

IM10

INFORMAÇÃO MENSAL
OUTUBRO 2026



ECONOMIAS E MERCADOS INTERNACIONAIS

MERCADOS FINANCEIROS

Perspetivas e condições financeiras para a economia internacional: outono de 2026

ECONOMIA INTERNACIONAL

As midterms são relevantes para Trump? E para os EUA?

Políticas de imigração de Trump 2.0: será o fim do American Dream?

ECONOMIA PORTUGUESA

Mais um ano dominado pela incerteza em que o PIB é revisto em alta (desta vez acompanhado pela inflação)

Como se tem caracterizado o crescimento económico em Portugal?

Contas públicas: pioria controlada sem pôr em causa sustentabilidade da dívida

O que nos dizem os primeiros dados do turismo após o estalar da guerra no Irão

INFORMAÇÃO MENSAL**Outubro 2026**

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

BPI Research (DF-EEF)

[www.bancobpi.pt /](http://www.bancobpi.pt/)
<https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-mercados/research>
deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista Chefe

CaixaBank 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*

Data de fecho desta edição:

5 de outubro de 2026

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

9 *Perspetivas e condições financeiras para a economia internacional: outono de 2026*

13 ECONOMIA INTERNACIONAL

15 *As midterms são relevantes para Trump? E para os EUA?*

18 *Políticas de imigração de Trump 2.0: será o fim do American Dream?*

23 ECONOMIA PORTUGUESA

25 *Mais um ano dominado pela incerteza em que o PIB é revisto em alta (desta vez acompanhado pela inflação)*

27 *Como se tem caracterizado o crescimento económico em Portugal?*

29 *Contas públicas: pioria controlada sem pôr em causa sustentabilidade da dívida*

31 *O que nos dizem os primeiros dados do turismo após o estalar da guerra no Irão*

33 ECONOMIA ESPANHOLA

O preço do novo equilíbrio económico

A economia internacional volta a transmitir uma sensação de calma tensa no início do último trimestre do ano. A combinação de preços do petróleo próximos de 100 dólares, perspectivas fiscais frágeis em países como a França e os EUA, elevadas necessidades de investimento, taxas de juro reais estruturalmente mais altas e expectativas de inflação mais sensíveis no curto prazo, configura um cenário de máxima exigência. É verdade que a atividade continua a demonstrar uma resiliência surpreendente diante da acumulação de perturbações do lado da oferta, mas o aperto das condições financeiras, provocado pela significativa subida da curva de taxas de juro, constitui um novo desafio para os próximos trimestres.

Neste contexto, os bancos centrais voltarão a assumir o protagonismo da política económica (algo pouco surpreendente), forçados a situar as taxas de juro em patamares mais restritivos para reequilibrar os desajustes entre oferta e procura e minimizar os riscos de efeitos de segunda ordem. Isso ocorre com a consciência de que pouco podem fazer diante do impacto direto na inflação causado por uma subida do preço do petróleo decorrente de restrições de oferta: nem a Fed nem o BCE conseguem produzir um barril adicional de petróleo ao subir as taxas de juro. O verdadeiro desafio começa quando a perturbação energética ameaça propagar-se para os restantes preços, alterar as expectativas e repercutir-se nos salários, nas margens das empresas e nos mecanismos de formação de preços. Neste sentido, o desafio será calibrar um endurecimento controlado das condições monetárias que permita proteger a meta de inflação sem penalizar desnecessariamente a atividade económica nem colocar em risco a estabilidade financeira.

Por enquanto, embora ainda seja cedo para ter uma visão clara, a taxa de sacrifício em termos de crescimento associada às subidas das taxas de juro deveria ser compatível com uma desaceleração da atividade, sem levar a uma recessão. Contribuiriam para isso a menor sensibilidade ao custo de financiamento de grande parte dos investimentos relacionados com a IA, a força do mercado de trabalho e a solidez dos balanços dos agentes privados. No entanto, essa capacidade de resistência encerra um paradoxo: se a economia reage menos ao aperto monetário porque os canais tradicionais de transmissão perderam força, os bancos centrais podem ver-se obrigados a manter as taxas mais elevadas por mais tempo para alcançar o mesmo efeito sobre a procura. Trata-se de um caminho particularmente estreito se, como começa a parecer provável, as taxas de juro de equilíbrio estiverem significativamente acima dos níveis da década anterior.

De facto, existem razões para acreditar que pode ser assim. As enormes necessidades de investimento ligadas à IA, à defesa, à transição energética ou às infraestruturas estão a aumentar a procura por capital. Se a poupança não aumentar no mesmo ritmo, o resultado deverá ser uma taxa de juro real de equilíbrio mais elevada. Dessa forma, o que ainda encaramos como uma anomalia (condicionados por uma década excecional de taxas próximas de zero ou até mesmo negativas) poderia ser, na verdade, a manifestação de uma nova normalidade. No curto prazo, a corrida de investimentos em centros de dados, semicondutores, produção de energia elétrica e redes aumenta simultaneamente a procura por capital e energia, o que pressiona em alta as taxas reais e complica o processo de desinflação. No médio prazo, porém, se esses investimentos gerarem os ganhos de produtividade esperados, a IA ampliará a capacidade de oferta da economia e terá efeitos desinflacionistas. O investimento ocorre hoje, a produtividade virá amanhã. A grande incógnita saber quanto tempo isso levará e com que intensidade irá ocorrer.

Assim, o tempo torna-se uma variável essencial, tanto para que os efeitos positivos da IA amadureçam quanto para absorver o novo choque de oferta. E é aí que reside um dos principais riscos do cenário atual: o de que os investidores comecem a questionar a possibilidade de uma «desinflação imaculada» – isto é, o retorno da inflação às metas dos bancos centrais com um custo muito reduzido em termos de crescimento e emprego. Nesse caso, também seria posta à prova a convivência aparentemente tranquila entre *yields* da dívida em ascensão e bolsas próximas de máximos históricos.

Em suma, talvez o debate não deva concentrar-se apenas em identificar o patamar de taxas de juro a partir do qual a instabilidade financeira pode aumentar, mas sim em determinar qual o nível de taxas que é compatível com o novo equilíbrio entre poupança e investimento, inflação e crescimento. Afinal, taxas de juro mais elevadas não precisam de representar apenas o custo de corrigir os desequilíbrios fiscais e monetários acumulados no passado. Podem ser também, pelo menos em parte, o preço a pagar para financiar as transformações do futuro. Um futuro no qual será necessário mobilizar enormes quantidades de capital num mundo, além disso, mais fragmentado do ponto de vista comercial, geopolítico e financeiro. Calibrar o preço desse novo equilíbrio económico será uma das principais tarefas dos mercados nos próximos meses. E, como ocorre em qualquer mudança de regime, nem todos estarão igualmente preparados para pagá-lo.

José Ramón Díez
Outubro 2026

Cronologia

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.

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.

MARÇO 2026

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

Agenda

OUTUBRO 2026

- 1** Portugal: dívida pública (agosto).
- 2** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (setembro).
Zona Euro: estimativa rápida do IPC (setembro).
- 8** Espanha: contas financeiras (2T).
- 9** Portugal: comércio internacional (agosto).
- 15** Conselho Europeu.
- 19** China: PIB (3T).
- 26** Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (agosto).
- 27** Espanha: inquérito à população ativa (3T).
Portugal: créditos e depósitos (setembro).
- 27-28** Comité do Mercado Aberto do Fed.
- 29** Portugal: emprego e desemprego (setembro).
Zona Euro: índice de sentimento económico (outubro).
Conselho de Governadores do Banco Central Europeu.
EUA: PIB (3T).
- 30** Espanha: estimativa rápida do PIB (3T).
Espanha: estimativa rápida do IPC (outubro).
Espanha: *rating* DBRS.
Portugal: estimativa rápida do PIB (3T).
Portugal: estimativa rápida do IPC (outubro).
Zona Euro: PIB (3T).

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 por Setor Institucional (3T).
Portugal: estimativa rápida do IPC (novembro).

Economia permanece robusta num cenário global desafiante

Procedemos a uma nova atualização do nosso cenário macroeconómico para Portugal e para a economia global, incorporando a informação mais recente. Apesar de um contexto caracterizado pela inflação persistente e taxas de juro mais elevadas, continuamos a antecipar um desempenho relativamente robusto da atividade económica. «Resiliência» permanece a palavra-chave para caracterizar a economia portuguesa, cuja dinâmica continua a beneficiar da evolução demográfica favorável e do reforço do investimento associado à fase final de execução do PRR, apesar dos limitados ganhos de produtividade registados nos últimos anos.

Esperamos que a economia portuguesa cresça 2,3% em 2026, mais 0,5 p. p. do que previsto em julho. Esta revisão reflete, em larga medida, o desempenho mais favorável do que o antecipado no primeiro semestre do ano, alcançado apesar dos choques adversos ocorridos nos primeiros meses, nomeadamente as tempestades e o deflagrar do conflito no Médio Oriente. Adicionalmente, o INE divulgou uma revisão das contas nacionais que aponta para uma evolução mais positiva da atividade económica. Os indicadores mais recentes continuam também a sinalizar uma procura interna resiliente, embora enquadrada por uma crescente preocupação quanto à evolução dos preços, patente na generalidade dos inquéritos de confiança dirigidos a consumidores e empresários.

Neste contexto, a solidez dos balanços empresariais tem permitido sustentar a criação de emprego e manter uma trajetória de crescimento salarial globalmente superior à inflação. As remunerações por trabalhador aumentaram cerca de 5,6% no ano terminado em junho. Como resultado, tem-se observado uma combinação particularmente favorável entre o reforço do consumo das famílias e a manutenção de níveis elevados de poupança, que permanecem acima de 12% do rendimento disponível há cerca de dois anos.

O mercado de trabalho deverá continuar a evidenciar elevada resiliência. A taxa de desemprego deverá manter-se ligeiramente abaixo de 6%, próxima dos mínimos observados nas últimas décadas, embora seja expectável alguma moderação do ritmo de criação de emprego. No mercado imobiliário, os preços da habitação deverão continuar a aumentar, ainda que a um ritmo gradualmente mais moderado, refletindo o impacto de taxas de juro mais elevadas e a diminuição do número de transações observada nos últimos trimestres.

Relativamente à inflação, revimos em alta as nossas previsões, antecipando um aumento dos preços no consumidor de 3,0%

em 2026 e de 2,4% em 2027. Esta revisão resulta sobretudo da valorização dos preços da energia, em particular do petróleo e do gás natural. Ainda assim, os sinais disponíveis continuam a apontar para uma transmissão relativamente limitada destes aumentos às restantes componentes do cabaz de consumo, num enquadramento em que as pressões provenientes do mercado de trabalho são menos intensas do que as observadas em anos anteriores. Apesar disso, a inflação continua a constituir a variável sujeita a maiores riscos ascendentes, refletindo a elevada volatilidade dos mercados energéticos e a persistência das tensões geopolíticas no Médio Oriente.

Para 2027, o enquadramento prospetivo permanece globalmente inalterado, continuando a apontar para um crescimento da economia portuguesa superior ao da área do euro, embora a um ritmo ligeiramente inferior a 2%. De resto, a generalidade das instituições tem vindo a convergir para esta perspetiva no âmbito das habituais revisões das suas projeções. A nossa previsão aponta para um crescimento de 1,9%, valor próximo da estimativa do Banco de Portugal (1,8%) e ligeiramente inferior à projeção apresentada pelo Governo no Orçamento do Estado para 2027 (2,1%).

Esta combinação de crescimento económico robusto e ausência de desequilíbrios significativos tem permitido a Portugal beneficiar de uma avaliação de risco particularmente favorável. Tal é visível quer nos mercados financeiros, onde o Estado português continua a financiar-se com diferenciais reduzidos face à referência alemã, em torno de 50 p. b., quer na avaliação das agências de rating. Recorde-se que a Fitch elevou, em setembro, a classificação da dívida de longo prazo da República Portuguesa para A+, um nível de notaçao que não era alcançado há mais de uma década.

A proposta de Orçamento do Estado para 2027, recentemente apresentada pelo Governo, projeta a continuação de uma orientação prudente da política orçamental, antecipando um saldo orçamental próximo do equilíbrio e uma nova redução da dívida pública, em cerca de 3 p. p., para 84,5% do PIB. A concretizar-se, este será o nível mais baixo desde 2008. Importa, contudo, destacar a expectativa de aumento do encargo com juros, refletindo a tendência global de taxas de juro mais elevadas. O Executivo prevê que a despesa com o serviço da dívida aumente 23% em termos homólogos, correspondendo a um acréscimo de 0,4 p. p. do PIB, para 2,4%. Trata-se de um sinal da necessidade de manter uma gestão prudente das contas públicas, num contexto internacional exigente e marcado por riscos externos significativos.

Paula Carvalho

Final de período, exceto quando é especificado o contrário

Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2019	Média 2020-2023	2024	2025	2026	2027
TAXAS DE JURO							
Dólar							
Fed funds (limite inferior)	3,18	0,54	1,75	4,25	3,50	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 PIB¹							
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	2,1	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	2,8	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	1,8	0,5	1,5	2,9	3,7	2,9	1,9
Consumo das Adm. Públicas	2,2	-0,3	1,9	3,0	3,7	1,6	1,1
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	2,9	3,6	3,3	1,8
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	2,5	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	3,2	2,9	2,3	2,5
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-5,2	0,2	2,0	4,5	4,3	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

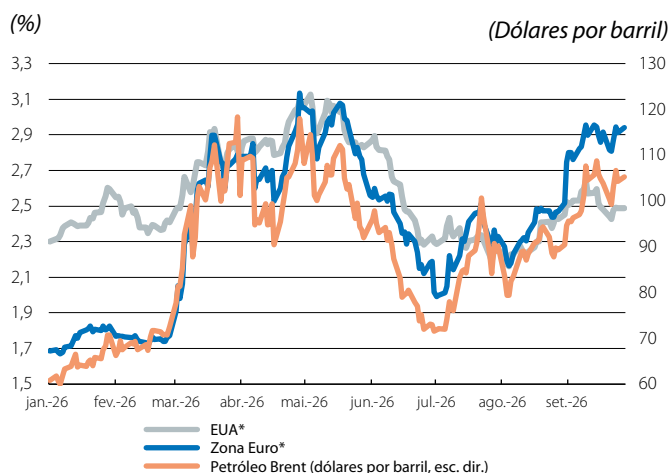
A geopolítica e a política orçamental penalizam os mercados financeiros

O conflito no Irão e as preocupações orçamentais a longo prazo ditaram a evolução do mercado. O bloqueio do estreito de Ormuz manteve elevados os preços da energia e as expectativas de inflação, levando o BCE, a Fed e o Banco do Japão a aumentar as taxas de juro. No entanto, no final do mês, os responsáveis do BCE e da Fed moderaram o tom restritivo dos seus discursos, o que reduziu as expectativas dos investidores quanto às taxas de juro nos próximos 12 meses, bem como quanto à possibilidade de novos aumentos em outubro. As expectativas em relação aos bancos centrais e as preocupações orçamentais fizeram subir acentuadamente as *yields* da dívida soberana nas principais economias desenvolvidas. Na periferia da Zona Euro, o prémio de risco de França liderou o alargamento dos diferenciais, impulsionado pelo início das negociações relativas ao Orçamento para 2027 e pelas dificuldades do Governo francês em implementar uma correção do défice. Esta situação exerceu pressão sobre o euro (já penalizado por um dólar que beneficiou significativamente da subida das taxas de juro pela Fed) e sobre as bolsas europeias, enquanto, nos EUA, o setor tecnológico e os semicondutores deram algum suporte aos índices bolsistas. As taxas de juro reais mais elevadas nos EUA e a valorização do dólar também penalizaram os metais preciosos, ao reduzirem a sua atratividade relativa enquanto reserva de valor.

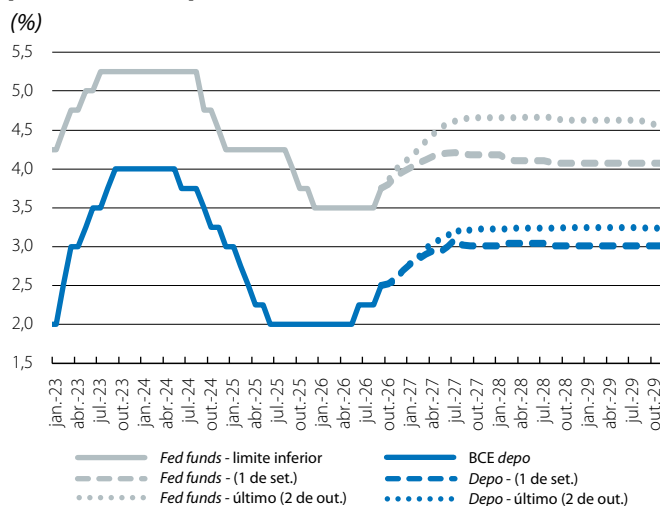
Os bancos centrais aumentaram as taxas de juro, mas moderaram o tom dos seus discursos no final do mês. O BCE aumentou as taxas de juro em 25 p. b., colocando a taxa *depo* em 2,50%, enquanto a Fed fixou os *fed funds* no intervalo de 3,75%-4,00%. Em ambos os casos, o aumento das taxas foi justificado pelas pressões inflacionistas persistentes. Ainda assim, o tom dos seus responsáveis tornou-se mais moderado na última semana do mês. No que diz respeito ao BCE, Lagarde defendeu que a economia continua num cenário de «endurecimento monetário controlado» e salientou que os movimentos mais recentes do mercado, com taxas de juro de longo prazo mais elevadas, também tornam as condições financeiras mais restritivas e contribuem para reduzir as pressões inflacionistas. Nos Estados Unidos, após a inflação PCE de agosto ter surpreendido em baixa, tanto Williams (Fed regional de Nova Iorque) como o vice-presidente Jefferson defenderam uma análise dos dados sem precipitações. Assim, os investidores passaram a descontar uma menor probabilidade de subidas em outubro para ambos os bancos centrais (o cenário central é de pausa em outubro) e apenas mais três subidas de juros em ambos os lados do Atlântico (contra as quatro adicionais que chegaram a ser negociadas). Também os *swaps* de inflação da Zona Euro a 1 e 2 anos caíram acentuadamente na última semana, embora se tenham mantido acima dos níveis de agosto (descontando taxas médias de inflação em torno dos 3% nos próximos dois verões).

