

IM04

INFORMAÇÃO MENSAL
ABRIL 2026



ECONOMIAS E MERCADOS INTERNACIONAIS

MERCADOS FINANCEIROS

O mercado do petróleo, no mundo do desconhecido

ECONOMIA INTERNACIONAL

Mapa de exposição e relevância geoeconómica do Médio Oriente

A Europa enfrenta outra crise energética

Tensões energéticas, inflação e política monetária na Zona Euro

Quanto avançou a UE com a Bússola da Competitividade?

ECONOMIA ESPANHOLA

Espanha perante o novo choque energético: uma comparação com a Europa

A crise no Irão: em que medida pode afetar a economia espanhola

ECONOMIA PORTUGUESA

O impacto do conflito no Irão na economia portuguesa

Guerra no Médio Oriente: impacto de um choque energético nas empresas portuguesas

Outlook para o turismo nacional em 2026

O desempenho da indústria portuguesa: dinâmicas setoriais, competitividade e reindustrialização

INFORMAÇÃO MENSAL

Abril 2026

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

BPI Research (DF-EEF)

www.bancobpi.pt /
<https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-mercados/research>
deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista Chefe

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com
research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista Chefe

José Ramón Díez

Diretor de Economias e
Mercados Internacionais

Oriol Aspachs

Diretor de Economia Espanhola

Sandra Jódar

Diretora de Planeamento Estratégico

Adrià Morron Salmeron

e Oriol Carreras

Coordenadores da *Informação Mensal*

Data de fecho desta edição:

8 de abril de 2026

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 PONTOS CHAVE DO MÊS

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS

10 *O mercado do petróleo, no mundo do desconhecido*

14 ECONOMIA INTERNACIONAL

16 *Mapa de exposição e relevância geoeconómica do Médio Oriente*

18 *A Europa enfrenta outra crise energética*

20 *Tensões energéticas, inflação e política monetária na Zona Euro*

22 *Quanto avançou a UE com a Bússola da Competitividade?*

26 ECONOMIA PORTUGUESA

28 *O impacto do conflito no Irão na economia portuguesa*

30 *Guerra no Médio Oriente: impacto de um choque energético nas empresas portuguesas*

33 *Outlook para o turismo nacional em 2026*

35 *O desempenho da indústria portuguesa: dinâmicas setoriais, competitividade e reindustrialização*

38 ECONOMIA ESPANHOLA

40 *Espanha perante o novo choque energético: uma comparação com a Europa*

42 *A crise no Irão: em que medida pode afetar a economia espanhola*

Globofricção (cap. 26)

A *Globofricção* captura uma das características mais marcantes da nossa época: a atração e repulsão simultâneas entre blocos económicos. Por um lado, esses blocos competem pela liderança tecnológica, cientes de que os benefícios associados vão muito além daqueles atualmente colhidos pelas empresas líderes em inovação. Historicamente, os países que lideraram uma revolução económica acabaram a consolidar-se como potências globais nas décadas seguintes. Por outro lado, os blocos económicos permanecem profundamente interligados por meio de interdependências comerciais e financeiras. Essa é a força da globalização, cujos benefícios são bem conhecidos e permanecem muito presentes.

Não restam dúvidas de que os atritos se intensificaram nos últimos anos, à medida que o potencial disruptivo das novas tecnologias se tornou mais evidente e a capacidade de liderar o novo ciclo económico deixou de estar nas mãos de uma única potência, nomeadamente os Estados Unidos. O aumento das barreiras comerciais em escala global é provavelmente um dos fenómenos que melhor ilustra este aspeto. Embora possa parecer um fenómeno recente, não o é. O número de medidas contra a liberalização do comércio começou a crescer há mais de uma década, durante a crise financeira, e tem continuado a aumentar desde então, afetando governos de todas as nuances políticas até que a antiga ordem internacional e as instituições que a sustentavam se tornaram obsoletas. Contudo, a diplomacia com que alguns agiram não se compara à audácia e ao desprezo demonstrados por outros.

Os índices de incerteza económica e geopolítica refletem claramente as consequências desses atritos entre potências. Ambos têm apresentado uma tendência ascendente há vários anos, com picos acentuados associados a cada episódio de tensão. No entanto, em perspetiva, esses episódios tendem a ser relativamente breves. As ameaças intensificam-se até que os laços profundos que ainda nos unem se tornem evidentes. Até ao momento, o poder da globalização tem ajudado a mitigar esses atritos. Em 2025, o conflito comercial crescente entre os Estados Unidos e a China terminou quando a sua interdependência ficou clara: um precisa dos minerais críticos do outro; o outro precisa de um grande mercado para exportar com o objetivo de continuar a crescer. Para este ano, esperamos que a guerra no Médio Oriente termine após ficar claro que todos precisam que as mercadorias circulem livremente pelo Estreito de Ormuz.

