

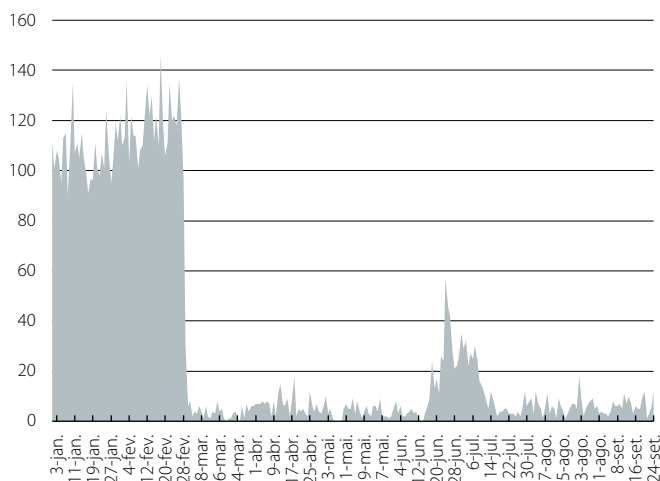
A economia internacional resiste aos choques até ao momento

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

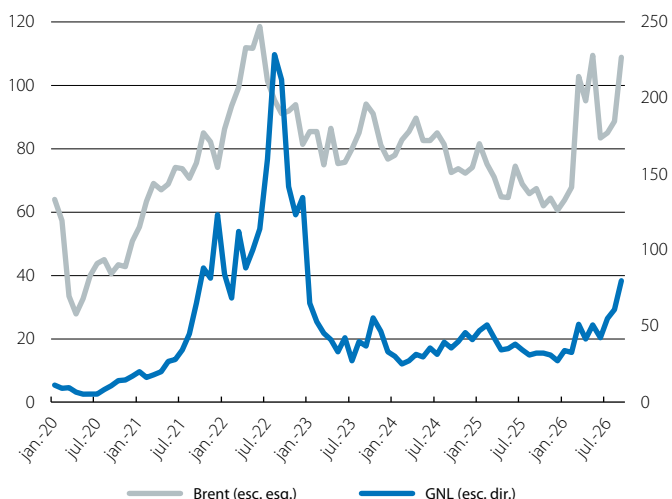


Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

Preços da energia

Brent (dólares/barril)

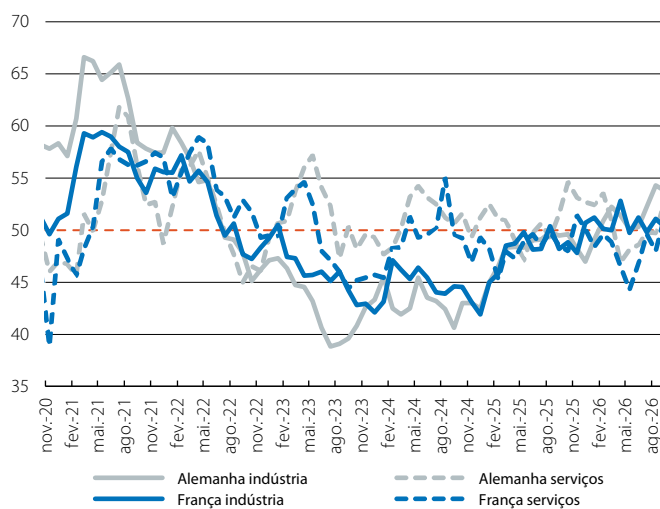
GNL (euros/MWh)



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.