Forte subida das *yields* soberanas e alargamento dos *spreads* na Zona Euro. As *yields* dos títulos do Tesouro de longo prazo atingiram máximos de várias décadas, embora o tom mais *dovish* dos bancos centrais no final do mês tenha atenuado parte das subidas. Nos Estados Unidos, a curva deslocou-se acentuadamente para cima (cerca de 45 p. b. em média nos diferentes prazos), com o *treasury* a 10 anos a superar os 5,20%. A curva, que se manteve achatada durante grande parte do mês, voltou a apresentar inclinação no final do mês: as taxas de curto prazo moderaram as subidas, à medida que diminuíram as expectativas de novas subidas por parte da Fed, enquanto os prazos mais longos permaneceram sob pressão devido às preocupa-

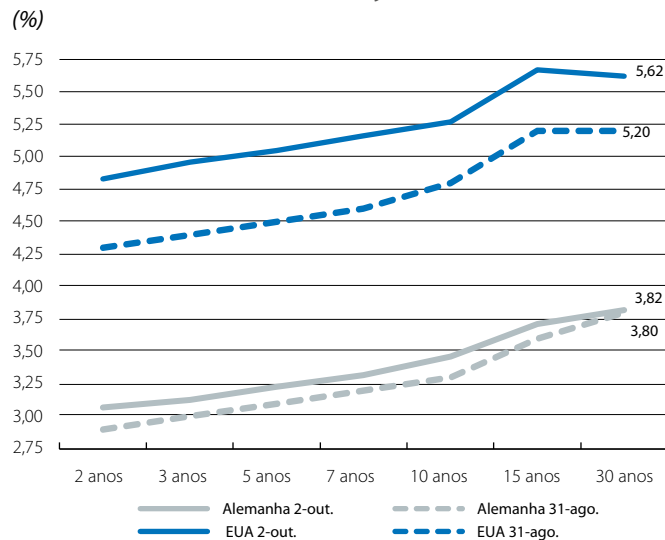
Swaps de inflação para os próximos dois anos e Brent



Fed e BCE: expectativas de taxas de juro descontadas pelas taxas implícitas do mercado monetário



Alemanha e EUA: curvas das *yields* soberanas



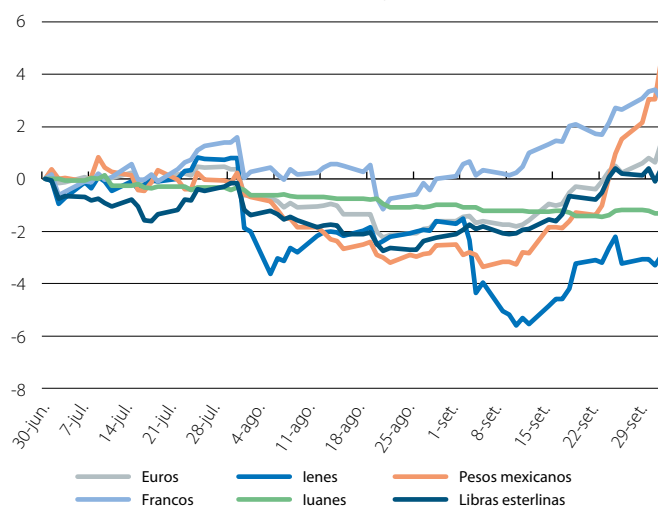
ções orçamentais, levando o *treasury* a 30 anos a atingir máximos desde 2002. Na Zona Euro, embora também se tenham registado subidas das taxas de juro, os investidores procuraram refúgio na dívida alemã e pressionaram em baixa as taxas de juros dos *bunds*, sobretudo nos prazos mais curtos, o que também contribuiu para uma maior inclinação da curva. Por outro lado, o diferencial francês alargou-se em mais de 50 p. b., ultrapassando os 140 p. b., o que gerou, no final do mês, algum contágio à dívida italiana e grega. As dívidas espanhola e portuguesa registaram um melhor desempenho relativo, com alargamentos próximos dos 15 p. b. e, apesar da subida, mantiveram-se em níveis comparativamente baixos (e inferiores à média de 2024).

A subida das taxas de juro pela Fed valorizou o dólar, enquanto a crise em França penalizou o euro. A moeda norte-americana valorizou-se ao longo do mês face às suas principais moedas homólogas (3% no índice DXY da taxa de câmbio efetiva nominal), impulsionada pela subida das taxas de juro por parte da Reserva Federal, que conseguiu transmitir aos investidores uma menor tolerância em relação ao atual ritmo de desinflação. Face ao euro, este movimento prolongou-se com o alargamento do prémio de risco francês e a incerteza política, o que levou o EURUSD a desvalorizar-se mais de 3% no mês. O euro também perdeu terreno face à libra e ao franco suíço, com este último a beneficiar da procura por ativos de refúgio. Por outro lado, o iene, que começou o mês a valorizar-se após as intervenções do Ministério das Finanças japonês e do Tesouro dos EUA no mercado cambial em agosto, voltou a perder terreno no final do mês. Entre as moedas emergentes, que também foram penalizadas pela valorização do dólar e pelas elevadas taxas de juro nos EUA, destacou-se a desvalorização do peso mexicano, próxima dos 8%.

O setor tecnológico acentuou a diferença face às restantes empresas cotadas em bolsa. O otimismo em torno da IA continuou a apoiar as empresas norte-americanas mais expostas ao setor, o que aumentou a concentração nos principais índices e também as divergências face às bolsas europeias. Dessa forma, o forte avanço do setor dos semicondutores e das «Magnificent 7» permitiu que o S&P 500 terminasse o mês praticamente estável e que o Nasdaq-100 registasse uma ligeira subida, num mês globalmente fraco para os mercados bolsistas. Ainda assim, a amplitude do mercado foi reduzida e tanto o S&P 500 equiponderado como o Dow Jones e o Russell 2000, composto por empresas de menor capitalização, registaram perdas. Na Zona Euro, tanto os índices regionais como os índices nacionais das principais economias acumularam quedas entre 4% e 6%, tendo o CAC 40 francês registado o pior desempenho relativo. Por setores, no índice pan-europeu Stoxx 600, o setor automóvel e os setores mais expostos a taxas de juro elevadas registaram as maiores quedas, tendo apenas os setores energético e tecnológico registado ganhos no mês.

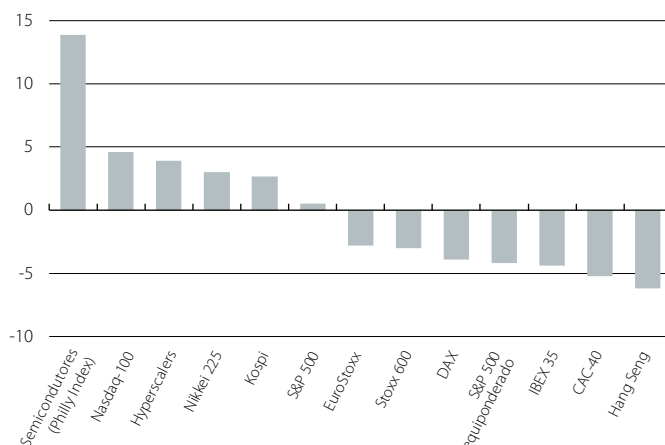
O petróleo manteve-se em níveis elevados, apesar da volatilidade registada na última semana. Depois de ter chegado aos 110 dólares por barril, impulsionado pelo conflito no Médio Oriente, o Brent corrigiu parte dos ganhos após a Arábia Saudita ter retomado os fluxos através de um oleoduto alternativo e os EUA terem recorrido parcialmente às suas reservas estratégicas. Ainda assim, o Brent encerrou acima dos 100 dólares por barril e acumulou uma valorização superior a 10% no período. O gás natural também prolongou as subidas, com o TTF holandês a avançar cerca de 5%, para mais de 70 euros/MWh, numa altura em que começa a aumentar a procura sazonal na Europa. Por sua vez, os metais preciosos ampliaram as suas perdas (cerca de 6% no caso do ouro), com o seu apelo como valor seguro a ser diminuído pelas elevadas taxas reais e pela força do dólar.

Evolução das moedas selecionadas face ao dólar (% de valorização do dólar desde 30 de junho)



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

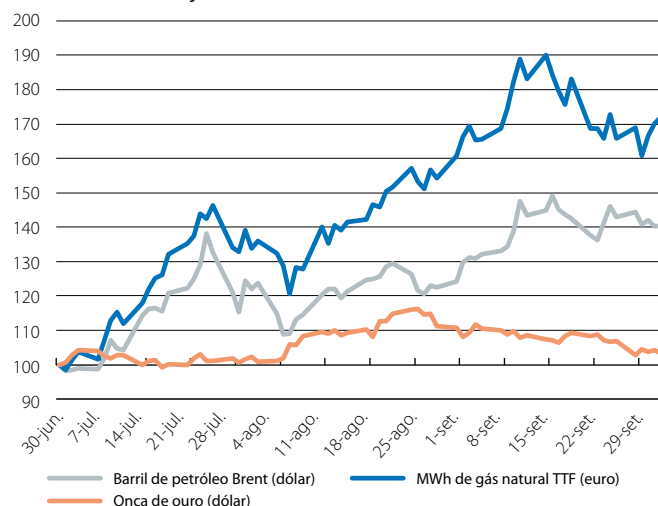
Desempenho nos principais índices do mercado de ações em setembro (%)*



Nota: * Variação acumulada entre 31 de agosto e 2 de outubro.

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

Evolução dos preços da energia e do ouro Índice (100 = 30 de junho de 2026)



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

Perspetivas e condições financeiras para a economia internacional: outono de 2026

O conflito no Médio Oriente e as perturbações que provoca continuam a marcar o ritmo da economia internacional. Por enquanto, a atividade tem-se mantido resiliente e as pressões inflacionistas, embora significativas, têm-se limitado ao setor energético, sem sinais de efeitos indiretos significativos sobre os preços dos restantes produtos. No entanto, o prolongamento do conflito e a incerteza que este suscita provocaram uma mudança de rumo por parte dos bancos centrais e os primeiros aumentos das taxas de juro.

O ponto de partida deste cenário são os preços da energia relativamente elevados. As nossas previsões baseiam-se nos futuros do petróleo e do gás cotados nos mercados financeiros, com uma trajetória que, no ponto de corte,¹ aponta para uma distensão gradual, embora não total, nos próximos trimestres: o barril de Brent entre os 80 e os 90 dólares no último trimestre do ano e entre os 75 e os 80 dólares em 2027; gás TTF ligeiramente abaixo dos 70 euros até ao final de 2026 e a descer para cerca de 40 euros ao longo de 2027. Além disso, os riscos na zona do ponto de partida são elevados. Os preços da energia têm demonstrado uma rápida capacidade de estabilização caso o conflito no Médio Oriente seja resolvido. No entanto, o encerramento do Estreito de Ormuz está a esgotar as reservas que permitiram amortecer a perturbação dos fluxos,² e as perspetivas tornaram-se mais incertas após a tentativa mal sucedida de resolução no verão. Assim, os mercados financeiros antecipam uma ampla gama de cenários para a evolução dos preços do petróleo, com uma clara tendência para a manutenção das perturbações (ver o primeiro gráfico).

Tendo em conta a evolução prevista para os preços da energia, é provável que, nos próximos meses, economias como as dos EUA e da Zona Euro registem um aumento da inflação para valores superiores a 3,5% e que esta se aproxime mesmo dos 4%, impulsionada pela energia e, em particular, pelos combustíveis.³ A partir da primavera de 2027, a inflação deverá diminuir de forma acentuada⁴ e regressar a níveis mais próximos dos 2,5%. Um dos fatores

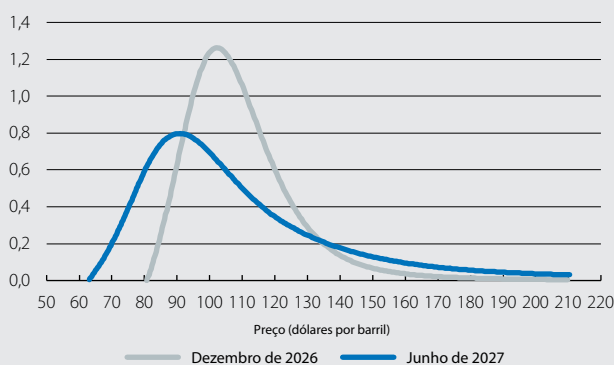
1. Cotações médias de 14 dias até o início de setembro.

2. A AIE estima uma queda na oferta mundial de crude de cerca de 5% em 2026, repartida em partes praticamente iguais entre o consumo das reservas e o ajuste da procura.

3. Os principais componentes da inflação energética são os combustíveis e a eletricidade. Até agora, a maior parte do choque tem-se concentrado nos combustíveis, enquanto os desfasamentos na transmissão e o aumento da produção de energias renováveis (que reduz o papel do gás enquanto fonte marginal de produção) têm atenuado o impacto sobre os preços da eletricidade.

4. Por efeitos de base no setor energético, uma vez que o denominador da inflação homóloga já irá incorporar os primeiros meses do conflito.

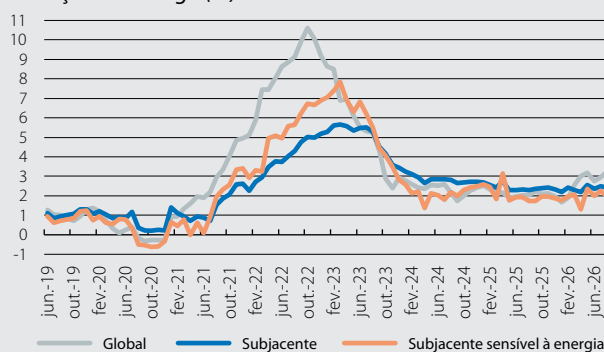
Petróleo Brent: distribuição de preços de acordo com o mercado de opções (%)



Nota: Distribuições implícitas nos preços das opções sobre os futuros do Brent com vencimento em dezembro de 2026 e junho de 2027, cotados no final de setembro de 2026.
Fonte: BPI Research, cálculos próprios a partir de dados da Bloomberg.

Zona Euro: IHPC

Variação homóloga (%)



Notas: O IHPC subjacente exclui a energia e todos os alimentos. A componente da inflação subjacente sensível à energia inclui apenas as rubricas do IHPC subjacente cujo setor produtivo apresenta uma elevada intensidade energética (de acordo com dados das tabelas input-output; Ver Focus «Inflação europeia: radiografia após o choque do Médio Oriente» no IM07/2026).

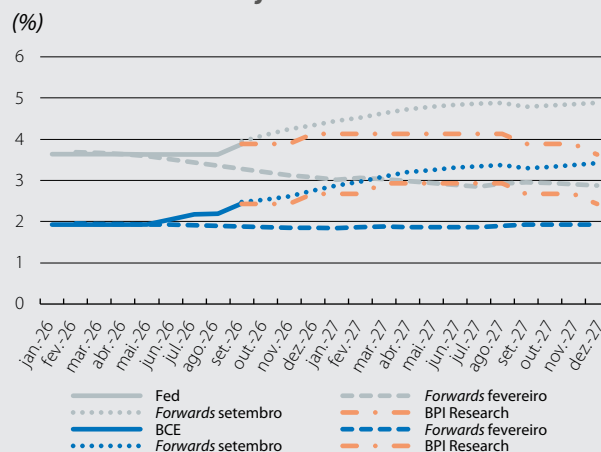
Fonte: BPI Research, com base em cálculos próprios e dados do Eurostat.

decisivos será saber se, nessa altura, a inflação dos preços da energia já se terá repercutido nos restantes preços. Por enquanto, os efeitos indiretos são limitados e o contexto contribui para que assim continue, graças a uma política monetária restritiva, a uma política orçamental menos acomodatória do que no passado e a uma atividade económica resiliente, mas não em expansão. No entanto, três fontes de risco provêm dos derivados do crude (como o gasóleo, com uma procura diversificada em termos de utilizações e ao qual se somam as tensões decorrentes da guerra na Ucrânia e as restrições às exportações), dos alimentos (aumento do preço dos fertilizantes, fenómenos meteorológicos extremos) e da ameaça de perturbações nas cadeias de abastecimento globais (por exemplo, ataques no Mar Vermelho).

Foi o agravamento dos riscos inflacionistas, provocado por um conflito mais prolongado e incerto, que levou os bancos centrais a aumentarem as taxas de juro. No que diz respeito aos dados propriamente ditos, as pressões sobre os preços subjacentes praticamente não se alteraram desde o conflito (ver o segundo gráfico). Porém, quanto mais tempo durarem as perturbações, maior será o risco de estas se repercutirem nos restantes preços e de a inflação ganhar impulso, razão pela qual tanto a Reserva Federal como o BCE começaram a subir as taxas de juro. Além disso, a resiliência que caracteriza a atividade dá margem a ambos os bancos centrais para tornarem a política monetária um pouco mais restritiva. Tudo isto leva-nos a prever que a Fed e o BCE acabem por elevar as taxas de juro para 4,00%-4,25% e 3,00%, respetivamente, mas que a melhoria da inflação ao longo de 2027 permita flexibilizar a política monetária com relativa rapidez.⁵

Assim, a atividade económica enfrenta um contexto de preços energéticos mais elevados, taxas de juro mais elevadas e maior inflação. Ao mesmo tempo, o conjunto das condições financeiras é menos restritivo do que poderia parecer, graças ao efeito compensador do bom desempenho dos mercados acionistas desde o início do ano e à relativa estabilidade das taxas de câmbio, enquanto o *boom* de investimento associado à IA ajuda a atenuar o impacto negativo do conflito no Médio Oriente. Até ao momento, a atividade económica tem-se revelado resiliente: o PIB da Zona Euro cresceu a um ritmo anualizado ligeiramente superior a 1% no primeiro semestre de 2026⁶ e o dos EUA a um ritmo ligeiramente inferior a 2%, enquanto o PIB da China se manteve na faixa de 4,5% a 5,0% em termos homólogos, tal como pretendido pelas

Fed e BCE: taxas de juro de referência



Nota: Dados e forwards para o FFR efetivo (Fed) e a ESTR (BCE).

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

autoridades. Além disso, nos últimos meses, indicadores como os PMI apontam para uma recuperação da confiança para máximos do ano, o que nos leva a antecipar a manutenção de um crescimento económico relativamente sólido, sustentado pela robustez do mercado de trabalho.

Há diferenças regionais por trás desse quadro. A Zona Euro está relativamente mais exposta ao aumento dos preços da energia devido à sua dependência das importações de combustíveis fósseis, mas beneficia do impulso dos planos de investimento e de despesas na área da defesa. Adicionalmente, contrastam o dinamismo da periferia e a reacceleração da Alemanha com a estagnação da França. Por seu lado, a maior autonomia energética dos EUA reduz o impacto direto do choque, enquanto a atividade econó-

Zona Euro: crescimento da atividade desde o início de 2026

(contribuição para o PIB ou VAB, p. p.)



Notas: No PIB e no VAB, apresenta-se o contributo de cada trimestre para o crescimento acumulado até ao 2T de 2026 (face ao 4T de 2025). Para as componentes da procura e os setores, apresenta-se o respetivo contributo para o PIB ou VAB total do trimestre correspondente. Dados corrigidos de sazonalidade e de efeitos de calendário.

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

5. Os mercados estão a prever um aperto monetário mais agressivo, com taxas mais elevadas durante mais tempo.

6. A Zona Euro cresceu a um ritmo médio de 1,3% em cadeia anualizado (1,2% sem a Irlanda). A Alemanha cresceu 1,6%, Espanha 2,7% e a Itália 1,0%. França, por outro lado, registou uma contração a um ritmo trimestral de 0,3% em termos anualizados.

mica norte-americana beneficia particularmente do forte *boom* associado à IA. No entanto, a persistência da inflação e uma política monetária restritiva representam também um travão para a procura interna. A economia chinesa, por seu lado, combina a fraqueza do setor imobiliário e da procura interna com a resiliência das suas elevadas reservas de petróleo e o impulso das exportações de bens de maior valor acrescentado (relacionados com tecnologias verdes e IA).

Tudo isto delinea um cenário exigente, mas não necessariamente negativo. No Médio Oriente, as perturbações no setor energético e as tensões geopolíticas continuarão a ditar o rumo da economia, o que se traduz em perspetivas suscetíveis de se alterarem de forma rápida e em várias direções. O ciclo de investimento na IA também gera riscos de dois tipos: pode impulsionar o crescimento através de uma maior procura e de uma maior produtividade, ou, pelo contrário, condicioná-lo caso alimente novos episódios de turbulência financeira.⁷ Tudo isto sem esquecer o contexto de elevada dívida pública e de taxas de juro mais altas, com um escrutínio crescente por parte dos investidores sobre economias como a francesa ou a norte-americana, nem as tensões comerciais. Ainda assim, o regime pautal dos EUA estabilizou no último ano e, embora tenha sofrido alterações na sua forma jurídica, mantém uma orientação semelhante e o objetivo de uma tarifa média próxima de 10% sobre as importações provenientes do resto do mundo.

7. Os últimos trimestres já trouxeram alguns exemplos: o delicado equilíbrio entre as avaliações elevadas das empresas ligadas à IA e as suas ambiciosas expectativas de lucros, o risco de disrupção nos setores tradicionais e a concorrência pelo financiamento (que contribui para a subida das taxas de juro da dívida soberana).

Previsões: atividade e preços

Variação anual (%)

	PIB			Inflação		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
EUA	2,3	2,1	1,9	2,6	3,3	2,3
		2,6	2,0		2,6	2,2
Zona Euro	1,3	1,0	1,4	2,1	3,0	2,6
		1,3	1,5		1,9	2,0
Alemanha	0,3	1,1	1,1	2,3	2,8	2,5
		1,0	1,4		2,0	2,1
França	0,9	0,5	0,9	0,9	2,4	2,3
		1,0	1,2		1,3	1,7
Itália	0,7	0,9	0,8	1,6	2,7	2,5
		0,8	1,1		1,5	1,8
China	5,0	4,5	4,0	0,1	1,0	1,5
		4,5	4,0		1,0	1,5

Notas: Média do período. Em azul e itálico, previsões anteriores ao conflito no Médio Oriente (fevereiro de 2026).