A luta para liderar a nova economia – ou, pelo menos, para não ficar excessivamente para trás – também resultou numa deterioração notável das finanças públicas. A pressão para implementar políticas de estímulo e de transformação económica continuou a aumentar e, com ela, a dívida pública de muitos países de referência, que atingiu níveis historicamente elevados. Além disso, em vários casos não existem sinais claros de correção nos próximos anos. Na esfera monetária, a pressão política sobre alguns bancos centrais de referência também se intensificou, embora, de momento, a sua independência permaneça intacta.

A globalização (neste caso a globalização financeira) foi provavelmente crucial para evitar danos maiores. Quando surgiram tentações de implementar políticas fiscais flagrantemente irresponsáveis ou de questionar a independência dos bancos centrais, a reação dos mercados financeiros internacionais foi rápida e, por vezes, decisiva. Basta lembrar a lição aprendida por Liz Truss, que não durou nem dois meses no cargo.

Enquanto a disputa pela liderança na nova economia permanecer em aberto, é provável que o atrito entre as principais potências económicas ressurgirá. O acordo entre os Estados Unidos e a China tem duração de apenas um ano; a ameaça americana de anexar a Gronelândia continua latente, e o capítulo «Cuba» pode ser reaberto a qualquer momento. A *Globofricção* certamente terá novos episódios. *Spoiler alert*: tudo indica que a força da globalização continuará a impor os seus limites. Aliás, o impulso que a União Europeia – esse espaço económico e democrático de liberdade que muitas vezes gera mais ceticismo do que entusiasmo, que raramente figura nas previsões de liderança da nova economia, mas no qual temos a sorte de viver – está a dar aos acordos de livre comércio é especialmente relevante nesse contexto.

Cronologia

MARÇO 2026

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

JANEIRO 2026

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

NOVEMBRO 2025

- 12 Fim do maior *shutdown* governamental da história dos EUA.

FEVEREIRO 2026

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

DEZEMBRO 2025

- 10 A Fed reduziu a taxa de juro dos *fed funds* em 25 p. b., para o intervalo de 3,50%–3,75%.
- 18 O Banco de Inglaterra reduziu as taxas de juro em 25 p. b., para 3,75%.
- 19 O Banco do Japão aumentou as taxas de juro em 25 p. b., para 0,75%.

OUTUBRO 2025

- 29 A Fed reduziu a taxa de juro dos *fed funds* em 25 p. b., para o intervalo de 3,75%–4,00%, o segundo corte do ano, e anunciou o fim da redução do balanço.

Agenda

ABRIL 2026

- 1 Espanha: taxa de poupança das famílias (4T).
- 6 Espanha: inscrição na Segurança Social e desemprego registado (março).
- 9 Portugal: volume de negócios na indústria (fevereiro).
Portugal: comércio internacional (fevereiro).
- 10 Espanha: contas financeiras (4T).
- 16 China: PIB (1T).
- 24 Espanha: crédito, depósitos e taxa de incumprimento (fevereiro).
- 28 Espanha: inquérito à população ativa (1T).
Portugal: carteira de crédito bancário (março).
- 28-29 Comité de Mercado Aberto da Fed.
- 29 Espanha: estimativa rápida do IPC (abril).
Portugal: emprego e desemprego (março).
Zona Euro: índice de sentimento económico (abril).
- 30 Espanha: primeira estimativa do PIB (1T).
Portugal: primeira estimativa do PIB (1T).
Portugal: estimativa rápida do IPC (abril).
Conselho de Governadores do Banco Central Europeu.
Zona Euro: PIB (1T).
Zona Euro: estimativa rápida do IPC (abril).
EUA: PIB (1T).

MAIO 2026

- 4 Portugal: produção industrial (março).
- 5 Espanha: inscrição na Segurança Social e desemprego registado (abril).
- 6 Portugal: emprego e desemprego (1T).
- 8 Espanha: índice de produção industrial (março).
- 15 Portugal: remuneração média mensal bruta por trabalhador (1T).
Portugal: *rating* DBRS.
Japão: PIB (1T).
- 19 Espanha: comércio externo (março).
- 25 Espanha: empréstimos, depósitos e rácio NPL (março).
- 28 Zona Euro: índice de sentimento económico (maio).
- 29 Espanha: estimativa rápida do IPC (maio).
Espanha: *rating* DBRS.
Portugal: detalhe do PIB (1T).
Portugal: estimativa rápida do IPC (maio).