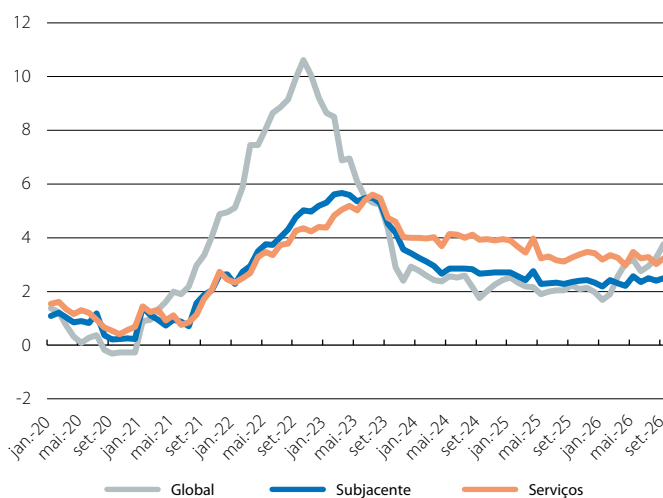
maio de 2023 (89,9, sendo 100 o limiar de referência), e pelos sinais revelados pelo ZEW, que indicou que a percentagem de inquiridos que, em setembro, antecipa uma melhoria da situação ultrapassa os 46%, contra os 12% que temem um agravamento.

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

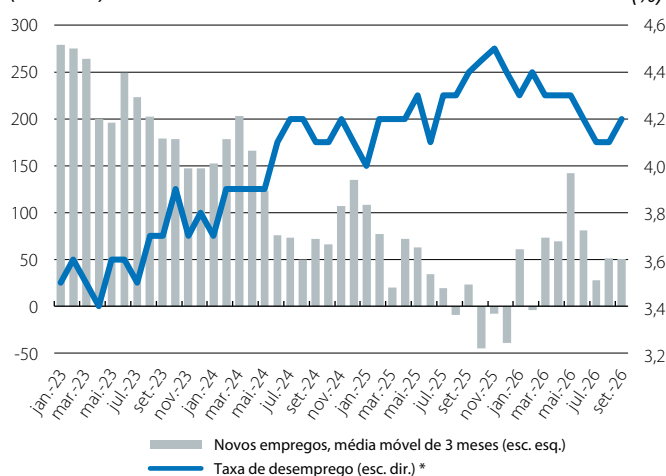
Variação homóloga (%)



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

EUA: emprego

(Milhares)

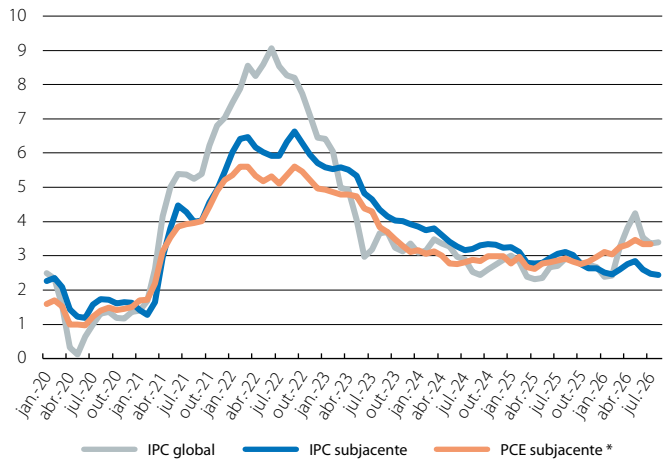


Nota: * Os dados relativos à taxa de desemprego de outubro de 2025 não foram publicados devido ao shutdown, os dados apresentados foram interpolados.

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.

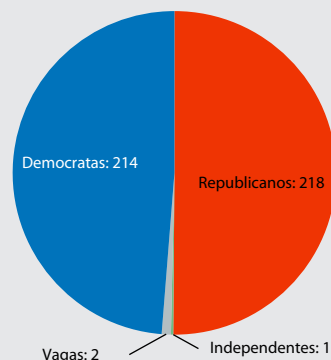
O que se decide no dia 3 de novembro?

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.