Fonte: BPI Research.

Previsões: ambiente financeiro

	Média anual			Fim do período		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Petróleo Brent (dólares por barril)	68,2	86,8	78,5	61,6	83,7	75,9
		67,2	65,4		66,0	64,8
Gás TTF (euros por MWh)	36,4	53,0	45,3	27,7	65,5	40,6
		30,8	26,2		30,2	26,2
Fed: taxa diretora (FFR) (%; limite inferior)	4,08	3,60	3,90	3,50	4,00	3,50
		3,27	3,00		3,00	3,00
BCE: taxa diretora (depo) (%)	2,24	2,24	2,85	2,00	2,75	2,50
		2,00	2,00		2,00	2,00
Taxa soberana dos EUA 10 anos (%)	4,29	4,62	4,88	4,14	5,20	4,60
		4,38	4,55		4,50	4,60
Taxa soberana Alemanha 10 anos (%)	2,64	3,11	3,14	2,84	3,30	3,00
		2,90	2,92		2,95	2,90
Taxa soberana Espanha 10 anos (%)	3,23	3,56	3,66	3,28	3,80	3,55
		3,35	3,48		3,45	3,50
Taxa de câmbio EUR-USD (dólares por euro)	1,13	1,16	1,17	1,17	1,17	1,18
		1,20	1,20		1,20	1,20

Notas: Em azul e itálico, previsões anteriores ao conflito no Médio Oriente (fevereiro de 2026). Previsões para o Brent e o TTF baseadas em futuros de mercado.

Fonte: BPI Research.

Taxas de juro (%)

	30-setembro	31-agosto	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2026 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	2,65	2,40	25	50	50
Euribor 3 meses	2,62	2,59	2	59	60
Euribor 12 meses	3,33	3,00	33	109	114
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	2,96	2,68	28	95	102
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	3,21	2,94	27	109	118
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	3,59	3,32	26	73	88
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	4,13	3,78	36	85	87
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	4,01	3,67	34	86	89
EUA					
Fed funds (limite inferior)	3,75	3,50	25	25	-25
SOFR 3 meses	4,08	3,80	28	43	10
Dívida pública a 1 ano	4,54	4,14	40	107	90
Dívida pública a 2 anos	4,89	4,34	55	141	127
Dívida pública a 10 anos	5,28	4,75	53	112	115

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	30-setembro	31-agosto	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2026 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	63	51	12	12,1	6,7
Itraxx Financeiro Sénior	69	54	16	15,1	9,5
Itraxx Financeiro Subordinado	115	87	27	21,7	12,7

Taxas de câmbio

	30-setembro	31-agosto	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2026 (%)	Variação homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,133	1,162	-2,5	-3,5	-3,4
EUR/JPY (ienes por euro)	178,350	185,590	-3,9	-3,1	2,4
EUR/GBP (libras por euro)	0,854	0,857	-0,4	-2,0	-2,2
USD/JPY (ienes por dólar)	157,410	159,740	-1,5	0,4	5,9

Matérias-primas

	30-setembro	31-agosto	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2026 (%)	Variação homóloga (%)
Índice Bloomberg de matérias primas	141,8	141,4	0,3	29,3	35,0
Brent (\$/barril)	103,5	90,5	14,4	70,1	52,3
Ouro (\$/onça)	4.157,4	4.437,4	-6,3	-3,7	8,4

Mercado acionista

	30-setembro	31-agosto	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2026 (%)	Variação homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	7.651,5	7.686,1	-0,5	11,8	14,9
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	6.269,0	6.420,2	-2,4	8,2	13,8
Ibex 35 (Espanha)	19.426,2	19.974,1	-2,7	12,2	26,8
PSI 20 (Portugal)	9.666,8	9.437,2	2,4	17,0	21,1
Nikkei 225 (Japão)	66.753,7	66.311,9	0,7	32,6	48,2
MSCI emergentes	1.704,9	1.719,3	-0,8	21,4	27,3

A economia internacional resiste aos choques até ao momento

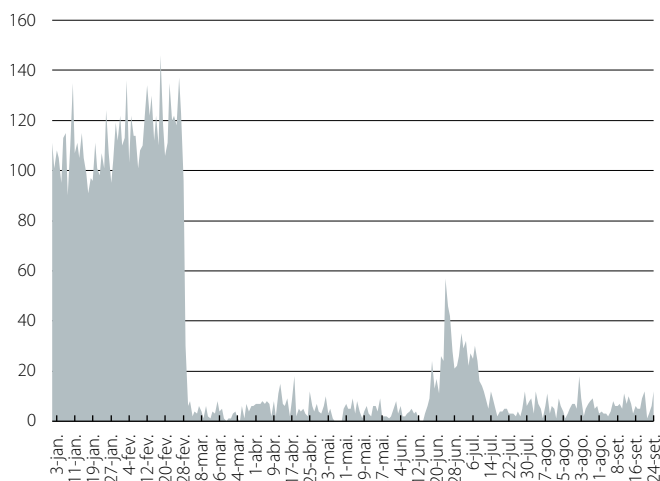
O conflito no Médio Oriente prolonga-se. A guerra entre o Irão, os EUA e Israel já dura há quase sete meses e encontra-se numa fase de tensão. O impasse militar no terreno coincide com negociações diplomáticas complicadas, tal como ficou patente durante a Assembleia Geral da ONU realizada no final de setembro, enquanto Trump endurece a sua retórica para exigir a conclusão de um acordo definitivo o mais rapidamente possível. O Estreito de Ormuz continua a ser o centro estratégico do conflito e quase não se regista tráfego marítimo através dele. Adicionalmente, os ataques dos houthis do Iémen, aliados do Irão, contra instalações e navios da Arábia Saudita agravam a situação no mercado da energia (o reino saudita chegou ao ponto de encerrar um oleoduto) e representam um risco para o estreito de Bab el-Mandeb, que liga o Canal do Suez à Europa. Neste contexto, o preço do barril de Brent ultrapassou os 100 dólares em setembro (cerca de 15% acima do valor registado em agosto), enquanto o preço de referência europeu do gás natural liquefeito oscilou entre os 70 e os 80 euros/MWh, atingindo máximos de quase três anos.

No entanto, a economia mundial tem demonstrado uma evolução resiliente até à data, graças ao apoio das políticas públicas para compensar o choque energético, à disponibilidade de reservas energéticas e ao forte impulso do investimento e do comércio associados à IA. De facto, a OCDE, no seu relatório de setembro, revê ligeiramente em alta as previsões de crescimento para 2026 de forma generalizada, mas mostra-se um pouco mais cautelosa no que diz respeito a 2027. Assim, prevê que o crescimento mundial abrande ligeiramente para 2,9% em 2026 e que recupere até 3,0% em 2027. Enquanto isso, o aumento da inflação limita-se, por enquanto, ao setor energético e o seu efeito de contágio aos restantes preços tem-se mantido bastante contido nas principais economias desenvolvidas, o que explica que as expectativas de inflação a médio prazo se mantenham ancoradas em torno das metas dos bancos centrais. Contudo, a evolução dos preços da energia representa um importante risco de desaceleração para a atividade, sobretudo na perspetiva da época de inverno, especialmente para as economias mais dependentes das importações de energia.

Os inquéritos sobre o clima empresarial apontam para um 3T bastante dinâmico na Zona Euro. Os principais indicadores de clima económico e da confiança das empresas parecem indicar que o crescimento da Zona Euro (excluindo a Irlanda) no 3T deverá manter a tendência do 2T, apesar do agravamento da crise energética e do aumento da incerteza. Dessa forma, o PMI da Zona Euro atingiu, em setembro, o seu nível mais elevado dos últimos três anos e meio (+1,1 pontos, para 53,1, sendo 50 o limiar que marca o crescimento positivo), graças à notável recuperação do setor dos serviços. Por países, em França, o índice ultrapassou a marca dos 50 pela primeira vez este ano e, na Alemanha, atingiu os níveis mais elevados dos últimos 11 meses. Esta melhoria do otimismo dos empresários em relação à Alemanha é reforçada pela evolução do índice de confiança empresarial Ifo, que em setembro atingiu os níveis mais elevados desde

Tráfego de navios pelo Estreito de Ormuz

Número de passagens por dia

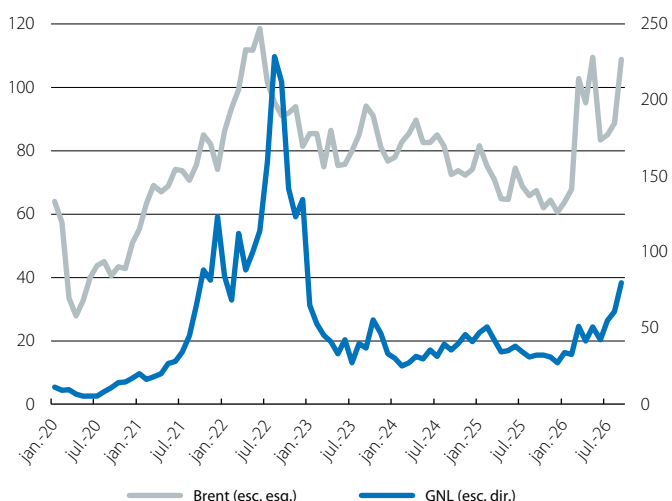


Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

Preços da energia

Brent (dólares/barril)

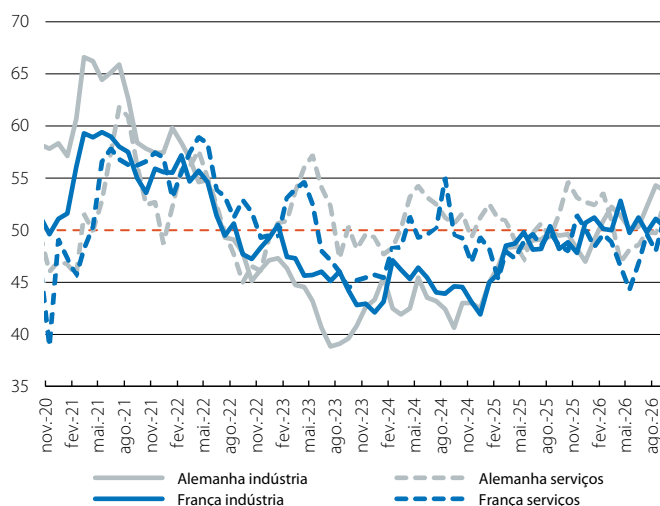
GNL (euros/MWh)



Fonte: BPI Research, com base em dados do Refinitiv Workspace.

Zona Euro: PMI por componentes

Índice (>50 expansão; <50 contração)



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

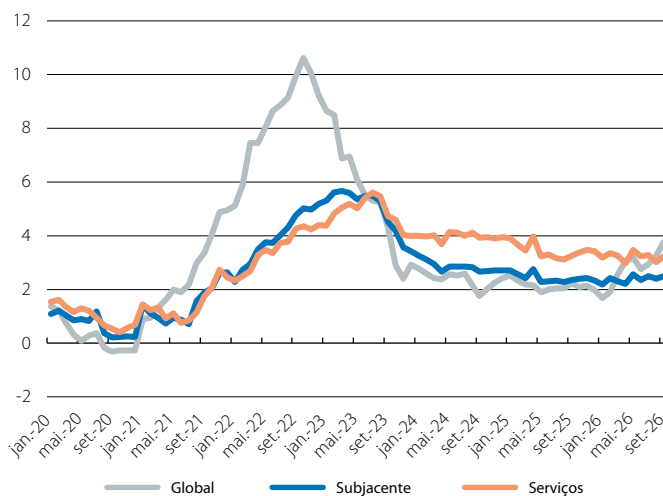
maio de 2023 (89,9, sendo 100 o limiar de referência), e pelos sinais revelados pelo ZEW, que indicou que a percentagem de inquiridos que, em setembro, antecipa uma melhoria da situação ultrapassa os 46%, contra os 12% que temem um agravamento.

Porém, os dados reais atenuam o otimismo das sondagens às empresas, sobretudo na Alemanha. Contrastando com o otimismo revelado pelos inquéritos às empresas na Alemanha, a confiança das famílias alemãs continua baixa, num contexto de lenta subida da taxa de desemprego (4,0% em julho, o valor mais elevado desde o início da pandemia), e os indicadores de atividade de julho apontam para um início bastante fraco do 3T. De facto, as vendas a retalho na Alemanha registaram uma queda de 3,4% em relação ao mês anterior (o que arrastou as vendas da Zona Euro para um valor de -0,6%), enquanto o dinamismo das encomendas industriais (+2,5% em relação ao mês anterior) se deveu, principalmente, ao impulso dos setores mais voláteis (transportes e defesa), uma vez que, excluindo-os, teriam registado uma queda de 1,4%. Esta fragilidade subjacente está em consonância com o recuo da produção industrial (-1,1% em relação ao mês anterior, vs. 0,0% em julho) e com a desaceleração das exportações (-0,8% em relação ao mês anterior, vs. 0,0%). Com base nisto, a inflação global da Zona Euro aumentou em setembro 0,6 p. p. atingindo os 3,8%, o valor mais elevado dos últimos três anos, impulsionada pela nova subida dos preços da energia, com a inflação subjacente a subir 0,1 p. p., para os 2,5%, o que indica que os efeitos indiretos do choque energético continuam a ser limitados.

A inflação nos EUA continua a ser pressionada em alta pelos preços da energia, enquanto o seu mercado de trabalho se mantém muito volátil. Os dados mais recentes parecem indicar uma menor dinâmica do consumo das famílias: em julho, estagnou em termos reais, após ter registado um crescimento de 0,4% nos dois meses anteriores, o que permitiu que a taxa de poupança recuperasse para máximos de quatro meses (+0,4 p. p., atingindo 3,0% do seu rendimento disponível). Além disso, os indicadores não apontam para uma recuperação substancial nos próximos meses, em consonância com a nova descida do índice de confiança de Michigan em agosto (entre os mínimos registados desde o verão de 2022) e com a do Conference Board, que tem vindo a oscilar, durante grande parte do ano, em torno de mínimos desde o início de 2021. A produção industrial também estagnou em agosto (após dois meses de crescimento de 0,2% em relação ao mês anterior), no entanto a evolução registada pelos principais indicadores de clima do setor permite acreditar que se trata de uma situação transitória: em setembro, o PMI do setor industrial (+2,0 pontos, para 55,9) e o ISM do setor industrial (-0,1 pontos, para 54,5) consolidaram-se em valores compatíveis com um crescimento dinâmico no setor. Entretanto, a criação de emprego continua a ser muito volátil e encerra o 3T com uma criação média de 51.000 postos de trabalho por mês, abaixo dos 76.000 postos de trabalho criados, em média mensal, durante o primeiro semestre, com uma taxa de desemprego que subiu 0,1 p. p., para 4,2%, em setembro. A inflação, por outro lado, continua a ser pressionada para cima pelos preços da energia: em agosto, a inflação global manteve-se nos 3,4%, enquanto a inflação subjacente registou uma descida de 0,1 p. p., para 2,4%.

Zona Euro: IPC harmonizado

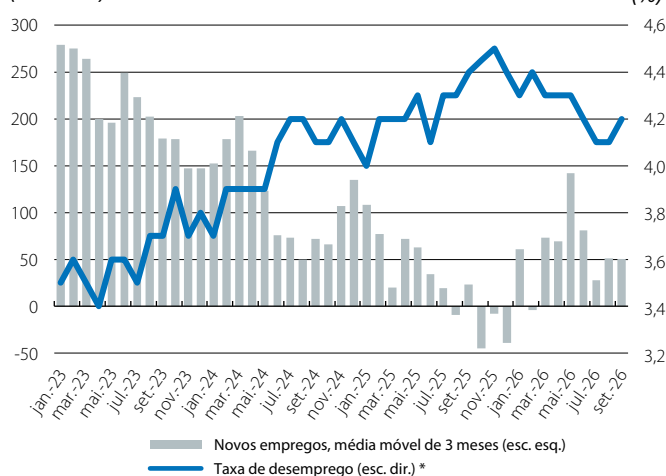
Variação homóloga (%)



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

EUA: emprego

(Milhares)

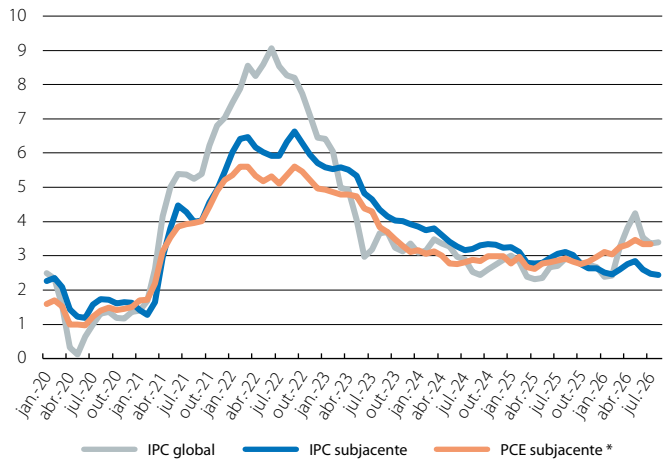


Nota: * Os dados relativos à taxa de desemprego de outubro de 2025 não foram publicados devido ao shutdown, os dados apresentados foram interpolados.

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

EUA: indicadores de preços

Variação homóloga (%)



Nota: * O PCE é a referência para a Reserva Federal e o índice subjacente exclui a energia e todos os produtos alimentares.

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

As *midterms* são relevantes para Trump? E para os EUA?

No próximo dia 3 de novembro, os norte-americanos voltarão às urnas para eleger a totalidade da Câmara dos Representantes e um terço do Senado, as duas câmaras nas quais o Partido Republicano obteve a maioria em 2024. Embora Donald Trump não conste nas cédulas eleitorais, as eleições constituirão o primeiro grande teste nacional do seu segundo mandato. As sondagens e as votações realizadas desde o seu regresso à Casa Branca apontam, por enquanto, para um cenário favorável aos democratas. Ao mesmo tempo, os territórios e os grupos sociais que mais contribuíram para a viragem republicana de 2024 parecem ainda não ter recebido os benefícios económicos prometidos. Dessa forma, o resultado irá pôr à prova a confiança da base eleitoral que lhe devolveu a presidência, mas, mais importante ainda, determinará o contrapeso institucional que Trump terá de enfrentar e condicionará o debate interno do Partido Republicano sobre a continuidade da sua agenda com vista às eleições presidenciais de 2028.

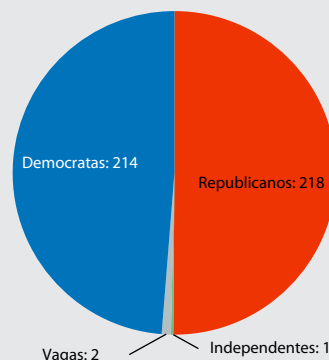
O que se decide no dia 3 de novembro?

Nas eleições intercalares serão renovados os 435 membros da Câmara dos Representantes e 35 dos 100 senadores (ver os dois primeiros gráficos).¹ Os democratas precisam de aumentar de 214 para 218 o número de representantes para recuperarem a Câmara, ao passo que necessitam de mais quatro lugares para alcançarem uma maioria de 51 senadores, dado que a vice-presidência e, consequentemente, o voto de desempate permanecerá nas mãos dos republicanos.

A dimensão de uma vitória democrata dependerá da câmara conquistada. O controlo do Senado permitiria bloquear nomeações de juizes federais, altos cargos da Administração ou membros da Reserva Federal. O controlo da Câmara conferiria uma maior capacidade para investigar o Executivo, exigir documentos e analisar possíveis conflitos de interesses ou abusos de poder, uma estratégia que os responsáveis democratas parecem privilegiar em detrimento da abertura imediata de um novo processo de *impeachment*. Uma maioria democrata em qualquer uma delas poderia travar uma nova legislação republicana, enquanto o controlo de ambas permitiria impulsionar uma agenda alternativa, embora Trump conservasse o poder de veto. No domínio orçamental, o novo equilíbrio político poderá alterar alguns dos cortes na despesa previstos na *One Big Beautiful Bill Act* (OBBA) ou dificultar a prorrogação das suas disposições temporárias, embora dificilmente venha a alterar de forma substancial a trajetória projetada do défice e da dívida na ausência de acordos bipartidários. O confronto político poderá também estender-se às leis de financiamento, difi-

1. Dos 35 lugares do Senado em disputa, 33 correspondem à renovação regular e 2 a eleições especiais destinadas a escolher quem completará os mandatos de J. D. Vance e Marco Rubio, substituídos provisoriamente depois de assumirem, respetivamente, a vice-presidência e o cargo de secretário de Estado.