Tensões geopolíticas e implicações macroeconómicas

A informação macroeconómica referente ao primeiro trimestre permanece limitada, sobretudo no que respeita à evolução efetiva da atividade. Apesar disso, os indicadores de confiança – particularmente os inquéritos dirigidos às empresas – já evidenciam um aumento significativo do nível de incerteza associado ao prolongamento do conflito no Médio Oriente. Do lado dos preços, a taxa de inflação de março já incorporou pressões decorrentes da evolução dos combustíveis, registando um acréscimo de 0,5 p. p. face a fevereiro, para 2,7%.

A extensão temporal do conflito, conjugada com a destruição de infraestruturas críticas de transporte, extração e armazenamento de petróleo e gás natural, tende a introduzir revisões adversas nos cenários macroeconómicos globais. Embora Portugal apresente atualmente maior resiliência comparativamente a crises anteriores, o impacto adverso permanece inevitável. Em artigos nesta publicação, analisamos ao detalhe os principais canais de transmissão destas tensões, quer ao nível agregado da economia, quer ao nível do setor empresarial, destacando os subsectores mais expostos a aumentos dos custos da energia, sobretudo eletricidade, gasóleo e gasolina.

O nosso cenário central para a economia portuguesa será revisto em maio, quando se espera que a visibilidade sobre a atual situação aumente. Todavia, algumas instituições iniciaram já ajuste dos seus cenários, nomeadamente o Banco de Portugal, que reduziu em 0,5 p. p. a projeção do crescimento do PIB para 2026 (para 1,8%) e procedeu a uma revisão em alta de 0,7 p. p. na previsão da inflação (para 2,8%) face ao Boletim Económico de dezembro. Apesar de os mercados de futuros de *commodities* energéticas continuarem a descontar um conflito de curta duração, o prolongamento tende a amplificar os efeitos adversos. Em particular, pressiona em alta os preços médios do crude e do gás natural – que, em 2024, representaram conjuntamente cerca de 60% da energia primária consumida em Portugal – e adia a convergência para níveis de preços mais compatíveis com uma situação de oferta excedentária, atualmente improvável.

O impacto económico tende a agravar-se à medida que o choque se prolonga. No curto prazo, verificam-se perdas de rendimento real das famílias e aumentos de custos para as empresas, com efeitos contracionistas sobre o consumo e o investimento. Num horizonte intermédio, o acréscimo

da incerteza, a maior aversão ao risco nos mercados financeiros e a necessidade de ajustamento da política monetária para ancorar expectativas de inflação intensificam estes efeitos. O risco de um cenário de estagflação aumenta proporcionalmente à persistência da disrupção geopolítica. De acordo com os cálculos do Banco de Portugal, um aumento adicional de 10% no preço do crude traduz-se numa redução de cerca de 0,05 p. p. no crescimento e num acréscimo de 0,25 p. p. na inflação no primeiro ano. Refira-se que entre o final de fevereiro e o início de abril, os futuros do Brent para 2026 aumentaram mais de 30%.

Os dados mais recentes refletem ainda de forma parcial os impactos das tempestades de janeiro e fevereiro e apenas marginalmente os efeitos da recente escalada do conflito envolvendo EUA/Israel e o Irão. No entanto, os inquéritos às empresas já registam alguma deterioração, sobretudo nos setores mais intensivos em energia. As componentes relacionadas com expectativas de preços foram as primeiras a reagir, situando-se acima dos níveis observados em janeiro/fevereiro de 2026 e do período homólogo, embora ainda abaixo dos máximos de 2022/23. Indústria, comércio e serviços evidenciam expectativas mais negativas relativamente à evolução dos preços nos próximos três meses, e no caso dos serviços observa-se igualmente deterioração nas expectativas de atividade e emprego.

Em síntese, o atual enquadramento geopolítico deverá implicar revisões em baixa do crescimento, revisões em alta da inflação e condições financeiras mais restritivas (à data de conclusão deste artigo estavam descontados aumentos de 75 p. b. nas taxas diretoras pelo BCE até final do ano). Apesar disso, a economia portuguesa beneficia de condições de partida favoráveis: balanços mais sólidos de famílias e empresas, níveis de poupança elevados, rácios de endividamento reduzidos e uma posição orçamental que ainda confere algum espaço discricionário de atuação. Estas características atenuam o impacto macroeconómico potencial. Não obstante, persistem vulnerabilidades importantes – nomeadamente a elevada dependência energética externa, que permanece em torno de 64% (face a 57% na média da UE). Caso o choque se prolongue, é plausível que o défice energético volte a ultrapassar 4% do PIB, aproximando-se dos valores observados em 2023, o que pressionaria novamente a balança corrente e a posição externa líquida do país.