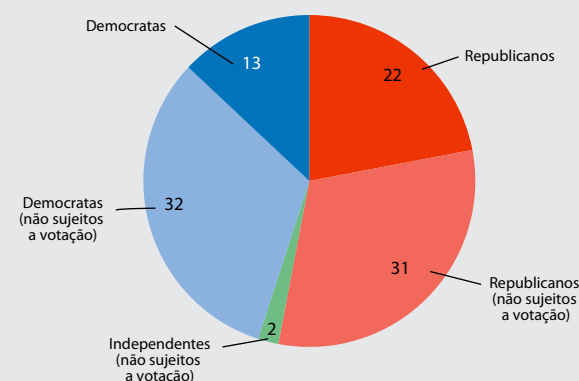
EUA : composição atual da Câmara dos Representantes



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 atribuiu, 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

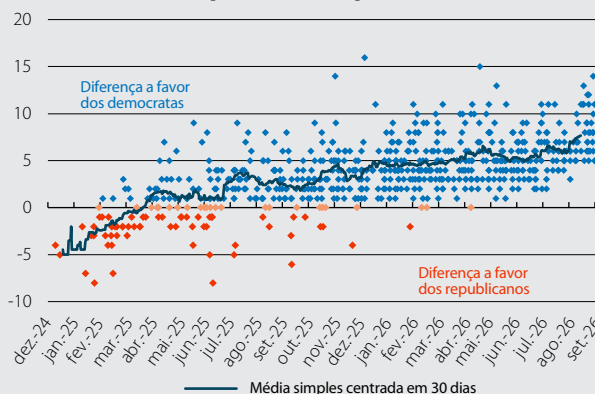
3. Ver Focus «O novo cenário das tarifas nos EUA (edição regresso às aulas de 2026)», no IM09/2026, e o Focus «Políticas migratórias Trump 2.0: o fim do *American Dream*?», nesta mesma publicação.

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.

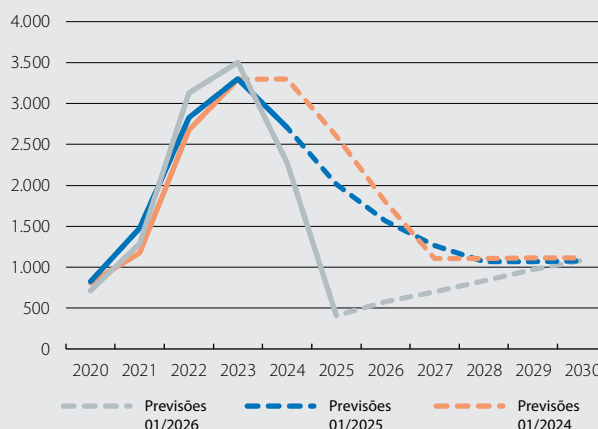
Restrições de amplo alcance: da gestão dos fluxos à redução do *stock* migratório

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-

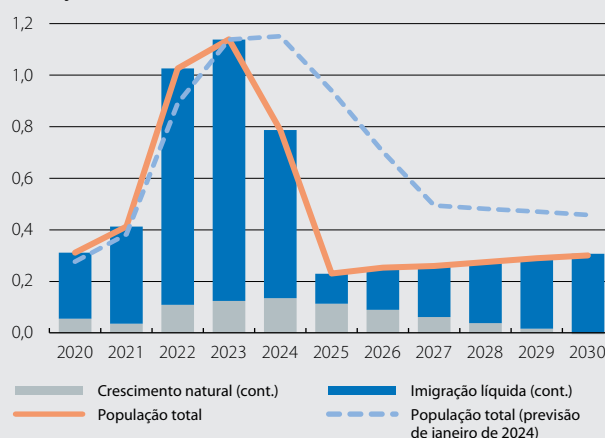
se uma normalização dos fluxos após os valores elevados registados nos anos anteriores, em setembro de 2025 reduziu em 1,6 milhões a sua previsão de imigração líquida para esse ano, face à estimativa publicada em janeiro. No total, a imigração líquida acumulada entre 2025 e 2030 seria aproximadamente 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 *brexit* 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.