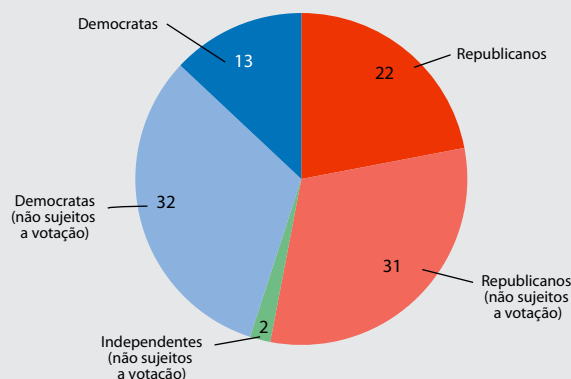
EUA : composição atual da Câmara dos Representantes



Nota: 435 representantes no total. Maioria com 218 representantes. As 2 vagas correspondem a representantes que renunciaram (1 democrata e 1 republicano). O representante independente deixou o Partido Republicano e passou a não estar filiado em nenhum partido.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Congresso dos EUA.

EUA : composição atual do Senado e lugares em disputa nas *midterms*



Nota: 100 senadores no total. Maioria com 51 senadores. Os dois senadores independentes integram o bloco democrata.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Congresso dos EUA.

cultando a aprovação da despesa federal e aumentando o risco de paralisações parciais da Administração (*shutdowns*), com os custos económicos associados.²

A perda do controlo do Congresso não impediria, contudo, Trump de continuar a atuar através de ordens executivas e de competências delegadas por legislação anterior, sobretudo em matéria de política migratória, comercial e externa. A sua margem seria ampla, embora não ilimitada: precisaria de financiamento para implementar algumas medidas e as suas decisões continuariam sujeitas à legislação em vigor e ao controlo dos tribunais. As decisões desfavoráveis do Supremo Tribunal relativamente às tarifas impostas ao abri-

2. Congressional Research Service (2026), «Past Government Shutdowns: Key Resources» e Congressional Budget Office (2025), «A Quantitative Analysis of the Effects of the Government Shutdown on the Economy Under Three Scenarios».

go da IEEPA e às restrições à cidadania por nascimento ilustram precisamente esses limites.³

Sondagens favoráveis aos democratas

Os democratas partem com o vento histórico a seu favor: o partido do presidente perdeu assentos na Câmara em 20 das 22 eleições intercalares realizadas desde 1938.⁴ Esta regularidade não determina o resultado, mas reforça a interpretação de algumas sondagens que já colocam os republicanos numa posição vulnerável.

No final de setembro, a média das sondagens sobre a intenção de voto para o Congresso colocava os democratas cerca de 7 a 8 pontos à frente dos republicanos (ver o terceiro gráfico). Essa vantagem não se traduz automaticamente em lugares, devido à configuração dos círculos eleitorais e à distribuição geográfica do voto, mas é compatível com um risco elevado para a reduzida maioria republicana na Câmara. Já o mercado de previsões Polymarket atribuía, no final de setembro, uma probabilidade de 90% a uma maioria democrata na Câmara e de pouco menos de 40% à manutenção do controlo do Senado pelos republicanos (ver o quarto gráfico). A diferença deve-se às características do seu mapa eleitoral. Para recuperar o controlo do Senado, os democratas precisam de conquistar quatro lugares líquidos: as suas principais oportunidades encontram-se em estados atualmente representados por republicanos, como a Carolina do Norte, o Maine, o Alasca e o Ohio, enquanto o Iowa e o Texas apresentam desafios mais difíceis. Simultaneamente, têm de manter a Geórgia e o Michigan, dois estados conquistados por Trump nas eleições presidenciais de 2024.⁵

As urnas ofereceram sinais semelhantes. Em 2025, os democratas conquistaram o governo da Virgínia, mantiveram o de Nova Jérsei e preservaram a maioria progressista no Supremo Tribunal do Wisconsin, cujos membros são eleitos por voto popular, num estado onde Trump tinha vencido em 2024. Mais revelador é o padrão das eleições realizadas desde a sua tomada de posse: numa análise publicada em abril sobre 229 eleições federais e estaduais com candidatos de ambos os partidos, principalmente eleições suplementares para o Congresso e para as assembleias legislativas estaduais, os democratas superaram, em 193 delas, a percentagem de votos obtida por Kamala Harris em 2024, com uma melhoria média de 5 pontos.⁶ Nas eleições para a Câmara Municipal de Nova Iorque, a vitória de Zohran Mamdani, com uma campanha centrada na habitação e no

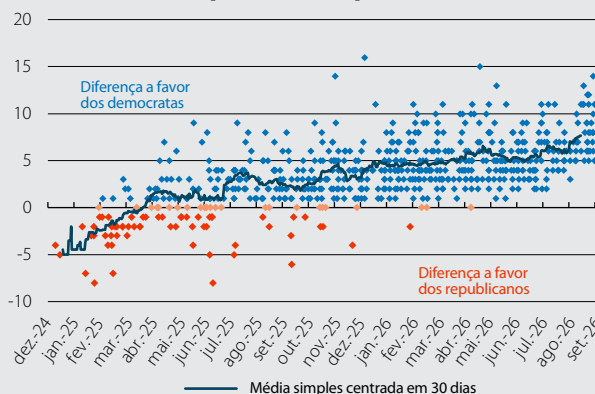
3. Ver Focus «O novo cenário das tarifas nos EUA (edição regresso às aulas de 2026)», no IM09/2026, e o Focus «Políticas migratórias Trump 2.0: o fim do *American Dream*?», nesta mesma publicação.

4. Ver Brookings Institution (2025), «What History Tells Us About the 2026 Midterm Elections».

5. Ver The Cook Political Report (2026), «2026 Senate Race Ratings».

6. POLITICO (2026), «Democrats Have Made Up Ground in Nearly Every Election Since Trump Took Office». De qualquer forma, este resultado deve ser interpretado com cautela, devido à habitual baixa participação nas eleições especiais e ao facto de Harris ter obtido resultados inferiores aos de outros candidatos democratas em algumas regiões.

EUA : diferença nas intenções de voto entre democratas e republicanos para as midterms



Nota: Cada ponto representa o saldo da diferença numa sondagem. Os pontos de cor laranja correspondem a um saldo nulo.

Fonte: BPI Research, com base em dados do The New York Times.

EUA : diferença de probabilidade de controlo democrata/republicano das duas câmaras nas midterms

(p. p.)



Fonte: BPI Research, com base em dados da Polymarket (via Bloomberg).

custo de vida, constituiu mais um sinal de que uma proposta económica de orientação oposta poderia conquistar apoio mesmo em bairros onde o voto republicano tinha registado um avanço significativo nas últimas eleições presidenciais.

Os territórios onde se verificou uma viragem republicana receberam o dividendo prometido?

A vitória de Trump em 2024 deveu-se a uma maior mobilização republicana, à abstenção de antigos eleitores democratas e às preocupações com a inflação e a imigração. O seu avanço foi territorialmente muito extenso: melhorou o resultado face a 2020 em 9 de cada 10 condados e ganhou terreno sobretudo nas grandes áreas urbanas, nos territórios com uma elevada população imigrante, no sul da Flórida, na fronteira do Texas e nos estados industriais do Midwest.⁷ A questão agora é saber se essas regiões obtive-

7. Economic Innovation Group (2024), «The Economic Geography of the 2024 Elections».

ram o que esperavam e se os seus eleitores consideram que a sua situação melhorou.

Os dados disponíveis não permitem identificar um benefício económico diferenciado nos territórios onde se verificou uma viragem republicana. A economia norte-americana tem mantido um crescimento positivo mas, em agosto de 2026, apenas oito estados registavam um aumento homólogo estatisticamente significativo do emprego não agrícola, enquanto 10 apresentavam aumentos significativos na sua taxa de desemprego em relação ao ano anterior.⁸ Estes dados mostram que a melhoria na situação laboral está longe de ser generalizada, embora não permitam estabelecer uma relação causal com as políticas de Trump, e convém recordar que a perceção entre os eleitores também é condicionada pela identificação partidária.⁹

Por seu lado, as tarifas protegem os produtores de aço e de outros bens da concorrência externa, mas também aumentam os custos das empresas que utilizam metais e componentes importados. Esta tensão reveste-se de especial importância para o cinturão industrial do Michigan, da Pensilvânia, do Wisconsin e do Ohio. Os dados disponíveis indicam que as tarifas encareceram os bens importados sem, até ao momento, terem gerado uma melhoria significativa no emprego global, com efeitos modestos e desiguais no mercado de trabalho entre setores e territórios.¹⁰ Além disso, o choque energético provocado pelo conflito no Médio Oriente gerou novas pressões inflacionistas, com impacto direto no preço dos combustíveis, um dos custos mais visíveis para as famílias norte-americanas, e exerceu pressão em alta sobre as taxas de juro, dificultando o cumprimento da principal expectativa económica associada a Trump: reduzir o custo de vida.¹¹

A política de imigração apresenta uma tensão semelhante. Algumas análises preliminares associam a intensificação das operações e detenções levadas a cabo pelo Serviço de

Imigração e Alfândegas dos EUA (ICE, na sigla em inglês) a quebras locais na oferta de trabalho, no consumo e no emprego, incluindo entre trabalhadores nascidos nos EUA.¹² O seu impacto pode, além disso, ser eleitoral. Trump aumentou substancialmente o apoio entre os eleitores latinos em 2024, em grande medida devido ao descontentamento económico, mas as eleições da Virgínia e de Nova Jérsey, em 2025, inverteram parte desse avanço. As sondagens indicam que o apoio está a enfraquecer num contexto de preços elevados e de maior exposição destas comunidades às operações de controlo migratório, embora ainda não seja claro em que medida isso resulta de mudanças no sentido de voto ou de uma maior mobilização democrata.¹³

O maior desafio até 2028 será para a economia

Uma derrota dos republicanos não transformaria Trump num presidente sem poder, mas alteraria os seus incentivos. Sem possibilidade de se recandidatar e com menor capacidade legislativa, poderia transferir a iniciativa para domínios com maior autonomia presidencial, como as políticas comercial, migratória e externa, aumentando a incerteza regulatória e geopolítica. As *midterms* determinarão, assim, até que ponto Trump conseguirá financiar, consolidar e transformar a sua agenda num legado duradouro. Para o Partido Republicano, uma derrota colocaria ainda o dilema de manter uma agenda que mobiliza a sua base eleitoral, mas que poderá comprometer as suas perspetivas nas eleições presidenciais de 2028. Para os EUA, o que está em jogo é o equilíbrio entre a capacidade de ação e o contrapoder institucional: Um Congresso controlado pela oposição poderá limitar as decisões mais disruptivas e reduzir as surpresas legislativas, mas poderá também abrir um período de bloqueio, maior recurso aos tribunais e menor previsibilidade orçamental. Em suma, o equilíbrio político que resultar das urnas não será neutro para a economia norte-americana e determinará o grau de incerteza nos próximos anos.

8. Bureau of Labor Statistics (2026), «State Employment and Unemployment, August 2026».

9. Sahm, C. (2026), «Consumer Sentiment Isn't Politics, but Politics Is Reshaping It».

10. Azzimonti, M. e Titcomb, J. (2026), «U.S. Import Tariffs in 2025: Realized Tariff Rates, Import Prices, and Local Labor-Market Effects», e Matschke, J. e Dzholos, M. (2025), «Higher Tariffs Might Have Created Headwinds to Employment Growth in 2025».

11. Federal Reserve Bank of Chicago (2026), «The Aftermath of the 2026 Oil Shock: Some Alternative Macroeconomic Scenarios».

12. Cox, E. e East, C. N. (2026), «Labor Market Impacts of ICE Activity in Trump 2.0», e Hernández, E. (2026), «ICE-ing the Economy: Immigration Enforcement Under Trump 2.0 and Local Economic Activity».

13. Pew Research Center (2025), «Voting Patterns in the 2024 Election»; Pew Research Center (2026), «Trump's approval rating hits second-term low among his Latino voters, though many still approve»; e CBS News (2025), «Latino Voters Swing Toward Democrats in 2025 After Trump's 2024 Historic Gains».

Políticas de imigração de Trump 2.0: será o fim do *American Dream*?

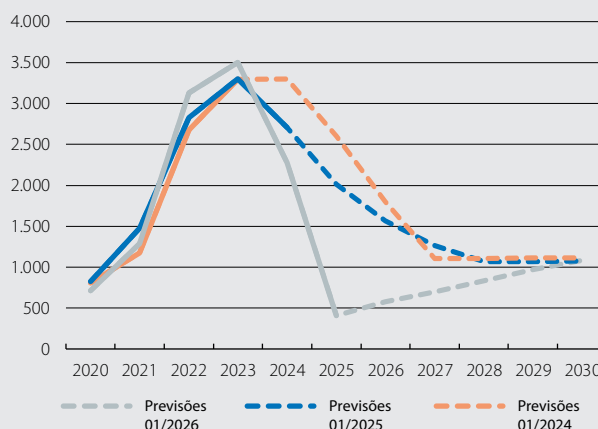
O 250.º aniversário da Declaração de Independência dos EUA coincide com um dos momentos da sua história recente em que mais se debate o alcance de um dos seus ideais fundadores: a igualdade de todas as pessoas, a sua liberdade para desenvolverem o seu próprio projeto de vida e o seu direito de procurarem um futuro melhor, uma visão que contribuiu para definir o país como uma nação de imigrantes e uma terra de oportunidades. As políticas migratórias restritivas não são inéditas na história dos Estados Unidos, nem representam uma característica exclusiva da segunda Administração Trump face às administrações anteriores. A novidade reside na amplitude e na rapidez da sua aplicação, bem como no seu potencial impacto sobre os princípios constitucionais, desde a cidadania por nascimento até às garantias processuais básicas. Embora as suas consequências sociopolíticas a médio prazo continuem a ser incertas, já se observam alguns efeitos económicos significativos: um menor impulso demográfico, tensões em segmentos específicos do mercado de trabalho e uma possível erosão da capacidade dos EUA para atrair talento internacional.

Restrições de amplo alcance: da gestão dos fluxos à redução do *stock* migratório

A reviravolta de Trump 2.0 em matéria de imigração teve início no próprio dia da sua tomada de posse. Em 20 de janeiro de 2025, o presidente assinou várias ordens executivas destinadas a reforçar o controlo da fronteira, restringir o acesso ao asilo, alargar os poderes de detenção e expulsão e rever diferentes vias de imigração legal e humanitária. Entre outras medidas, foram canceladas as marcações prévias para a apresentação de pedidos de asilo que eram processadas por via eletrónica; foi reativado o programa *Remain in Mexico* ao abrigo do qual os requerentes de asilo devem aguardar em território mexicano a decisão relativa ao respetivo processo; foi alargado o recurso aos procedimentos de expulsão acelerada; e foram suspensos ou limitados vários programas de admissão de refugiados, autorizações temporárias de entrada e permanência (*parole*) e mecanismos de proteção temporária contra a expulsão aplicáveis a determinadas nacionalidades. A isto somaram-se novas restrições à entrada (*travel bans*) para cidadãos de 19 países (posteriormente alargadas a 39 países), maiores exigências de controlo para a obtenção de vistos e medidas destinadas a incentivar a «autodeportação» e a reduzir a atratividade da permanência irregular.

Apesar de muitas destas medidas terem precedentes em administrações anteriores, a novidade do «Trump 2.0» reside na sua aplicação simultânea ao longo de todo o ciclo migratório: desde a entrada no território e o acesso ao asilo até à permanência, à regularização ou à expulsão. Obama combinou níveis elevados de deportação com

Imigração líquida nos EUA (Milhares de pessoas)



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

mecanismos de flexibilização administrativa, como o DACA, que protegia temporariamente da deportação os imigrantes em situação irregular que tinham chegado ao país ainda menores de idade; Trump 1.0 introduziu os *travel bans*, o muro fronteiriço e o *Remain in Mexico*; e Biden tentou canalizar os fluxos através de vias legais e humanitárias, embora tenha vindo a reforçar progressivamente a fronteira. Trump 2.0 vai mais longe, procurando reduzir não só as novas entradas, mas também o *stock* de imigrantes que já se encontram no país.

A mudança é particularmente visível no domínio jurídico. A atual Administração tentou restringir, através de uma ordem executiva, o direito automático à cidadania por nascimento, consagrado na 14.ª Emenda da Constituição, mas o Supremo Tribunal invalidou a medida em junho de 2026. Posteriormente, uma ordem de alcance mais limitado também foi provisoriamente bloqueada por um tribunal federal. Do mesmo modo, promoveu o alargamento dos procedimentos de expulsão acelerada e da detenção administrativa. Estas medidas reabriram o debate sobre as garantias processuais aplicáveis aos cidadãos estrangeiros, os limites constitucionais da política migratória e o papel dos tribunais federais na fiscalização das decisões do Executivo nesta matéria.

Impacto económico: menor crescimento demográfico e tensões no mercado de trabalho

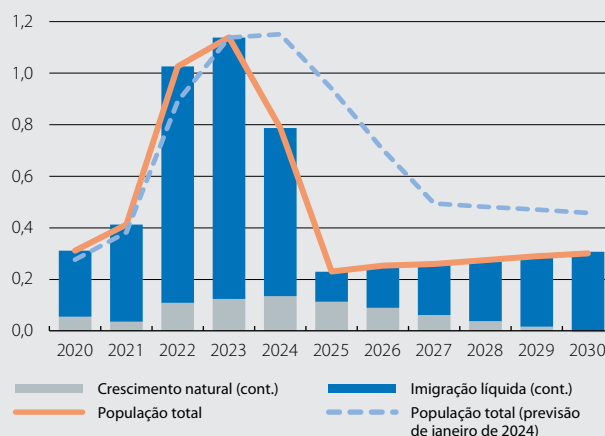
Os efeitos das medidas descritas na secção anterior já começaram a refletir-se nas dinâmicas demográficas e laborais dos EUA. Com base nas projeções demográficas mais recentes do Congressional Budget Office (CBO), a segunda Administração Trump levou a uma redução significativa das previsões de imigração líquida para os próximos anos (ver o primeiro gráfico). Embora o CBO já previs-

se uma normalização dos fluxos após os valores elevados registados nos anos anteriores, em setembro de 2025 reduziu em 1,6 milhões a sua previsão de imigração líquida para esse ano, face à estimativa publicada em janeiro. No total, a imigração líquida acumulada entre 2025 e 2030 seria aproximadamente 3,5 milhões inferior à prevista antes da chegada do atual Administração.¹ Esta análise reveste-se de particular importância, uma vez que o país já se encontra numa fase em que a imigração é determinante para sustentar o crescimento demográfico, uma dependência que se intensificará a partir de 2030, altura em que, segundo o próprio CBO, os óbitos ultrapassarão os nascimentos e o saldo natural passará a ser negativo (ver o segundo gráfico).