Paula Carvalho

Final de período, exceto quando é especificado o contrário

Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2019	Média 2020-2023	2024	2025	2026	2027
TAXAS DE JURO							
Dólar							
Fed funds (limite inferior)	3,18	0,54	1,75	4,25	3,50	3,00	3,00
SOFR 3 meses	3,62	1,01	2,09	4,37	3,71	3,10	3,07
SOFR 12 meses	3,86	1,48	2,39	4,19	3,48	3,10	2,78
Dívida pública 2 anos	3,70	1,04	2,06	4,24	3,51	3,50	3,75
Dívida pública 10 anos	4,69	2,57	2,31	4,40	4,14	4,50	4,60
Euro							
Depo BCE	2,05	0,20	0,61	3,09	2,00	2,00	2,00
Refi BCE	3,05	0,75	1,11	3,24	2,15	2,15	2,15
€STR	-	-0,54	0,52	3,06	1,93	1,94	1,97
Euribor 1 mês	3,18	0,50	0,57	2,89	1,92	2,00	2,03
Euribor 3 meses	3,24	0,65	0,70	2,83	2,05	2,04	2,06
Euribor 6 meses	3,29	0,78	0,87	2,63	2,14	2,12	2,11
Euribor 12 meses	3,40	0,96	1,04	2,44	2,27	2,23	2,18
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,35	0,56	2,02	2,13	2,04	2,00
Dívida pública 10 anos	4,30	1,54	0,72	2,22	2,84	2,95	2,90
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	1,69	0,92	2,26	2,39	2,57	2,60
Dívida pública 5 anos	3,91	2,19	1,07	2,48	2,64	2,88	2,92
Dívida pública 10 anos	4,42	3,17	1,61	2,90	3,28	3,45	3,50
Prémio de risco	11	164	90	68	45	50	60
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	3,33	0,76	2,03	2,16	2,17	2,17
Dívida pública 5 anos	3,96	3,94	0,98	2,15	2,49	2,62	2,64
Dívida pública 10 anos	4,49	4,67	1,52	2,68	3,14	3,40	3,45
Prémio de risco	19	314	81	46	31	45	55
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,12	1,05	1,17	1,20	1,20
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,87	0,83	0,87	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	66,0	64,8
Brent (euros/barril)	36,1	62,5	67,0	69,8	52,6	55,0	54,0

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	3,3	3,3	3,3	3,2
Países desenvolvidos	2,7	1,5	1,7	1,8	1,7	1,9	1,7
Estados Unidos	2,7	1,8	2,4	2,8	2,1	2,6	2,0
Zona Euro	2,3	0,9	1,1	0,8	1,5	1,3	1,5
Alemanha	1,6	1,3	0,2	-0,5	0,3	1,0	1,4
França	2,3	1,0	0,9	1,1	0,9	1,0	1,2
Itália	1,5	-0,3	1,5	0,5	0,7	0,8	1,1
Portugal	1,5	0,4	1,9	2,1	1,9	2,1	1,9
Espanha	3,6	0,7	1,1	3,5	2,8	2,4	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	1,1	1,3	0,7	1,4
Países emergentes e em desenvolvimento	6,3	4,9	3,5	4,3	4,4	4,2	4,1
China	10,6	8,0	4,9	5,0	5,0	4,5	4,0
Índia	7,2	6,7	4,6	7,3	7,5	6,6	6,4
Brasil	3,6	1,6	1,9	3,4	2,3	1,8	1,8
México	2,3	1,5	1,1	1,4	0,6	1,3	1,8
Rússia	-	1,4	1,5	4,3	0,9	1,1	1,1
Turquia	5,5	4,5	6,4	3,3	3,6	3,4	3,4
Polónia	4,1	3,7	2,6	3,0	3,6	3,5	3,2
INFLAÇÃO							
Mundial	4,1	3,7	5,9	5,8	4,1	3,9	3,5
Países desenvolvidos	2,1	1,6	3,9	2,6	2,5	2,2	2,1
Estados Unidos	2,7	1,8	4,5	2,9	2,6	2,6	2,2
Zona Euro	2,2	1,4	4,2	2,4	2,1	1,9	2,0
Alemanha	1,7	1,4	4,6	2,5	2,3	2,0	2,1
França	1,9	1,3	3,5	2,3	0,9	1,3	1,7
Itália	-0,1	1,4	4,1	1,1	1,6	1,5	1,8
Portugal	3,1	1,1	3,4	2,4	2,3	2,1	2,0
Espanha	3,2	1,3	3,7	2,8	2,7	2,4	2,2
Japão	-0,3	0,4	1,4	2,7	3,2	2,0	2,0
Reino Unido	1,6	2,3	5,0	2,5	3,4	2,5	2,1
Países emergentes e em desenvolvimento	6,9	5,6	7,3	7,9	5,1	5,1	4,4
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	4,2	3,8
México	5,2	4,2	5,6	4,7	3,8	3,9	3,8
Rússia	14,3	7,9	7,5	8,5	8,7	6,0	4,5
Turquia	22,6	9,6	39,5	58,5	34,9	26,1	19,9
Polónia	3,5	1,9	8,2	3,7	3,4	2,6	2,6

