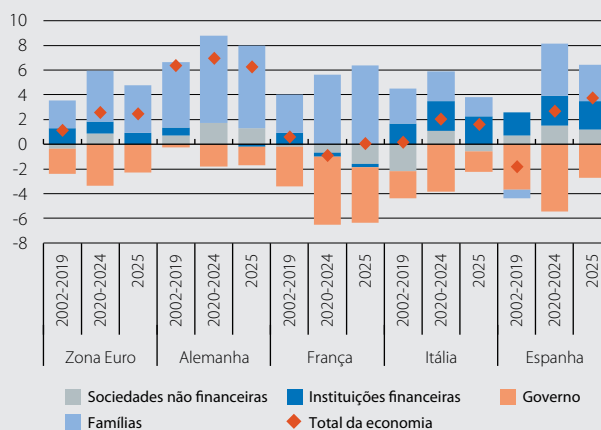
A Zona Euro manteve uma elevada capacidade de financiamento, mesmo durante os principais choques, graças, sobretudo, às famílias.^{1,2} Ao nível dos países, a Alemanha tem sido a principal fonte de financiamento, independentemente da sua situação cíclica. No entanto, a capacidade de financiamento de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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

1. Capacidade de financiamento = poupança bruta – investimento bruto.
2. A poupança bruta é a parte do rendimento disponível bruto (RDB) que não é destinada ao consumo final. É a soma da poupança de diversos setores institucionais (famílias, empresas, Governo).
3. Ver «Draghi propõe uma política industrial europeia como motor para enfrentar os desafios das próximas décadas» no IM10/2024.
4. Ver o Focus «O próximo orçamento dá continuidade ao NGEU no Semestre Europeu», neste mesmo relatório.

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

A poupança das famílias é destinada a ativos pouco líquidos

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

ESTADOS UNIDOS

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

JAPÃO

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

CHINA

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

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

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

ZONA EURO

Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

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

Preços

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

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

Setor externo

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

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

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

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

Notas: 1. Ponderado pelo fluxo de comércio internacional. Valores mais elevados representam uma valorização da moeda. 2. Dados ajustados de vendas e titularizações. 3. Incluem as 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.