As implicações vão além da dimensão demográfica e afetam diretamente o mercado de trabalho. Os imigrantes representam cerca de um quinto da força de trabalho dos Estados Unidos (19,1% em 2025) e desempenharam um papel fundamental na expansão do emprego registada após a pandemia.² No entanto, o crescimento da população ativa nascida no estrangeiro tem-se moderado significativamente desde 2025, em consonância com a desaceleração dos fluxos migratórios. Algumas estimativas atribuem à redução da imigração entre 40% e 60% do abrandamento da criação de emprego agrícola observado em 2025, embora o enfraquecimento mais generalizado da procura de mão de obra também tenha desempenhado um papel relevante.³ No momento, não se observa uma escassez generalizada de mão de obra nem um impacto significativo nos salários agregados, mas os efeitos já são visíveis em certas atividades e territórios onde a percentagem de mão de obra estrangeira é mais elevada. O *Beige Book* da Reserva Federal de outubro de 2025 já assinalava tensões na oferta de mão de obra nos setores da agricultura, construção, hotelaria e indústria transformadora, relacionadas com as alterações na política migratória. O relatório referia, em particular, dificuldades de contratação, atrasos em alguns projetos e pressões salariais em determinados mercados regionais, tendências que também foram identificadas em relatórios posteriores.⁴

Um canal adicional diz respeito à capacidade dos EUA para atrair talento internacional. As restrições à imigração não se limitaram aos empregos que exigem menos qualificações: também abrangem estudantes, investigadores e trabalhadores com formação superior. No ensino superior, as novas matrículas de estudantes internacionais diminuíram 17% no outono de 2025, e as instituições inquiridas

Projeções de população (janeiro de 2026) Variação anual (%)



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

apontam as dificuldades na obtenção de vistos e as restrições de viagem entre os principais fatores explicativos.⁵ Este recuo é particularmente relevante, uma vez que as universidades constituem uma das principais portas de entrada no mercado de trabalho para o talento internacional e uma fonte essencial de capital humano para os setores intensivos em conhecimento.⁶ A estas medidas acrescentam novas restrições e exigências burocráticas mais rigorosas para determinados vistos académicos e profissionais, aumentando a incerteza em setores como a tecnologia, as finanças, a investigação científica e a inovação avançada. Ainda é cedo para concluir que esteja a ocorrer uma transferência de talento para outros destinos, mas, caso esta tendência se consolide, poderá limitar a disponibilidade do capital humano necessário para tirar pleno partido do atual ciclo de investimento em IA e convertê-lo em ganhos de produtividade.⁷

Medidas contra a história...

A experiência sugere que as restrições à imigração raramente eliminam as necessidades económicas que impulsionam os movimentos migratórios. Nos Estados Unidos, tanto o *Chinese Exclusion Act* de 1882 como a conclusão do programa *Bracero* em 1964 foram justificados, em parte, pela expectativa de melhorar as oportunidades de emprego da população nativa.⁸ No entanto, os dados posteriores apontam para efeitos limitados sobre os salários e o

1. Estimativa com base no Congressional Budget Office (2025), «The Demographic Outlook: 2025 to 2055» e Congressional Budget Office (2026), «The Demographic Outlook: 2026 to 2056».

2. Bureau of Labor Statistics (2026), «Labor Force Characteristics of Foreign-Born Workers: 2025».

3. Mongey, S. (2025), «Immigration Can't Explain Declining Employment Growth».

4. Federal Reserve System (2025), «Beige Book, October 2025».

5. Baer, J. e Ekin, S. (2025), «Fall 2025 Snapshot on International Student Enrollment».

6. Segundo dados da National Science Foundation, cerca de três quartos dos estudantes internacionais que concluíram um doutoramento em ciências e engenharia nos EUA entre 2017 e 2019 com um visto temporário ainda residiam no país em 2023.

7. Ver Dossier «Presente e futuros da nova economia», no IM05/2026.

8. A *Chinese Exclusion Act* suspendeu, a partir de 1882, a entrada de trabalhadores chineses nos Estados Unidos, enquanto o programa *Bracero* canalizou, entre 1942 e 1964, a contratação temporária de trabalhadores mexicanos, sobretudo para o setor agrícola.

emprego, enquanto os principais ajustamentos ocorreram através de mudanças tecnológicas, reorganizações produtivas ou de uma menor atividade económica nos territórios mais afetados.⁹ Embora corresponda a um contexto institucional distinto, a experiência britânica após o *brex*it aponta numa direção semelhante. O fim da livre circulação de trabalhadores europeus, em janeiro de 2021, provocou uma redução significativa da imigração proveniente da UE e tensões na oferta de mão de obra em determinados setores, especialmente aqueles mais dependentes de trabalhadores comunitários.¹⁰ Contudo, parte dessa queda foi posteriormente compensada por um aumento da chegada de imigrantes de fora da UE, sem que os dados disponíveis apontem para melhorias generalizadas no emprego ou nos salários da população nativa atribuíveis ao endurecimento da política de imigração.

A principal lição é que uma política migratória eficaz requer mais do que apenas restrições à entrada. Necessita também de mecanismos credíveis de aplicação da legislação, segurança jurídica para trabalhadores e empresas e cooperação com os países vizinhos para gerir fluxos migratórios impulsionados por fatores económicos e

demográficos de longo prazo. Além disso, a perda de competitividade relativa de alguns setores industriais norte-americanos face à China dificilmente pode ser explicada pela imigração. A posição competitiva de uma economia parece depender muito mais da sua capacidade de inovação, das infraestruturas, da qualidade das instituições, da disponibilidade de capital humano adequado e da solidez dos seus ecossistemas tecnológicos e produtivos. Neste sentido, a política de imigração pode complementar uma estratégia de competitividade, mas dificilmente a poderá substituir.

Num contexto de envelhecimento da população,¹¹ a questão não é tanto saber se os EUA continuarão a ser uma nação de imigrantes, mas se conseguirão manter a capacidade de atrair e reter o talento e a mão de obra que, historicamente, têm contribuído para o seu dinamismo e competitividade económica e, consequentemente, para a sua condição de terra de oportunidades.¹² A UE poderá aproveitar esta conjuntura para dar um novo impulso à sua ambiciosa (e necessária) agenda de competitividade e,¹³ quem sabe, lançar as bases de um verdadeiro *European Dream*.

9. Clemens, M., Lewis, E. e Postel, H. (2018), «Immigration Restrictions as Active Labor Market Policy: Evidence from the Mexican Bracero Exclusion», e Long, J., Medici, C., Qian, N. e Tabellini, M. (2024), «The Impact of the Chinese Exclusion Act on the Economic Development of the Western US».

10. Portes, J. e Springford, J. (2023), «Early Impacts of the Post-Brexit Immigration System on the UK Labour Market, Centre for European Reform».

11. Ver o Dossier «Desafios e políticas na era da longevidade», no IM09/2025.

12. National Academies of Sciences, Engineering, and Medicine (2017), «The Economic and Fiscal Consequences of Immigration».

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

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

ESTADOS UNIDOS

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	07/26	08/26	09/26
Atividade									
PIB real	3,0	2,3	2,6	2,0	2,6	2,2	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	3,4	4,5	4,6	3,9	4,6	5,6	4,7	5,6	...
Confiança do consumidor (valor)	104,5	96,1	97,4	94,2	90,7	92,2	90,2	88,6	81,9
Produção industrial	–0,7	1,1	1,7	1,6	0,8	1,5	1,1	1,4	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	48,2	48,9	48,7	48,2	52,6	53,3	55,6	54,6	54,5
Habitacões iniciadas (milhares, média mensal)	1.370	1.356	1.347	1.323	1.418	1.345	1.309	1.275	...
Case-Shiller preço habitação usada (índice)	330	339	338	341	343	344	346	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	4,0	4,3	4,3	4,5	4,3	4,3	4,1	4,1	4,2
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,1	59,8	59,6	59,7	59,3	59,1	58,9	59,1	59,2
Balança comercial ¹ (% PIB)	–2,7	–3,3	–3,4	–3,1	–2,5	–2,3	–2,3	...	...
Preços									
Taxa de inflação global	3,0	2,7	2,9	2,7	2,7	3,9	3,4	3,4	...
Taxa de inflação subjacente	3,4	2,9	3,1	2,6	2,5	2,7	2,5	2,4	...

JAPÃO

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	07/26	08/26	09/26
Atividade									
PIB real	0,1	1,2	0,6	0,4	0,6	0,9	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	37,2	34,7	34,8	36,7	36,9	33,2	34,9	35,5	35,4
Produção industrial	–3,0	0,1	–1,1	–1,3	1,2	1,9	3,9	3,4	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	12,8	13,5	14,0	15,0	17,0	22,0	–	–	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,5	2,5	2,5	2,6	2,7	2,5	2,4	2,5	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–1,0	–0,6	–0,5	–0,4	–0,3	–0,2	–0,3	–0,4	...
Preços									
Taxa de inflação global	2,7	3,2	3,0	2,5	1,4	1,5	1,9	1,9	...
Taxa de inflação subjacente	2,5	3,0	3,2	3,0	2,5	1,8	1,9	2,0	...

CHINA

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	07/26	08/26	09/26
Atividade									
PIB real	5,0	5,0	4,8	4,5	5,0	4,3	–	–	–
Vendas a retalho	3,3	3,8	2,4	0,7	2,4	0,2	0,6	0,4	...
Produção industrial	5,6	5,9	5,8	5,0	6,0	4,6	4,5	5,2	...
PMI indústrias (oficial)	49,8	49,6	49,5	49,4	49,6	50,2	49,2	49,8	50,1
Setor externo									
Balança comercial ^{1,2}	997	1.186	1.174	1.186	1.173	1.175	1.190	1.207	...
Exportações	4,6	5,5	6,5	3,8	14,5	20,0	23,6	24,7	...
Importações	1,0	0,3	4,7	3,7	23,6	29,4	27,5	28,2	...
Preços									
Taxa de inflação global	0,2	0,1	–0,2	0,6	0,8	1,1	0,5	0,8	...
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	7,1	6,9	6,8	6,8	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	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	07/26	08/26	09/26
Vendas a retalho (variação homóloga)	1,3	2,4	2,0	2,4	2,0	1,4	0,4	0,8	...
Produção industrial (variação homóloga)	-2,9	1,7	1,4	1,9	-1,8	-0,1	0,0	...	...
Confiança do consumidor	-12,6	-13,4	-13,7	-12,9	-13,7	-19,0	-15,9	-15,5	-16,5
Sentimento económico	95,9	95,9	95,8	97,0	98,1	94,5	97,1	98,4	97,9
PMI indústrias	45,9	49,1	50,1	49,5	50,6	51,7	51,9	52,7	52,9
PMI serviços	51,5	51,3	50,9	53,0	51,2	48,2	51,7	51,6	53,0
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (variação homóloga)	1,0	0,7	0,7	0,7	0,5	...	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,4	6,3	6,3	6,3	6,4	6,4	6,4	6,4	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,4	3,7	3,8	3,9	3,9	3,9	4,0	4,0	...
França (% pop. ativa)	7,4	7,7	7,8	8,0	8,2	8,3	8,3	8,2	...
Itália (% pop. ativa)	6,6	6,0	5,9	5,7	5,6	5,7	6,0	6,2	...
PIB real (variação homóloga)	1,1	1,3	1,2	1,1	0,6	1,2	-	-	-
Alemanha (variação homóloga)	0,0	0,3	0,3	0,3	0,7	1,0	-	-	-
França (variação homóloga)	1,4	0,9	0,8	1,1	0,7	0,5	-	-	-
Itália (variação homóloga)	0,9	0,7	0,7	0,9	0,8	1,0	-	-	-

Preços

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

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	07/26	08/26	09/26
Inflação global	2,4	2,1	2,1	2,1	2,0	3,0	2,9	3,2	3,8
Inflação subjacente	2,8	2,4	2,3	2,4	2,3	2,4	2,5	2,4	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	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	07/26	08/26	09/26
Balança corrente	3,0	2,1	2,2	2,1	2,1	2,0	2,0	...	...
Alemanha	5,8	4,4	4,6	4,4	4,3	4,4	4,5	...	...
França	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4	-0,3	-0,1	-0,4	...	...
Itália	1,1	1,1	1,1	1,1	1,4	1,3	1,3	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	94,5	96,4	98,2	97,8	97,6	97,1	96,5	97,2	97,0

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	07/26	08/26	09/26
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	0,8	2,7	2,9	3,0	3,0	3,8	4,4	4,2	...
Crédito às famílias ^{2,3}	0,5	2,2	2,5	2,9	3,0	3,0	3,1	3,1	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	4,9	3,4	3,2	3,3	3,3	3,4	3,6	3,4	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	4,6	3,7	3,6	3,5	3,5	3,6	3,7	3,9	...
Depósitos									
Depósitos à ordem	-3,9	5,0	5,6	5,4	5,2	3,9	3,3	2,9	...
Outros depósitos a curto prazo	12,4	-0,1	-1,5	-1,0	-0,2	1,7	3,7	4,1	...
Instrumentos negociáveis	20,0	7,7	4,4	0,9	0,8	2,7	4,2	7,1	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	3,0	1,9	1,7	1,8	1,8	1,9	2,1	2,1	...

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.

Mais crescimento e mais inflação

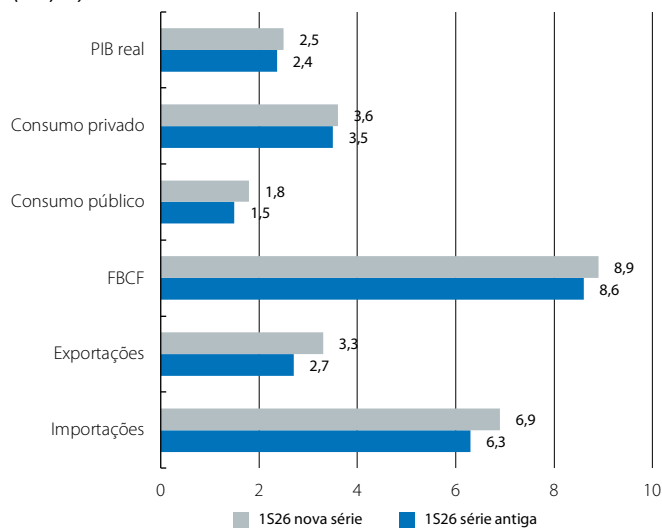
A publicação das séries definitivas do PIB para 2024 resultou na revisão do crescimento nesse ano para 2,7%, mais cinco décimas do que a estimativa preliminar, mas também na revisão em alta do crescimento nos dois primeiros trimestres de 2026, colocando o crescimento do semestre em 2,5%, mais 1 décima do que na série anterior. A procura interna continuou a ser o principal *driver* do crescimento, com o consumo a crescer 3,6% homólogo no 1S e a FBCF 8,9%, mais 1 e 3 décimas, respetivamente do que nas séries anteriores, colocando o contributo da procura interna nos 4,3 p. p. (antes 4,2) e mantendo o da procura externa em -1,8 p. p. Esta revisão, em conjunto com a expectativa de que a atividade continuará a crescer no segundo semestre, levou à revisão do crescimento esperado em 2026 para 2,3%. Os indicadores disponíveis para o 3T mostram o indicador de sentimento económico a acelerar para 102,4 face a 101,6 no 2T, mas com desempenhos díspares nas várias componentes: confiança na indústria melhora com evoluções positivas na expectativa de produção e contratação futuras, mas desfavoráveis entre os consumidores, impactados pelo aumento da inflação e das taxas de juro, nos serviços e na construção. Outros indicadores, como a venda de automóveis e as vendas a retalho, sugerem crescimento, ainda que mais moderado, e o mercado de trabalho continua impressionantemente forte, com o emprego a aumentar e o desemprego a reduzir. Finalmente, a ainda elevada taxa de poupança das famílias (12,1% no ano terminado no 2T vs. 12,4% no 1T), em conjunto com o anúncio de mais um alívio fiscal e de um bónus aos pensionistas no final do ano, são importantes almofadas quando o rendimento disponível real diminui num cenário mais inflacionista.

Inflação ganha novo impulso em setembro. A taxa de variação homóloga do IPC estimada pelo INE para setembro é de 3,6% (3,3% em agosto 2026). Já na subjacente o incremento foi mais contido (2,7% face a 2,6% em agosto). O aumento da inflação dos produtos energéticos para 15,2% explica praticamente 26% do acréscimo do dado global e grande parte do aumento da mesmo face ao mês anterior. Reconhecemos riscos em alta no nosso cenário de previsões para esta variável, mas apesar disso a dinâmica do IPC subjacente tem-se mostrado mais resistente e relativamente contida (o valor de variação mensal foi inferior à média histórica registada no período 2015-2019).

Preços da habitação crescem a menor ritmo. Com efeito, em cadeia, o índice de preços da habitação cresceu 3,6% no 2T 2026, menos duas décimas do que no trimestre anterior. Em termos homólogos avançou 16,5% (face a 17,8% no 1T 2026). O número de transações no trimestre foi robusto (40,1 mil) e claramente acima da média da série, mas também constitui um abrandamento em termos homólogos (-6,4%). A manutenção de procura forte, nova construção limitada e custos de construção também a incrementar substancialmente, deverão continuar a dar apoio aos preços. No entanto, fruto do enquadramento global com aumento das taxas de juro, prevemos que as variações trimestrais continuem a moderar no que resta do ano.

Economia regista capacidade de financiamento face ao exterior equivalente a 2,3% do PIB (ano terminado no 2T). Por setores, as famílias continuam a ser as que mais contribuem

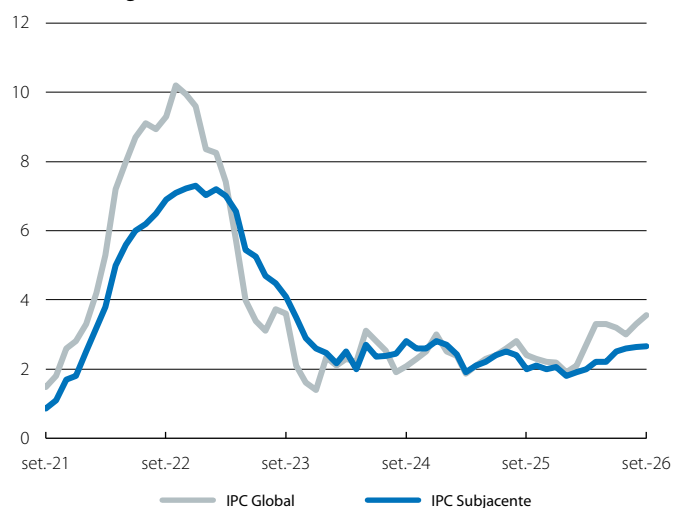
Crescimento do PIB real (tvh, %)



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

IPC

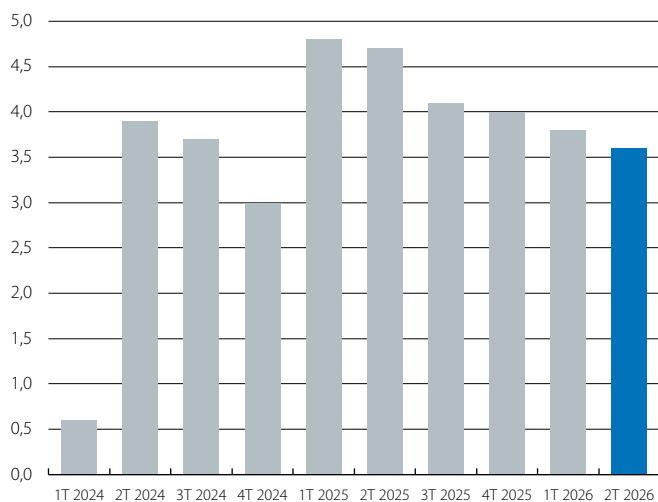
Var. homóloga (%)



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

Índice de preços da habitação

Var. trimestral (%)



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

para este excedente, com a própria capacidade de financiamento a representar 4,1% do PIB, enquanto as empresas não financeiras continuam a reduzir as suas necessidades de financiamento, sinal da redução do respetivo nível de endividamento. Nos restantes setores, destaque para as administrações públicas, que registaram capacidade de financiamento face ao exterior (saldo público, na ótica de contas nacionais) equivalente a 0,5% do PIB, apenas menos 1 décima do que no período homólogo, em grande parte devido ao aumento do saldo das transferências de capital, refletindo a receção de fundos NGEU.