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

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

Economia portuguesa

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

Previsões

Economia espanhola

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

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

Previsões

O Médio Oriente deixa uma marca «furiosa» nos mercados financeiros

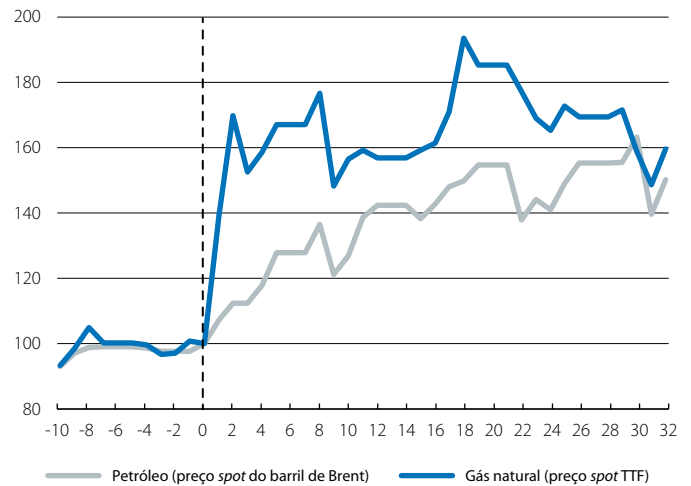
A incerteza geopolítica marca o ritmo dos mercados. O mês de março foi marcado por um aumento acentuado da volatilidade nos mercados financeiros mundiais, tendo como principal catalisador o conflito no Médio Oriente. A guerra gerou uma acentuada aversão ao risco, traduzida em quedas dos mercados bolsistas, picos de volatilidade, movimentos para ativos de refúgio e um forte aumento dos preços da energia e de outras matérias-primas. Estes preços mais elevados da energia, por sua vez, levaram a um aumento das expectativas de inflação a curto prazo, o que resultou num ajustamento significativo das expectativas de política monetária e num aumento das taxas de juro soberanas. Perante um contexto de grande incerteza quanto à duração e intensidade do conflito, os mercados reagiram de forma muito sensível a um fluxo constante de notícias, como declarações políticas, episódios de escalada militar (ataques israelitas a instalações energéticas ou envolvimento de atores regionais como os Houthis) e oscilações na retórica dos líderes internacionais. O tom geral dos mercados era de fragilidade e de sentimento instável. A persistência dos riscos geopolíticos e a incerteza quanto ao impacto do conflito fizeram com que, no início de abril, os mercados assistissem a algumas sessões de recuperação (encorajados pelas expectativas de um abrandamento das tensões e pelo anúncio de um cessar-fogo) e a novos dias de aversão ao risco (entre os receios de uma nova escalada militar).

A energia torna-se significativamente mais cara. O canal mais imediato de transmissão do conflito nos mercados financeiros foi o das matérias-primas energéticas. O Médio Oriente é um ponto crítico tanto para a produção como para o transporte global de hidrocarbonetos, com um papel particularmente importante para o Estreito de Ormuz, através do qual transitam cerca de 20% do crude e do gás natural mundiais, gerando fortes tensões nas expectativas de abastecimento. Assim, o preço do petróleo Brent registou uma recuperação muito acentuada, subindo mais de 60% desde o início do conflito e atingindo, em alguns momentos, níveis próximos dos 120 dólares por barril, o valor mais elevado desde 2022, após a invasão da Ucrânia. Por sua vez, o gás TTF na Europa também registou um aumento significativo, com aumentos superiores a 70% e picos de pouco mais de 60 euros/MWh nas horas de ponta. No final de março, os mercados de futuros continuavam a incorporar um cenário de preços estruturalmente mais elevados do que antes do conflito, com estimativas para o final do ano próximas dos 80 dólares por barril para o Brent e dos 50 euros/MWh para o gás, claramente acima dos níveis anteriores (68 dólares e 32 euros/MWh, respetivamente).

O aumento dos preços da energia repercutiu-se igualmente nos produtos derivados. Nos Estados Unidos, o preço da gasolina subiu para 4 dólares por galão, um aumento de quase 35% num só mês. Outros derivados, como os adubos, especialmente a ureia proveniente do Médio Oriente, também registaram fortes aumentos, que chegaram a atingir os 55%, o que poderá ter novas implicações para os preços agrícolas nos próximos trimestres. No caso de outras matérias-primas, a tensão foi mais moderada. Os metais industriais, como o alumínio, registaram aumentos mais contidos (cerca de 10%), enquanto os produtos agrícolas subiram menos de 5%. Os metais preciosos apresentaram uma queda de cerca de 10%, num movimento que reflete tanto a valorização do dólar

Matérias-primas

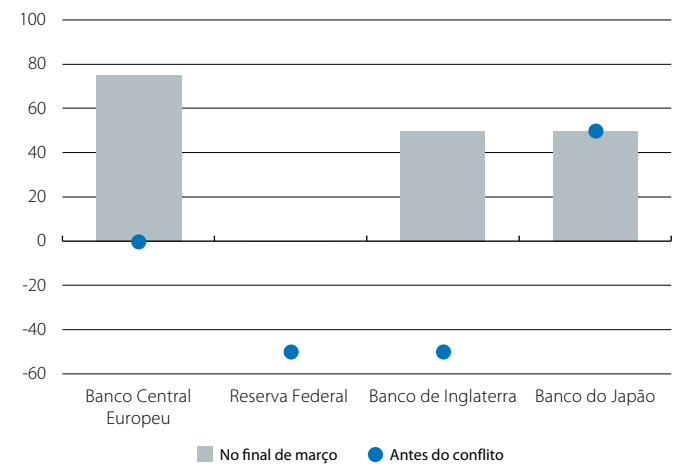
Índice (100 = dia 0 do conflito)



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

Variação das taxas de juro oficiais descontadas para 2026

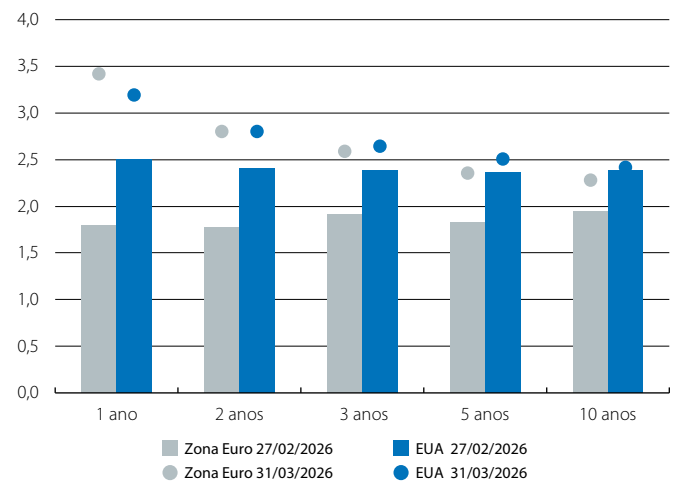
(p. b.)



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

Expetativas de inflação

Variação homóloga (%)



Nota: Expetativas de inflação cotadas através dos swaps de inflação.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg e Refinitiv Eikon.

como alguma correção do ouro e da prata após o forte rally do ano passado.

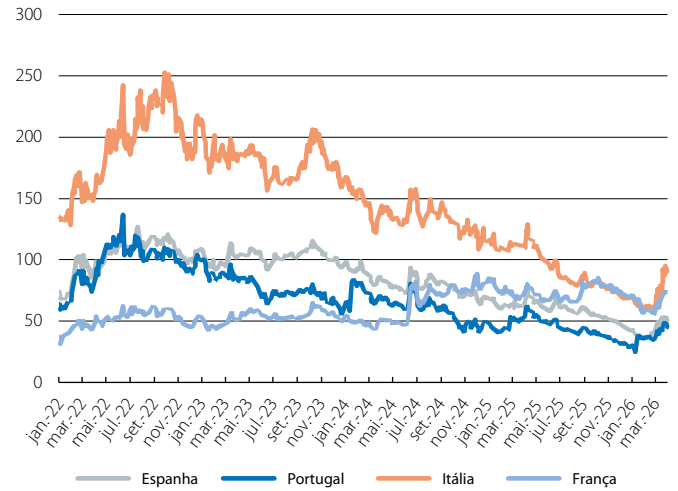
Os mercados preveem bancos centrais mais restritivos. O BCE manteve as taxas de juro inalteradas em 2,00% na reunião de março, mas reconheceu explicitamente os riscos inflacionistas decorrentes dos aumentos dos preços da energia relacionados com os conflitos. A instituição adotou, assim, um tom mais *hawkish*, e apontou para a possibilidade de uma maior restritividade da política monetária, caso se observe uma repercussão significativa dos custos da energia no conjunto do cabaz de preços. O BCE salientou que parte de uma posição neutra, o que lhe dá margem de manobra, e reiterou a sua abordagem dependente dos dados. Consequentemente, no final de março, os mercados começaram a descontar três subidas ao longo de 2026 (taxa *depo* em 2,75%), em comparação com a expectativa de estabilidade que prevalecia no início do ano. Este ajustamento repercutiu-se nas taxas de juro interbancárias, com a Euribor a 12 meses a subir 60 p. b. para 2,9%, o nível mais elevado desde setembro de 2024.