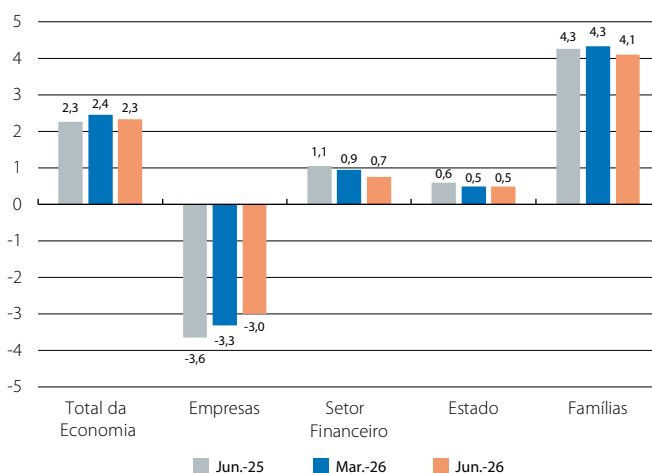
Na execução orçamental da primeira metade do ano, verificou-se uma contração do excedente de 0,9% para 0,5% do PIB, justificada por um aumento da despesa total (+7,7%) superior ao crescimento da receita (+6,7%). Os principais drivers do lado da receita foram o aumento de 7,8% nas contribuições sociais e de 5,7% nos impostos indiretos, que compensaram a ligeira quebra de 1,3% nos impostos diretos. Por sua vez, a dinâmica da despesa foi fortemente pressionada pelo expressivo acréscimo de mais de 30% no investimento público, assim como os aumentos nas prestações sociais e despesas com pessoal. De forma semelhante, o saldo primário também sofreu uma diminuição. Este resultado foi ainda afetado pelos impactos económicos do comboio de tempestades no início do ano em famílias e empresas, nomeadamente a destruição de infraestruturas.¹

O sistema bancário mantém significativo dinamismo e qualidade dos ativos. No 2T 2026, o rácio NPL total manteve-se inalterado nos 2,1%. No caso dos empréstimos ao consumo & outros fins, o rácio NPL diminuiu ligeiramente para 5,8%, enquanto no crédito à habitação manteve-se nos 0,8%. O rácio de empréstimos em *stage 2* – que mede a percentagem do crédito bancário concedido que ainda não está em incumprimento, mas cujo risco aumentou significativamente – diminuiu de forma mais relevante, para 7,9% (-0,4 p. p.), evidenciando uma trajetória sólida em termos de qualidade de ativos. Em termos homólogos, houve uma redução da rendibilidade do ativo e do capital próprio no segundo trimestre do ano, devido principalmente ao aumento do próprio ativo e do capital próprio, mas também por uma ligeira redução da margem financeira via juros recebidos de empréstimos e outros ativos. Já no que toca à liquidez e solvência, verificaram-se melhorias. Em agosto, o *stock* de depósitos do setor privado não financeiro aumentou 5,8% homólogo, com ambos os segmentos (SNF e particulares) a registarem evoluções positivas (11,2% e 3,7% homólogo, respetivamente). Adicionalmente, a carteira de crédito do setor privado não financeiro manteve-se em 8,7% homólogo em agosto, impulsionada principalmente pelos empréstimos aos particulares (10,6%), enquanto as SNF registaram um aumento mais modesto (5,2%). A carteira de crédito à habitação cresceu 11,2%, correspondendo a 64,5% do aumento total no *stock* de crédito ao setor privado não financeiro.

1. A deterioração orçamental foi parcialmente afetada pela resposta pública aos impactos da tempestade *Kristin*. As medidas implicaram um aumento da despesa, nomeadamente através de apoios à recuperação habitacional e outros subsídios, e uma redução de receita decorrente de isenções contributivas. Segundo a UTAO, a despesa associada a estas medidas ascendeu a 555,6 ME (despesa efetiva e perdas de receita).

Capacidade/Necessidade de financiamento da economia

(% do PIB)



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

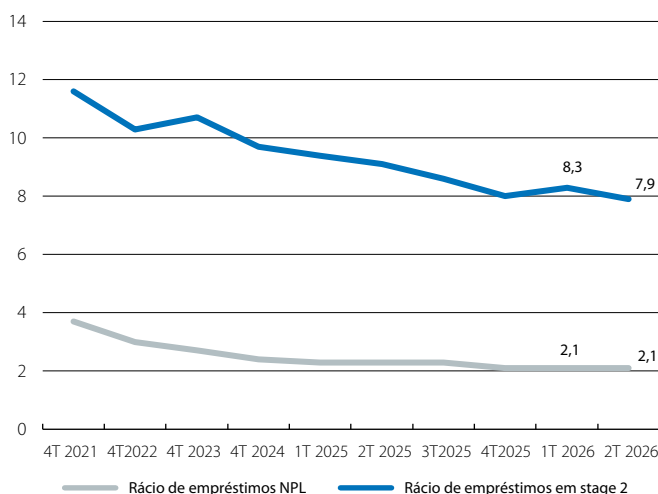
Execução Orçamental primeiro semestre – ótica de contas nacionais

	2025	2026	Var. homóloga Milhões €	%	Contributo para receita total
Receita total	59.868	63.886	4.018	6,7	–
Receita corrente	58.489	61.756	3.267	5,6	5,5
Receita fiscal	32.811	33.831	1.020	3,1	1,7
Contribuições sociais	18.406	19.838	1.432	7,8	2,4
Outras	7.271	8.087	816	11,2	1,4
Receita de capital	1.379	2.130	751	54,5	1,3
Despesa total	58.586	63.083	4.496	7,7	–
Despesa corrente	54.289	57.429	3.139	5,8	5,4
Prestações sociais	24.315	25.544	1.230	5,1	2,1
Despesas com pessoal	15.707	16.684	977	6,2	1,7
Juros	2.915	2.955	40	1,4	0,1
Outras	11.353	12.246	893	7,9	1,5
Despesa de capital	4.297	5.654	1.357	31,6	2,3
Saldo total	1.281	803	-478	–	–
Em % do PIB	0,9%	0,5%	–	–	–
Saldo primário	4.196	3.758	-438	–	–
Em % do PIB	2,8%	2,4%	–	–	–

Fonte: BPI Research, com base em dados das CNSI publicados pelo INE.

Indicadores do sistema bancário

(% do total de empréstimos)



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

Mais um ano dominado pela incerteza em que o PIB é revisto em alta (desta vez acompanhado pela inflação)

Em setembro revisitámos o nosso cenário macroeconómico, atualizando-o tendo em conta a informação económica mais recente. Desta destacamos a publicação das contas nacionais anuais, com revisão em alta do PIB real e dos dados do mercado de trabalho no segundo trimestre, que, em ambos os casos, superaram as expectativas que tínhamos no cenário anterior. E a aceleração da inflação refletindo preços mais elevados dos bens energéticos.

Começando pelo Produto Interno Bruto, a revisão das séries revelou que o crescimento no primeiro semestre de 2026 foi superior ao esperado, com crescimentos em cadeia e homólogo de 1,2% e 2,5%, respetivamente, mais 2 e 1 décimas do que o estimado aquando da publicação do detalhe das contas nacionais relativas ao segundo trimestre, no final de agosto, que já tinha superado as previsões do BPI Research. Estes dados incrementaram o efeito de arrastamento, ou seja, aquilo que o PIB anual cresceria admitindo crescimento zero nos terceiro e quarto trimestres, para 2,1%, mais duas décimas do que o mesmo efeito após a publicação do detalhe do PIB do 2T. No entanto, quando olhamos para os indicadores mais recentes, um cenário de estagnação na segunda metade do ano parece improvável. Os indicadores disponíveis para o terceiro trimestre continuam a sugerir expansão da atividade suportada pela procura interna, consumo e investimento; e as perspetivas para o crescimento nos últimos meses do ano são positivas, suportadas pelo fim do PRR, pela robustez do mercado de trabalho e, mais recentemente pelo anúncio de mais um bónus aos pensionistas e de novo alívio fiscal, duas medidas que somam 800 milhões de euros ao rendimento disponível das famílias. Mas a atividade também enfrenta alguns ventos menos favoráveis que podem limitar o ritmo de expansão. Entre estes destaca-se o encarecimento dos bens energéticos, com impacto na inflação, e a política monetária de cariz mais restritiva do Banco Central Europeu. Desde junho, o BCE já aumentou as taxas diretoras em 50 p. b. e o mercado atribui uma probabilidade próxima de 90% a que uma nova subida ocorra até ao final do ano. Este facto refletir-se-á no encarecimento dos encargos com empréstimos tanto de famílias como de empresas, por um lado reduzindo o rendimento disponível para consumo, e por outro podendo causar adiamento de decisões de investimento. Por tudo isto antecipamos que o crescimento médio trimestral na segunda metade do ano ronde os 0,4%, abaixo dos 0,5%-0,7% observados nos 3 anos anteriores, acomodando eventuais movimentos mais cautelosos por parte dos agentes económicos, o que a ocorrer colo-

Cenário macroeconómico BPI Research

	2025	2026	2027
PIB	1,9	2,3	1,9
Inflação	2,3	3,0	2,4
Inflação subjacente	2,2	2,4	2,2
Taxa de desemprego	6,0	5,7	5,6
Criação de emprego	3,2	2,4	1,3
Preços das casas	17,6	15,7	6,6

Fonte: BPI Research.

cará o crescimento anual em 2026 em 2,3%, mais cinco décimas do que a anterior previsão de 1,8%. De referir que as previsões mais recentes de outras instituições sofreram revisões no mesmo sentido da do BPI Research. O Banco de Portugal e o Governo reviram a sua projeção para 2026 para 2,3%, igual à do BPI Research, enquanto a Universidade Católica (NECEP) reviu o crescimento para 2,2%, uma décima abaixo. Outras instituições que já em setembro tinham incluído o dado do 2T (EIU e Conselho de Finanças Públicas) colocam o PIB a crescer acima dos 2% em 2026, antecipando-se um movimento semelhante ao do BPI Research aquando da atualização por parte destas instituições que, para além do dado do 2T, incorporarão a revisão da série do PIB divulgada pelo INE a 23 de setembro.

Também revimos a previsão para a evolução da inflação em 2026 para 3%, por incorporação de expectativas mais elevadas do preço do petróleo e gás e pelo comportamento da inflação em agosto e setembro, que superou os 3%. No campo dos preços, a incerteza quanto à correção dos preços da energia faz antever adiamento do momento em que a inflação se aproximará dos 2%. No nosso cenário incorporamos a expectativa embutida nos preços de futuros dos mercados de energia, que apesar das pressões imediatas, antecipam algum desanuviamiento das tensões a médio prazo, permitindo prever efeitos de base favoráveis nos preços já em 2027. Acresce que, por ora, não se verifica contágio da pressão nos combustíveis às restantes classes de bens e serviços, o que associado a menor poder de imposição de acréscimos salariais, dada a menor criação de emprego, tenderá também a manter a componente subjacente da inflação a oscilar pouco acima dos 2%. Considerando ainda a postura do BCE, atento ao evoluir dos dados económicos e disposto a restringir a política monetária se tal for necessário, tudo aponta para o regresso da inflação à fasquia dos 2% a partir de 2028.

Nas restantes variáveis, salientamos a revisão em alta do ritmo de criação de emprego por incorporação da informação disponível até julho que superou as nossas expectativas, sem que isso tivesse impacto na estimativa da taxa de desemprego que se mantém em 5,7%. E a evolução dos preços no mercado imobiliário, que embora continuem a aumentar a ritmos elevados (16,5% no 2T), mostram um ligeiro abrandamento. Desta forma, a nossa previsão aponta para que os preços das casas aumentem em torno dos 15,5% no conjunto do ano de 2026, desacelerando em 2027 para níveis mais próximos dos 7%, refletindo o aumento das taxas de juro e os sinais já existentes de redução no número de transações efetuadas.

Mais uma vez, o «chavão» na construção destes cenários macroeconómicos é a elevada incerteza associada às tensões geopolíticas latentes no globo.

Teresa Gil Pinheiro

Previsões de crescimento de outras instituições

		2025	2026	2027
BPI atual	set.-26	1,9	2,3	1,9
Governo	out.-26	–	2,3	2,1
NECEP	out.-26	–	2,2	1,5
Banco de Portugal	out.-26	–	2,3	1,8
EIU	set.-26	–	2,1	1,7
CFP	set.-26	–	2,2	1,8
FMI	jun.-26	–	1,7	1,6
OCDE	jun.-26	–	1,8	1,7
Focus Economics	jun.-26	–	2,0	1,8
Comissão Europeia	mai.-26	–	1,7	1,8

Fonte: CE, FMI, OCDE, Bdp, CFP, NECEP, EIU, FE.

Como se tem caracterizado o crescimento económico em Portugal?

O que leva uma economia a efetivamente crescer? A resposta a esta questão pode focar-se em diferentes perspetivas, sendo uma delas os fatores de produção. Neste artigo, analisamos como se tem caracterizado o crescimento económico em Portugal comparativamente à Zona Euro (ZE) à luz da contabilidade do crescimento.

Enquadramento teórico

Smith (1776), Malthus (1798) e Ricardo (1817) apresentaram a divisão do trabalho, o investimento, a demografia e a integração comercial como principais fontes de riqueza. Mais tarde, Schumpeter (1942) destacou a importância das inovações e do progresso técnico, enquanto Solow (1956) e Romer (1990) formalizaram estas ideias, sugerindo que o crescimento económico resulta do aumento do emprego, da acumulação de capital e da produtividade total dos fatores (PTF), que representa o efeito da tecnologia e eficiência.

Retrospectiva do crescimento: Portugal vs. Zona Euro

Utilizando a abordagem moderna,¹ comparámos o crescimento do PIB em Portugal comparativamente à ZE através da decomposição nos contributos dos fatores trabalho, capital e PTF.²

Desde 2000, a economia portuguesa atravessou três fases distintas. Entre 2000 e 2008, o crescimento foi moderado (9,1%) e assentou sobretudo no investimento real: o contri-

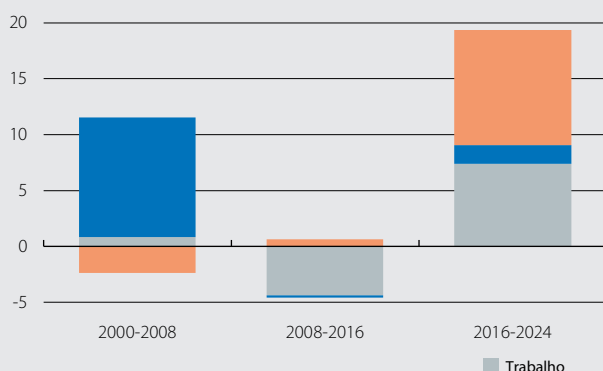
buto do capital superou o da ZE (10,7 p. p. vs. 8,0 p. p. na ZE). Embora tenha sido motivado pelos fundos europeus (Quadro Comunitário de Apoio), o investimento não se traduziu em ganhos agregados de eficiência na alocação de recursos, levando a uma contribuição negativa da PTF (-2,4 p. p. vs. 4,7 p. p.). No contexto da entrada no euro, parte dos fluxos financeiros foi canalizada para setores de menor valor acrescentado, como construção, imobiliário e comércio, enquanto várias indústrias tradicionais, como os têxteis, perderam competitividade com a liberalização comercial e a maior integração da China nas cadeias de valor globais. O contributo do trabalho foi de apenas 0,8 p. p. (5,2 p. p. na ZE), refletindo o decrescente dinamismo do emprego, o abrandamento do crescimento da população ativa e fluxos migratórios insuficientes.

Entre 2008 e 2016, as crises financeira e da dívida soberana afetaram a procura, a produção e o emprego, originando contributos negativos do trabalho (-4,4 p. p.) e do capital (-0,2 p. p.). A fragilidade dos balanços das empresas, o aumento do crédito malparado e a desalavancagem bancária restringiram a capacidade de investimento produtivo. A Zona Euro foi, em média, menos afetada, beneficiando de uma maior resiliência económica e institucional.

Desde 2016, Portugal recuperou e cresceu acima da ZE em quase todos os anos.³ A expansão sustentou-se na procura interna, no mercado de trabalho, nos fundos NGEU e em

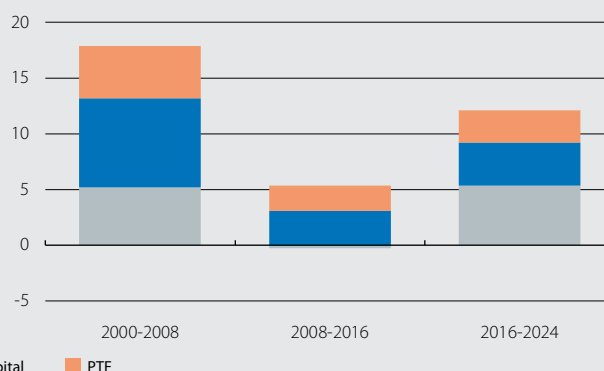
Portugal: PIB real na ótica dos fatores de produção

Contributos para a var. acumulada (p. p.)



Zona Euro: PIB real na ótica dos fatores de produção

Contributos para a var. acumulada (p. p.)



Notas: O fator trabalho é representado pela população empregada e o capital pelo respetivo stock, enquanto a PTF/resíduo de Solow é tratada como exógena e deduzida da subtração entre a taxa de crescimento do PIB e as do trabalho e capital ponderadas pelas elasticidades (participação dos salários no PIB como proxy para a elasticidade $1-\alpha$).

Fonte: BPI Research, com base em estimativas internas e dados da AMECO e Eurostat.

1. Através de uma função de produção Cobb-Douglas com retornos constantes à escala, muito usada pela literatura económica: $Y = AK^\alpha L^{1-\alpha}$, em que Y é o PIB, A a PTF, K o capital (aqui medido em stock), L o trabalho (aqui medido em população empregada), α a elasticidade do capital e $1-\alpha$ a elasticidade do trabalho, aproximada pela compensação anual em % do PIB por empregado a preços de mercado, segundo o Eurostat. Por exemplo, a Comissão Europeia indica que a função produção Cobb Douglas é usada para estimar o produto potencial e o *output gap* em termos comparáveis entre Estados-Membros da UE.

2. $g_Y = g_A + \alpha g_K + (1-\alpha)g_L$, em que g são as taxas de crescimento calculadas de forma logarítmica e ponderadas pelas respetivas elasticidades do trabalho e capital. A taxa de crescimento da PTF (g_A) é deduzida como resíduo.

3. Exceto em 2020-2021, devido aos efeitos da pandemia que foram mais adversos em Portugal, entre outros motivos, pela concentração no turismo.

melhorias de eficiência. Nesta ótica, a PTF tornou-se o principal *driver* (10,3 p. p. vs. 2,9 p. p. na ZE), refletindo o impulso da digitalização (principalmente após o início da pandemia), o aumento das qualificações, a maior orientação exportadora e a melhoria da situação financeira das famílias e das empresas, nomeadamente PMEs. Porém, sendo um resíduo da função de produção, este resultado deve ser lido com prudência.⁴

A melhoria no saldo migratório no âmbito do grande aumento do nº de imigrantes no período recente⁵ reforçou o contributo do trabalho (7,4 p. p. vs. 5,3 p. p.), enquanto o do capital permaneceu moderado (1,7 p. p. vs. 3,8 p. p.), apesar da recuperação do investimento. Após vários anos de investimento deficitário, parte da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) compensou a depreciação e substituiu ativos obsoletos ao abrigo dos fundos europeus. O PRR ganhou expressão apenas nos últimos anos, pelo que o seu impacto integral sobre a capacidade produtiva deverá surgir com desfasamento.

Limites à sustentabilidade do crescimento a longo prazo

Apesar do desempenho recente, o crescimento potencial permanece incerto. A forte contribuição da PTF na última década é compatível com ganhos de eficiência e internacionalização das empresas, mas também incorpora a recuperação cíclica e efeitos de base posteriores às crises. O contributo do trabalho deverá abrandar à medida que o mercado de trabalho se consolida e a oferta de mão-de-obra abrandar. O envelhecimento demográfico, o crescimento mais lento da população ativa, o menor dinamismo nos fluxos migratórios e uma taxa de desemprego em torno de mínimos históricos sustentam a projeção do Banco de Portugal de uma moderação no emprego.⁶ A qualificação, retenção de talento e produtividade serão cada vez mais importantes para a convergência real, sobretudo com um tecido empresarial marcado por micro e pequenas empresas.

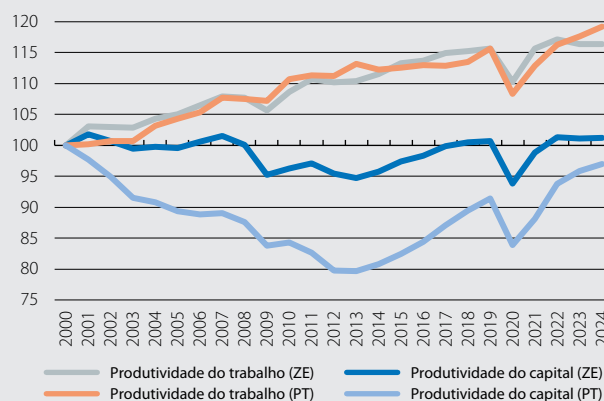
A produtividade do capital recuperou desde o Programa de Assistência Económica e Financeira, mas em 2024 continuava abaixo do nível de 2000, sinalizando que o investimento se mantém deficitário. Uma convergência real duradoura exige infraestruturas e ativos fixos mais produtivos e inovadores, o que deverá ser reforçado com os mecanismos que sucederem o PRR, de modo que o contributo do progresso tecnológico se torne permanente.