Por sua vez, nos EUA, a Fed adotou uma abordagem mais cautelosa ao conflito. Embora reconhecendo os riscos associados ao aumento dos preços da energia, considerou prematuro avaliar o seu impacto macroeconómico e optou por centrar a sua comunicação no equilíbrio dos riscos internos. Nomeadamente, a Fed estava preocupada com a evolução da inflação dos bens, afetada pelas tarifas, e com os sinais de fraqueza no mercado de trabalho. O seu presidente, Jerome Powell, indicou que, em princípio, estariam dispostos a «olhar para além» de um choque energético temporário, desde que as expectativas de inflação a longo prazo permaneçam bem ancoradas. Contudo, o tom geral foi cauteloso e evitou comprometer-se com uma trajetória específica para as taxas. Os mercados fizeram uma leitura *hawkish* das mensagens e adiaram o próximo corte de taxas para meados de 2027, depois de o impacto do *choque* energético se ter dissipado, antecipando assim uma Fed em pausa em 2026. A inversão das expectativas alargou-se a outras economias. No Reino Unido, a mudança foi particularmente notória, com os investidores a passarem da antecipação de dois cortes nas taxas para o desconto de duas a três subidas das taxas em 2026. Entretanto, no Japão, reforçaram-se as expectativas de pelo menos duas subidas das taxas de juro.

As yields soberanas refletem os riscos de inflação e a reviravolta nas expectativas da política monetária. Os mercados de dívida soberana refletiram claramente o impacto combinado do aumento dos preços da energia e das expectativas de uma política monetária mais restritiva. Em termos globais, as taxas de juro subiram significativamente, com movimentos particularmente notáveis no segmento curto do intervalo. Na Alemanha e nos EUA, as taxas de curto prazo subiram cerca de 60 e 40 p. b., respetivamente, em março. Os prémios de risco na periferia da Zona Euro também se tornaram mais restritivos, sobretudo em Itália (dada a maior dependência energética do país), mas os seus níveis mantiveram-se contidos, em especial em Espanha e Portugal (que fecharam março em 50 p. b. e 45 p. b., respetivamente). É de salientar a recuperação das taxas de longo prazo nos EUA (também em cerca de 40 p. b.): embora as expectativas de inflação a longo prazo tenham permanecido relativamente ancoradas, o aumento das taxas nominais explica-se, em grande medida, por um aumento das taxas reais. Este facto sugere que os investidores estão a exigir rentabilidades mais elevadas para compensar a incerteza futura, quer devido a uma maior volatilidade da inflação,

Prémios de risco soberanos

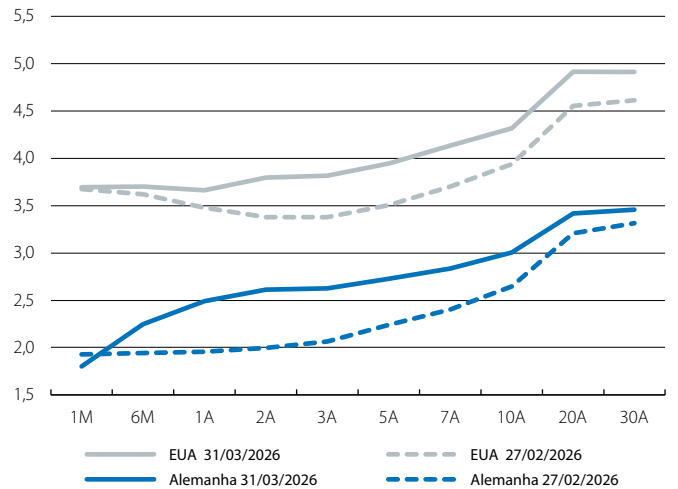
(p. b.)



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

Curvas das yields soberanas

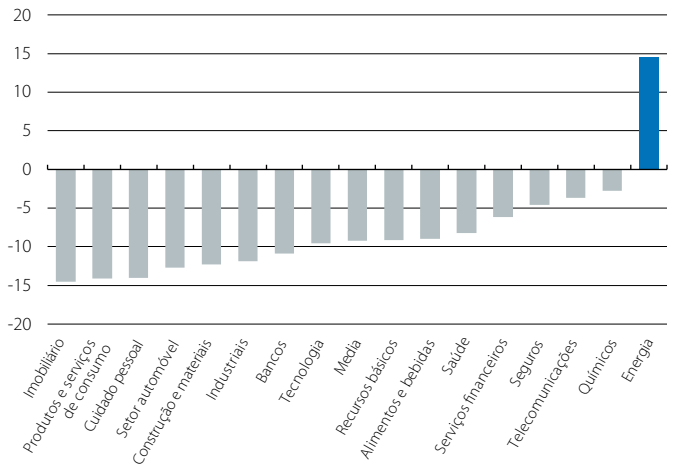
(%)



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

Eurostoxx 600: setores

Variação (%)



Nota: Variação entre 27/02/2026 e 31/03/2026. Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

quer devido a um mundo de maior incerteza, com a deterioração das finanças públicas como pano de fundo.