4. A PTF também pode incorporar efeitos cíclicos, alterações na utilização da capacidade produtiva e limitações na medição dos fatores.

5. O saldo migratório atingiu um máximo histórico em 2022, enquanto a população estrangeira residente continua a renová-lo, tendo atingido cerca de 1,6 milhões de pessoas em 2025.

6. Consultar o Boletim Económico de junho de 2026, disponível em: <https://www.bportugal.pt/publicacao/boletim-economico-junho-2026>

Produtividade do trabalho e do capital Índice (2000 = 100)



Nota: A produtividade do trabalho (capital) foi calculada através do rácio entre o PIB real e a população empregada (stock de capital).

Fonte: BPI Research, com base nos dados da AMECO e Eurostat.

A Comissão Europeia sublinha ainda que a produtividade permanece abaixo da média europeia, as empresas enfrentam obstáculos à expansão e a economia mantém uma dependência relevante do turismo. Apesar dos desenvolvimentos nas atividades mais tecnológicas e intensivas em conhecimento, os setores menos escaláveis e de menor valor acrescentado continuam a ter um peso elevado no PIB e na procura externa.⁷

Em suma, Portugal passou de um crescimento baseado na acumulação de capital, sem ganhos proporcionais de produtividade, para um padrão que permitiu superar anualmente a ZE, apoiado pela dinâmica demográfica, pelo trabalho e pelo progresso técnico. Com menor margem para expandir o emprego, o crescimento passa a depender cada vez mais da qualificação e retenção de talento, da inovação empresarial, da renovação do capital existente e do reforço das atividades mais competitivas.

Tiago Miguel Pereira

7. A título de exemplo e de acordo com os dados do INE, as indústrias químicas e farmacêuticas; as indústrias metalúrgicas, de máquinas e automóveis; as indústrias informáticas, elétricas e eletrónicas; atividades de informação e comunicação; finanças e seguros; e atividades de consultoria, científicas e técnicas, que são segmentos tendencialmente de maior intensidade tecnológica e de conhecimento, justificaram apenas 28,4% do aumento do VAB agregado entre 2000 e 2023. O remanescente deveu-se aos restantes setores menos intensivos em conhecimento, como as indústrias alimentares e têxteis, a construção, o comércio, o alojamento e restauração, etc.

Contas públicas: pioria controlada sem pôr em causa sustentabilidade da dívida

Em contabilidade pública, a informação até julho mostra que a administração pública registou um excedente de 288 milhões de euros. Em termos homólogos, a despesa aumentou 10,6% e a receita 7,4%, o que se traduziu na significativa deterioração do saldo orçamental, que passou de um excedente de 1,3% do PIB em julho 2025 para outro de apenas 0,2%¹ em julho de 2026. Esta deterioração também reflete efeitos extraordinários relacionados com a regularização de dívidas, que retirados das contas, reduziriam a amplitude de deterioração do saldo de 1,1 p. p. para 0,5 p. p.,² mais em linha com a deterioração sugerida pelas contas da administração pública numa ótica de contas nacionais publicadas até ao primeiro semestre de 2026.³

A receita total atingiu os 76.538 milhões de euros, mais 7,4% do que no mesmo período de 2025, com contributos mais significativos da receita fiscal, com destaque para o IVA, das contribuições para a segurança social e das outras receitas correntes, sobretudo via recebimento de transferências da União Europeia, no âmbito do PRR. Este padrão de crescimento e de contributos reflete em muito o dinamismo da atividade económica, com destaque para a robustez do mercado de trabalho, tanto por via do emprego como dos salários, evidentes por exemplo nos comportamentos das contribuições para a segurança social e nas receitas do IVA e IRS.

Por seu turno, a despesa total⁴ situou-se em 76.256 milhões de euros, mais 10,6% face ao período homólogo, particularmente influenciado pelos contributos das despesas em aquisição de bens e serviços, via regularização de pagamentos em atraso ao SNS e beneficiários da ADSE,⁵ e despesas de capital, influenciadas pela realização de investimentos no âmbito do PRR. Embora com contri-

1. De acordo com os nossos cálculos e considerando a previsão do BPI Research para o PIB em 2026.
2. Corrigidos destes efeitos, os saldos nos primeiros sete meses do ano em 2025 e 2026 seriam 1,5% e 1% do PIB, respetivamente.
3. A publicação das Contas Nacionais por Setor institucional relativas ao segundo trimestre de 2026, mostra que na primeira metade do ano, o saldo orçamental foi 0,5% do PIB, menos 4 décimas do que no período homólogo.
4. Segundo o *Report on Public Finances in MEU 2026*, Portugal surge como um dos países com projeções para o crescimento da despesa líquida superior ao aconselhado pelo Conselho Europeu. No entanto, a CE refere que as projeções para o saldo orçamental próximas do equilíbrio estão em conformidade com as obrigações de política orçamental previstas no Pacto de Estabilidade e Crescimento.
5. Corrigindo a aquisição de B&S destes efeitos, o crescimento desta rubrica teria sido de 5,1% e não 18,9%; e as despesas relacionadas com o SNS teriam avançado 4,1% em vez dos 34% observados. No entanto, este é um movimento com impacto limitado no saldo orçamental de 2026, na medida em que se trata de um movimento de caixa, correspondendo, na ótica de contas nacionais, a despesas já contabilizadas nos anos a que diziam respeito.

Execução orçamental janeiro-julho – Ótica de Caixa

	2025	2026	Var. homóloga Milhões €	%	Contributo para receita total
Receita total	71.291	76.538	5.247	7,4	
Receita fiscal e contributiva	59.236	62.223	2.987	5,0	4,2
Receita fiscal	39.698	41.378	1.680	4,2	2,4
IRS	9.581	10.142	561	5,9	0,8
IRC	6.300	6.166	-134	-2,1	-0,2
IVA	14.164	15.122	958	6,8	1,3
Outros	9.653	9.948	295	3,1	0,4
Contribuições de Segurança Social	19.538	20.845	1.307	6,7	1,8
Outras receitas correntes	10.030	11.860	1.830	18,2	2,6
Dividendos CGD	672	988	316	47,1	0,4
Transferências da União Europeia	3.296	4.222	927	28,1	1,3
Outras	6.062	6.650	588	9,7	0,8
Receita de capital	2.025	2.455	429	21,2	0,6

Fonte: BPI Research com base na execução orçamental de julho.

Execução orçamental janeiro-julho - Ótica de Caixa

	2025	2026	Var. homóloga Milhões €	%	Contributo para despesa total
Despesa total	68.969	76.256	7.287	10,6	
Despesa corrente primária	59.202	63.976	4.774	8,1	6,9
Despesas com o pessoal	17.292	18.362	1.070	6,2	1,6
Aquisição de bens e serviços	9.285	11.038	1.753	18,9	2,5
Serviço Nacional de Saúde	4.064	5.456	1.392	34,2	2,0
(Pagamento de dívidas vencidas SNS)	(167)	(1.399)	(1.232)	(739)	(1,8)
(Pagamentos devidos a beneficiários ADSE)	(139)	(198)	(60)	(43)	(0,1)
Outras	5.221	5.582	361	6,9	0,5
Transferências correntes	30.744	32.554	1.810	5,9	2,6
Prestações sociais	19.955	20.908	953	4,8	1,4
Caixa Geral de Aposentações	7.080	7.382	302	4,3	0,4
Subsídios	1.340	1.526	186	13,8	0,3
Outras	541	496	-44	-8,2	-0,1
Despesas correntes não primárias	4.581	5.050	469	10,2	0,7
Juros e outros encargos	4.581	5.050	469	10,2	0,7
Despesas de capital	5.186	7.230	2.044	39,4	3,0

Fonte: BPI Research com base na execução orçamental de julho.

buto menos significativo para o crescimento da despesa total, refere-se o crescimento de cerca de 14% dos subsídios, refletindo apoios à recuperação de habitação própria e permanente concedidos no âmbito dos apoios atribuídos aos estragos causados pela tempestade Kristin.

Em 2026 estamos a assistir ao avanço mais forte da despesa com maior grau de rigidez – despesa com pessoal, prestações sociais, aposentações da CGD e juros – comparativamente ao avanço da receita fiscal e contributiva: 5,7% vs. 5%, respetivamente, tendência que se poderá reforçar,

constituindo um fator de esmagamento do saldo orçamental, sobretudo numa altura de maior incerteza a nível global, com potenciais impactos desfavoráveis quanto à atividade doméstica, nomeadamente no que se refere à manutenção dos atuais ritmos criação de emprego, fator que em muito suporta o andamento da receita pública. Adicionalmente, o facto de o emprego se encontrar próximo de máximos históricos sugere que a criação de emprego poderá desacelerar nos trimestres mais próximos, o que muito provavelmente se fará sentir no ritmo de crescimento da receita fiscal e contributiva, cujo crescimento futuro se perspetiva menor, refletindo também a recente descida anunciada das taxas de IRS, que afetará o crescimento da receita em 2026 e 2027. Por seu turno, a despesa com maior grau de rigidez representa 68% da despesa total, antecipando-se que continuará a expandir-se a ritmos mais elevados do que o da receita fiscal e contributiva, na medida em que são prováveis maiores gastos com pensões – tanto pela atualização obrigatória das pensões, como do provável aumento do número de pensionistas, das atualizações salariais na função pública e pelo esperado maior encargo com juros.

Os dados na ótica das contas nacionais, disponíveis para o primeiro semestre, apontam na mesma direção: maior crescimento da despesa do que da receita.

Este cenário parece justificado pela publicação do quadro de políticas invariantes, que por si só implicariam a redução do saldo orçamental em 2027 em cerca de 4,8 mil milhões de euros, sobretudo via aumento das despesas com pessoal em 1,2 mil milhões de euros; das pensões em 2 mil milhões e dos juros em 0,8 mil milhões.

A maioria das estimativas existentes para as contas públicas portuguesas apontam para retorno a situação deficitária, contudo essas mesmas estimativas continuam a sugerir a manutenção de saldos primários, isto é, excluindo despesa com juros, positivos. A verificação de tal cenário continuará a permitir a redução do rácio de dívida pública, atualmente em 93% do PIB, mas que deverá ser revisto em baixa com a revisão do Produto Bruto Interno por incorporação de dados relativos à imigração. Neste cenário, a probabilidade de o mercado manter a confiança na sustentabilidade das contas públicas portuguesas continuará elevada, o que em muito contribuirá para conter o impacto do recente aumento das taxas de juro de longo prazo no mercado sobre o custo de financiamento da dívida pública portuguesa. Estimamos que em 2026 a taxa implícita da dívida portuguesa aumente 2 décimas face a 2025 para 2,4% e para 2,6% em 2027.

Teresa Gil Pinheiro

Quadro de Políticas Invariantes 2027

Medida com impacto esperado no saldode 2027	Impacto (€ milhões)	Peso no impacto total da despesa estimado (%)
RECEITAS LÍQUIDAS	-259	-5
Receita decorrente do aumento de salários e pensões	-668	-14
Atualização da dedução específica e escalões do IRS	401	8
IRS rendas moderadas (25% → 10%)	209	4
IVA construção para habitação moderada (23% → 6%)	94	2
IRC redução taxa em 1 p. p.	300	6
IRC SIFIDE indireto (reversão)	-124	-3
Contribuições sociais receita decorrente do aumento de salários	-471	-10
DESPESAS	5.042	105
Consumos intermédios	418	9
Despesas com pessoal da AP	1.231	26
Acordo de rendimentos	587	12
Progressões e promoções	283	6
Aumento da RMMG	116	2
Acordos salariais setoriais	244	5
Pensões	1.993	42
Efeito composição	1.169	24
Atualização regular das pensões	824	17
Reforço do Complemento Solidário Idosos	100	2
Juros da dívida pública	776	16
Investimento público	433	9
Transferência para o Orçamento da União Europeia	91	2
IMPACTO TOTAL NO SALDO	4.783	-
em % do PIB nominal estimado pelo BPI para 2027	1,4%	-

Fonte: BPI Research com base em dados da imprensa nacional.

Indicadores de contas públicas (% do PIB)

	2026	2027	2028
FMI			
Saldo orçamental	0,0	0,0	-0,2
Saldo primário	1,9	1,9	1,7
Dívida pública	85,6	82,3	79,2
Comissão Europeia			
Saldo orçamental	0,2	-0,4	-
Saldo primário	-	-	-
Dívida pública	87,6	86,0	-
Conselho de Finanças Públicas			
Saldo orçamental	0,1	-0,4	-0,6
Saldo primário	-	-	-
Dívida pública	86,5	84,5	83,1
BPI Research			
Saldo orçamental	-0,2	-0,4	-0,4
Saldo primário	2,2	2,5	2,5
Dívida pública	86,3	83,2	81,6

Fonte: BPI Research, FMI, CE, CFP.

O que nos dizem os primeiros dados do turismo após o estalar da guerra no Irão

O início da guerra no Irão abriu um capítulo incerto para o turismo internacional. Tanto a perturbação nos *hubs* aeroportuários do Golfo Pérsico como a forte subida dos preços do petróleo e as dúvidas acerca da possibilidade de escassez de combustível para o transporte aéreo introduziram questões sobre o impacto líquido do conflito no crescimento do setor. Vamos então tentar perceber, com alguns dados, os primeiros reflexos deste acontecimento no setor turístico.

Em primeira instância olhemos para as receitas. Podemos observar na Balança de Pagamentos¹ os dados de exportações de viagens e turismo que mostram que estas, como um todo, passaram de um crescimento de apenas 2,1% em termos homólogos até fevereiro de 2026 (pré-conflito) para 4,0% entre março e julho (pós-conflito). Esta aceleração explica-se principalmente pelo maior dinamismo do turismo de Espanha, Reino Unido e Alemanha, que são alguns dos principais mercados de origem de turistas para Portugal. Com efeito, em termos homólogos as exportações de turismo cresceram entre março e julho 514,6 milhões de euros, com os incrementos destes três países a explicarem 51% do incremento total.

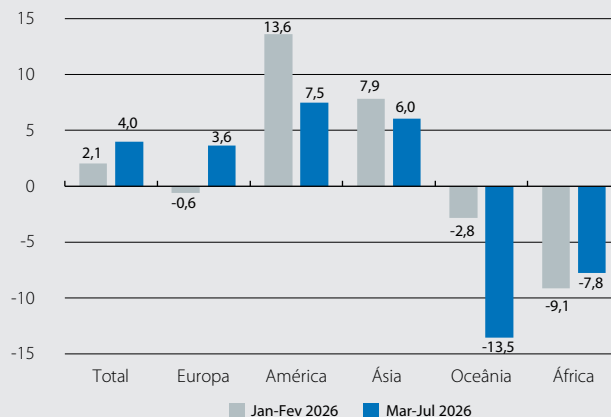
Apesar de não dispormos de um grande desdobramento por países destes dados, outro aspeto ao qual se pode atentar é a evolução das dinâmicas continentais das exportações. Assim, observam-se antes e depois do conflito várias inversões de tendência. As exportações de turismo para países europeus no início do ano estavam numa tendência homóloga de quebra e passaram a crescer perto dos 4% entre março e julho. Em sentido contrário as exportações para América e Ásia perderam ritmo após o eclodir do conflito. Isso é ainda mais marcado nas exportações para a Oceânia, onde a quebra que já existia no início do ano agrava-se de forma ainda mais salientada. Olhemos agora para a evolução das dormidas por país, nestes dois horizontes temporais. Os dados corroboram aquilo que já tínhamos visto ao nível das exportações. Genericamente, uma melhoria de desempenho face ao início do ano nos principais países emissores europeus e um agravamento no desempenho de originário de outros continentes – EUA (passa de uma taxa de crescimento de 5,2% para 3,2%); Brasil (passa de 17,9% para 1,3%) e Canadá (passa 13,3% para 7,4%).

Tudo pesado, a grande conclusão que podemos retirar deste primeiro impacto de curto prazo do conflito no Irão tem a ver com o facto de ter dado algum dinamismo ao turismo originário de outros países europeus, mas ter abrandado o turismo de longo curso. Principalmente de mercados emissores que nos últimos anos tinham vindo a exibir taxas de crescimento mais exuberantes como os EUA e o Canadá. De qualquer forma, o ritmo de crescimento destes mercados continua forte e acima do ritmo europeu, contrastando fortemente com as quebras de dormidas dos franceses, italianos e belgas, por exemplo.

Historicamente, episódios de instabilidade geopolítica no Médio Oriente costumam impulsionar o turismo português (vide a «Primavera Árabe») através do «*safe haven effect*» – são

Exportações de Viagens e Turismo

Var. homóloga (%)

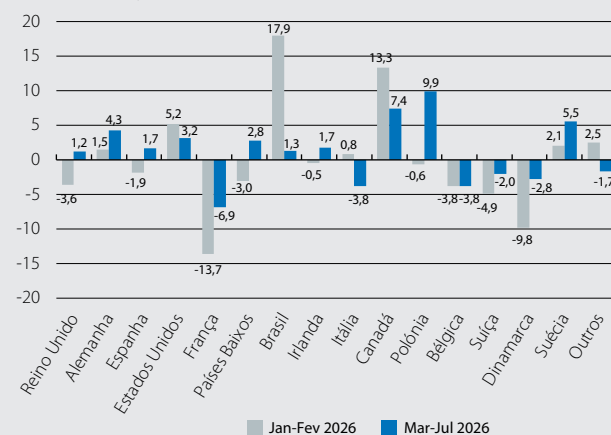


Nota: Os dados de África incluem apenas os PALOP.

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

Dormidas

Var. homóloga (%)



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

períodos que tendem a resultar numa redistribuição dos fluxos turísticos à medida que os viajantes procuram destinos com segurança e estabilidade política. Portugal ocupa o 7.º lugar a nível mundial no Global Peace Index 2026 elaborado pelo Institute for Economics and Peace, mantendo-se entre os países mais pacíficos e seguros do mundo, e isto é uma vantagem competitiva que por diversas vezes assinalámos. Contudo, os efeitos de longo prazo de um conflito desta natureza podem ir em sentido contrário. Esta guerra tem vindo a agravar a fatura sobre os combustíveis, o que pesa de sobremaneira sobre a operação das companhias aéreas e por conseguinte sobre o custo das viagens. Os orçamentos domésticos ficam mais pressionados e isto também impacta nas escolhas turísticas, aumentando a procura por destinos mais próximos e diminuindo a frequência anual de viagens. Em última instância, os efeitos mais amplos de uma crise energética duradoura podem desaguar em crise económica, contraindo a atividade do setor.

Tiago Belejo Correia

1. Dados da Balança de Pagamentos divulgados pelo Banco de Portugal.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	07/26	08/26	09/26
Índice coincidente para a atividade	2,0	2,0	2,0	2,4	2,3	2,2	2,4	2,5	...
Indústria									
Índice de produção industrial	0,8	0,7	3,3	0,6	0,4	-0,8	-0,9	-3,8	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-6,2	-4,0	-3,2	-2,9	-2,1	-3,6	-4,3	-4,4	...
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	8,8	18,9	5,7	14,8	-2,2	10,8	...	...	...
Compra e venda de habitações	14,5	15,5	3,8	-4,7	-8,7	-6,4	-	-	...
Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária)	8,5	17,4	18,2	18,4	17,5	16,7	15,2	14,7	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	6,3	1,7	2,5	1,7	2,1	1,5	1,0	9,3	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	5,5	10,1	11,6	7,7	6,0	8,2	8,4	8,4	...
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	3,3	5,3	5,8	5,3	4,4	3,5	2,6	2,4	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,8	3,5	3,3	3,5	3,4	3,0	2,9	3,0	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-18,0	-16,2	-16,2	-15,2	-16,2	-25,6	-22,6	-20,5	...
Mercado de trabalho									
População empregada	1,2	3,2	3,7	3,7	2,3	2,9	1,6	0,9	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,4	6,0	5,8	5,8	6,1	5,3	5,7	5,7	...
PIB	2,7	1,9	2,1	1,9	2,4	2,6	-	-	-

Preços

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

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	07/26	08/26	09/26
Inflação global	2,4	2,3	2,6	2,2	2,2	3,3	3,0	3,3	3,6
Inflação subjacente	2,5	2,2	2,3	2,1	1,9	2,3	2,6	2,6	2,7

Setor externo

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

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	07/26	08/26	09/26
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	2,0	0,1	1,6	0,1	-3,2	0,0	1,8	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	2,0	4,5	6,9	4,5	3,7	4,3	3,9	...	...
Saldo corrente	7,3	3,6	3,4	3,6	2,3	1,2	0,7	...	...
Bens e serviços	6,8	3,0	3,2	3,0	1,7	0,5	0,2	...	...
Rendimentos primários e secundários	0,5	0,6	0,2	0,6	0,6	0,7	0,5	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	10,5	8,3	7,6	8,3	7,7	7,3	6,8	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	07/26	08/26	09/26
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	7,5	5,4	6,3	5,4	6,4	6,9	6,3	5,8	...
À ordem	-0,3	8,1	8,6	8,1	7,9	7,3	7,1	5,6	...
A prazo e com pré-aviso	15,3	3,1	4,3	3,1	5,1	6,5	5,6	5,9	...
Depósitos das Adm. Públicas	26,7	28,7	-0,5	28,7	20,4	9,2	19,9	24,9	...
TOTAL	7,9	6,0	6,1	6,0	6,9	7,0	6,8	6,4	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	1,9	6,6	5,8	6,6	7,7	8,2	8,4	8,7	...
Empresas não financeiras	-1,0	2,6	2,2	2,6	4,3	4,8	5,2	5,2	...
Famílias - habitação	3,0	9,3	8,0	9,3	9,8	10,6	10,8	11,2	...
Famílias - outros fins	5,4	7,0	6,9	7,0	8,4	8,2	8,2	8,7	...
Administrações Públicas	0,6	6,4	4,8	6,4	3,2	3,2	5,8	6,9	...
TOTAL	1,9	6,6	5,7	6,6	7,5	8,0	8,4	8,7	...
Taxa de incumprimento (%)²	2,4	2,1	2,3	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, mas a inflação ganha destaque

A economia espanhola entra na reta final de 2026 com um crescimento sólido e uma procura interna que ganhou destaque, embora o aumento da inflação e a maior incerteza em torno do conflito no Golfo Pérsico sugiram uma manutenção da cautela. Na sua revisão habitual, o INE confirmou a boa dinâmica da economia no 2T e reforçou a interpretação de um crescimento apoiado principalmente nos seus motores internos. Nas vésperas do encerramento do 3T, os indicadores apontam para que a atividade mantenha um bom ritmo de crescimento, impulsionada pelo dinamismo do mercado de trabalho e do setor dos serviços. No entanto, o aumento dos preços da energia levou a inflação a rondar os 5% e poderá limitar a capacidade de consumo das famílias nos próximos meses.

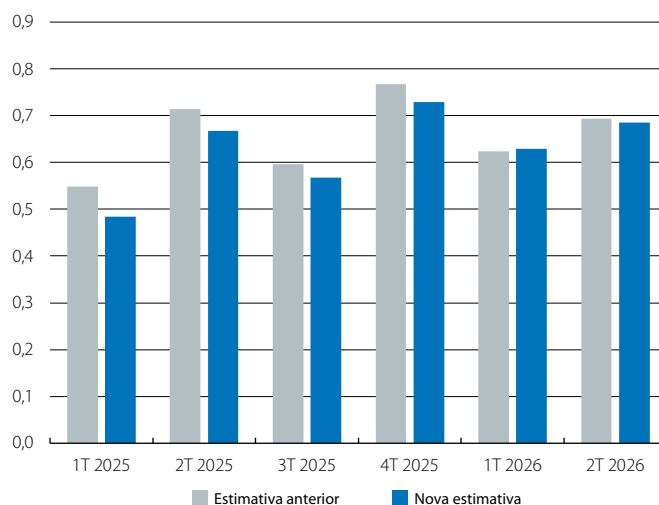
O crescimento do 2T é claramente sustentado pela procura interna. A revisão do INE confirma esta leitura: a economia manteve um crescimento sólido no 2T, com um avanço do PIB de 0,7% em cadeia. Reforça igualmente o papel central da procura interna, que contribuiu com 1,1 p. p. para o crescimento, graças ao dinamismo do consumo privado e do investimento: o consumo privado avançou 1,2% em cadeia e o investimento cresceu 1,4%. Em contrapartida, a procura externa reduziu o crescimento em 0,5 p. p., devido ao forte aumento das importações, como seria de esperar num contexto de solidez da despesa interna. Esta composição reflete uma economia menos dependente dos impulsos externos, mas também mais exposta a uma eventual perda de poder de compra das famílias. Por enquanto, a taxa de poupança e a criação de emprego continuam a sustentar o consumo, embora a aceleração dos preços possa começar a exercer pressão sobre o rendimento real das famílias.

Os indicadores do 3T revelam um progresso desigual entre os setores. As informações mais recentes indicam que a atividade manteve um bom ritmo de crescimento no 3T, embora com sinais contraditórios. O PMI dos serviços atingiu os 58,3 pontos em setembro e situou-se numa média de 58,1 pontos no 3T, muito acima do limiar de expansão marcado pelos 50 pontos. O setor industrial também registou uma melhoria no final do trimestre, com um PMI de 51,0 pontos, embora a média trimestral, de 50,2 pontos, reflita um ritmo de crescimento mais moderado. Em termos de procura, as vendas a retalho registaram uma queda de 0,4% em termos homólogos pelo segundo mês consecutivo em agosto, o que se soma ao enfraquecimento observado neste indicador desde o início do conflito. No seu conjunto, o dinamismo do setor dos serviços compensa a maior fraqueza do consumo a retalho e da indústria, embora a inflação possa enfraquecer ainda mais o consumo, ao corroer o poder de compra das famílias.

A energia continua a pressionar a inflação em alta. Um dos principais fatores de risco no cenário atual é o aumento da inflação. A inflação global aumentou 0,6 p. p. em setembro, atingindo os 4,9%, e a inflação subjacente subiu 0,2 p. p., atingindo os 3,1%. O aumento voltou a concentrar-se no setor da energia, cuja inflação atingiu os 21,6%, num contexto de subida dos preços do petróleo e do gás, bem como de alterações nos apoios aos combustíveis. Contudo, as pressões inflacionistas também se acentuaram em algumas das componentes subjacentes, como os bens industriais, enquanto a inflação dos serviços se manteve em níveis ainda próximos dos 4%.

Espanha: PIB

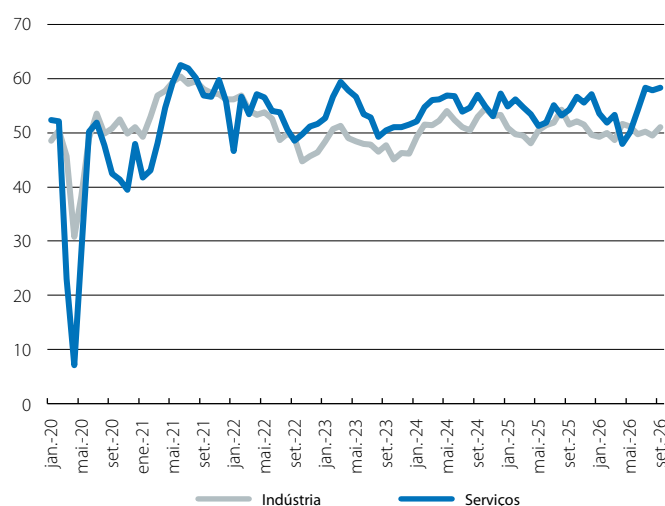
Varição em cadeia (%)



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

Espanha: PMI

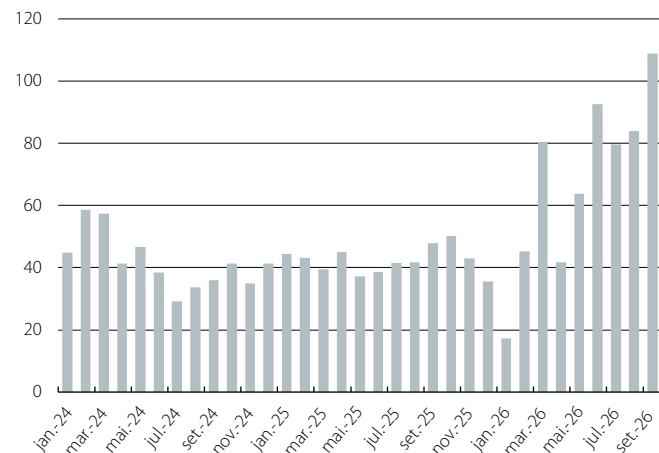
Índice (>50 expansão; <50 contração)



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

Espanha: inscritos na Seguranc Social

Variac3o mensal (milhares)



Nota: S3rie ajustada de sazonalidade.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Minist3rio da Inclus3o, Seguranc Social e Migra33es.

Embora o dado exceda o intervalo previsto pelo BPI Research e introduza riscos de revisão em alta na nossa previsão de inflação, as medidas aprovadas pelo Governo, entre as quais se destacam o reforço dos descontos nos combustíveis até 20 centimos por litro e a redução do IVA aplicado à eletricidade de 21% para 10%, poderão situar a inflação ligeiramente abaixo dos 4% nos próximos meses, o que permitirá atenuar parte do choque.

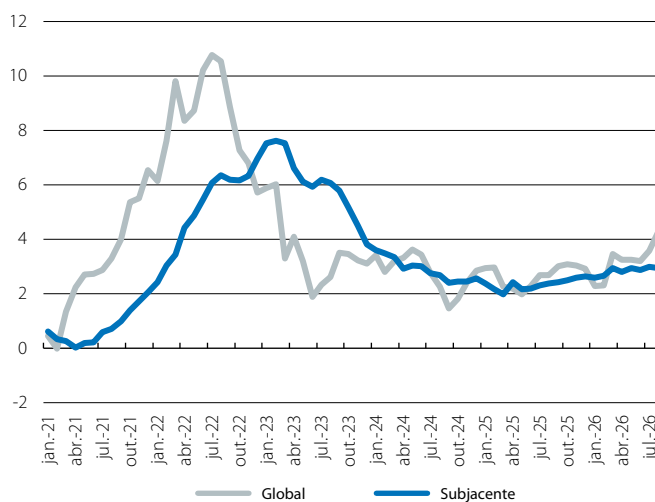
O emprego mantém um ritmo elevado, condicionado pela regularização. O mercado de trabalho encerrou o 3T com um avanço notável. O número médio de inscritos na Segurança Social aumentou em 92.327 pessoas em setembro, ou seja, 0,4% face a agosto, acima do crescimento habitual neste mês. Os dados continuaram a ser influenciados pela regularização extraordinária que, desde abril, permitiu a inscrição de 420.000 pessoas na Segurança Social, das quais 83.000 em setembro. Em termos corrigidos de sazonalidade, o número de inscritos aumentou em 108.832 pessoas, o que representa um aumento de 0,5% em relação ao mês anterior, mais 0,1 p. p. do que a média dos três meses anteriores. Não obstante, dado o impacto da regularização nos dados relativos ao número de inscritos, esta aceleração não pode ser atribuída a uma melhoria da dinâmica subjacente. Os dados dos próximos meses, momento em que a influência deste processo diminuir, permitirão avaliar com maior precisão a solidez do mercado de trabalho.

A poupança das famílias continua a constituir uma importante almotofada financeira. Ao contrário do episódio inflacionista anterior, as famílias enfrentam o atual a partir de uma situação financeira relativamente confortável. A taxa de poupança registou uma ligeira desaceleração no 2T, uma vez que as despesas de consumo cresceram mais do que o rendimento disponível bruto. O bom desempenho deste último, impulsionado principalmente pela solidez do mercado de trabalho, evitou uma queda mais acentuada. Mais concretamente, o rendimento disponível bruto aumentou 5,5% em termos homólogos, contra os 7,1% registados nas despesas de consumo, e a taxa de poupança desceu para 11,5% do rendimento disponível bruto, em termos acumulados de quatro trimestres, contra os 12,6% registados um ano antes. Apesar desta moderação, a taxa de poupança mantém-se claramente acima da média de 8,6% registada entre 2000 e 2019. As famílias dispõem, portanto, de uma certa margem para atenuar o impacto do aumento da inflação no consumo, embora essa margem vá diminuindo se as despesas continuarem a crescer a um ritmo superior ao do rendimento.

A procura de habitação continua elevada e as pressões sobre os preços persistem. As transações imobiliárias registaram uma queda de 5,1% em termos homólogos em julho e totalizaram cerca de 409.000 transações entre janeiro e julho, o que representa uma redução de 3,0% em relação ao mesmo período do ano anterior, mas continuam a situar-se em níveis relativamente elevados, semelhantes aos de 2023 e 2024. A correção é generalizada, com recuos visíveis em Madrid e Barcelona. Por enquanto, esta evolução parece corresponder mais a uma correção na sequência do forte avanço registado em 2025 do que a um enfraquecimento significativo da procura. Os preços da habitação também moderaram o seu ritmo: o valor de avaliação aumentou 12,5% em termos homólogos no 2T, face aos 13,9% do trimestre anterior, avançando 1,7% em cadeia. Embora esta desaceleração introduza uma tendência descendente na previsão de crescimento dos preços, a oferta continua a ser insuficiente para satisfazer uma procura que se mantém em níveis elevados. Consequentemente, as pressões de subida deverão continuar a ser significativas nos próximos trimestres.

Espanha: IPC

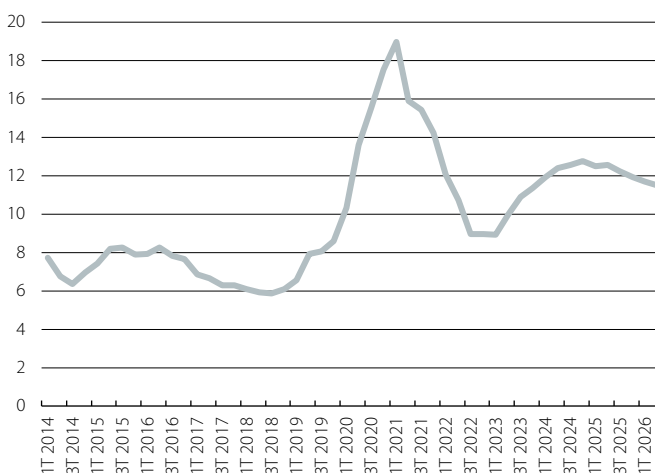
Variação homóloga (%)



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

Espanha: taxa de poupança das famílias

(% do rendimento disponível bruto)

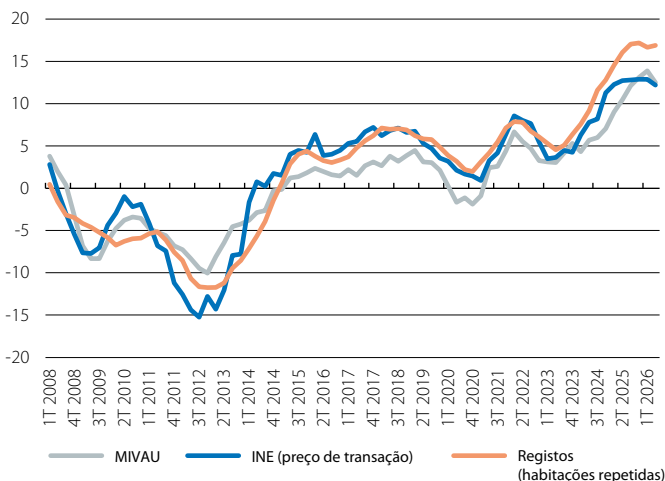


Nota: Acumulado em quatro trimestres.

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

Espanha: preço da habitação

Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados do INE, do Ministério da Habitação e Agenda Urbana e do Colegio de Registradores.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	07/26	08/26	09/26
Indústria									
Índice de produção industrial	0,4	1,3	2,4	1,8	0,5	2,1	2,3	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-4,9	-4,8	-5,1	-3,9	-3,1	-4,0	-2,4	-3,6	-1,0
PMI das indústrias (valor)	52,2	50,9	52,6	51,1	49,3	50,9	50,2	49,5	51,0
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	16,7	8,8	7,9	8,8	6,2	...	...	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	9,7	11,1	18,5	11,1	5,2	0,6	-1,0	...	...
Preço da habitação	8,4	12,7	12,8	12,9	12,9	12,2	...	...	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	10,1	3,2	4,3	3,2	2,7	3,2	3,5	4,3	...
PMI dos serviços (valor)	55,3	54,5	54,2	56,4	52,9	50,7	58,3	57,8	58,3
Consumo									
Vendas a retalho ¹	1,7	4,3	4,5	4,2	3,3	0,8	-0,4	-0,4	...
Matrículas de automóveis	7,2	12,9	16,9	8,0	7,6	5,0	3,7	11,8	10,2
Indicador do sentimento económico (valor)	103,1	103,1	102,7	104,3	105,2	103,0	104,3	102,1	105,5
Mercado de trabalho									
População empregada ²	2,2	2,6	2,6	2,8	2,4	2,3	...	...	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	11,3	10,5	10,5	9,9	10,8	9,9	...	...	...
Inscritos na Segurança Social ³	2,4	2,3	2,3	2,4	2,3	2,6	2,9	3,1	3,4
PIB	3,7	2,6	2,4	2,5	2,6	2,6	...	...	...

Preços

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

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	07/26	08/26	09/26
Inflação global	2,8	2,7	2,8	3,0	2,7	3,2	3,6	4,3	4,9
Inflação subjacente	2,9	2,3	2,4	2,6	2,7	2,9	3,0	2,9	3,1

Setor externo

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

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	07/26	08/26	09/26
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	0,2	0,7	0,8	0,7	0,2	1,2	1,1	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	0,1	4,6	4,6	4,6	1,7	4,5	4,6	...	...
Saldo corrente	53,4	54,8	54,3	54,8	54,2	47,0	46,5	...	...
Bens e serviços	69,0	65,1	64,7	65,1	67,7	61,7	62,6	...	...
Rendimentos primários e secundários	-15,6	-10,3	-10,4	-10,3	-13,4	-14,7	-16,2	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	71,5	72,3	72,7	72,3	71,7	66,0	65,3	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros⁴

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

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	07/26	08/26	09/26
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	5,1	4,8	4,9	4,8	5,5	5,0	4,8	3,9	...
À ordem e poupança	2,0	6,7	7,2	6,7	7,1	5,0	4,2	3,0	...
A prazo e com pré-aviso	23,5	-4,7	-6,6	-4,7	-2,2	5,4	8,0	8,9	...
Depósitos das Adm. Públicas ⁵	23,1	4,9	7,2	4,9	5,0	8,5	4,6	4,7	...
TOTAL	6,3	4,8	5,1	4,8	5,5	5,3	4,8	4,0	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	0,7	3,5	2,8	3,5	3,8	2,0	3,3	3,2	...
Empresas não financeiras	0,4	2,9	2,3	2,9	3,7	3,8	4,5	4,4	...
Famílias - habitação	0,3	3,5	2,9	3,5	3,7	3,7	3,8	3,7	...
Famílias - outros fins	2,3	4,6	3,7	4,6	4,3	-6,8	-0,9	-0,8	...
Administrações Públicas	-2,6	10,7	12,9	10,7	8,1	8,3	2,5	1,6	...
TOTAL	0,5	3,9	3,4	3,9	4,1	2,4	3,3	3,1	...
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 esvaziado. 2. EPA. 3. Dados médios mensais. 4. Dados agregados do setor bancário espanhol e residentes em Espanha. 5. Depósitos públicos, excluindo acordos de recompra. 6. Dados de fim de período.

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

ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

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

INFORMAÇÃO MENSAL

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

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

DAILY REPORT

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

PULSO ECONÓMICO

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

NOTAS BREVES

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

FLASH NOTES

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

FICHAS SÍNTESE PAÍS

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



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

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

© Banco BPI, S.A., 2026

© CaixaBank, S.A., 2026

Design e produção: www.cegegglobal.com