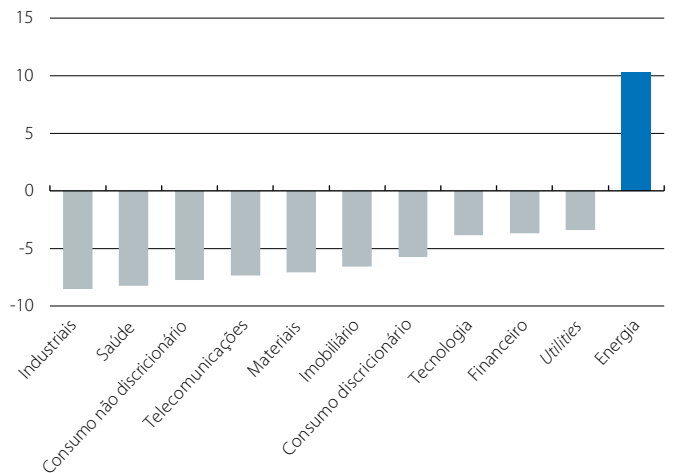
Só o setor da energia é poupado às quedas das bolsas. O aumento da incerteza geopolítica e as condições financeiras mais restritivas resultaram em quedas generalizadas nos mercados bolsistas mundiais. As quedas acumuladas desde o início do conflito aproximaram-se de 10% no fecho de março, tanto nas economias avançadas como nas emergentes, e a maioria dos índices apresenta perdas no acumulado do ano. Na Ásia, as quedas foram particularmente acentuadas, devido à forte dependência energética da região em relação ao Médio Oriente. Em termos setoriais, as perdas foram generalizadas, destacando-se os setores mais cíclicos, como a indústria, o turismo e o imobiliário. Destacou-se a relativa resiliência dos setores defensivos, como *utilities*, bem como do setor tecnológico norte-americano. As grandes empresas tecnológicas, que já vinham de um período de correção antes do conflito devido a avaliações elevadas e a dúvidas sobre a rentabilidade de investimentos massivos em IA, apresentaram um desempenho comparativamente mais forte do que outros setores, apoiado pela sua menor exposição direta ao ciclo energético. O único setor a registar ganhos foi o da energia, impulsionado pela perspectiva de lucros mais elevados na sequência da subida dos preços das matérias-primas.

O dólar recupera parte da atratividade enquanto ativo de refúgio. No mercado cambial, o dólar foi o principal beneficiário deste episódio de aversão ao risco. Após um ano de 2025 caracterizado por uma tendência de depreciação, a moeda americana recuperou terreno face aos seus principais pares, impulsionada tanto pelo seu estatuto de porto seguro como pela exposição relativamente menor da economia americana a conflitos. No âmbito do G10, a libra esterlina e o iene japonês registaram um melhor desempenho relativo, com depreciações moderadas, enquanto o euro foi transacionado em torno de 1,15 durante o mês, abaixo dos níveis de 1,18 registados antes do conflito. Moedas como a coroa sueca registaram uma queda mais acentuada. No continente asiático, as moedas mais expostas e dependentes do fluxo de energia do Golfo, como o won sul-coreano e o dólar taiwanês, desvalorizaram mais de 4%, enquanto o renminbi chinês permaneceu relativamente estável (a China acumulou grandes reservas de crude e está mais bem posicionada em termos de oferta no contexto atual). Na América Latina, foram observadas divergências em função da exposição às matérias-primas. O peso colombiano, apoiado pelo seu estatuto de exportador de crude, valorizou-se, enquanto outras moedas, como o peso chileno, caíram.

Elevada volatilidade num ambiente incerto. Em termos gerais, o mês de março caracterizou-se por um ambiente de elevada volatilidade, com indicadores como o VIX a subirem acima dos 30 pontos em momentos de maior tensão, níveis que não se verificavam desde o *Liberation Day* em abril de 2025. No futuro, a evolução do conflito continuará a ser o principal fator determinante para os mercados financeiros. Mais especificamente, a duração, a intensidade e as consequências destas tensões serão fundamentais para avaliar o impacto na energia e a sua transmissão ao resto do cabaz de preços, à economia mundial e, por conseguinte, à trajetória da política monetária e das condições financeiras. Entretanto, os mercados continuarão a navegar num ambiente de grande incerteza que aumenta a propensão para episódios de volatilidade.

S&P 500: setores

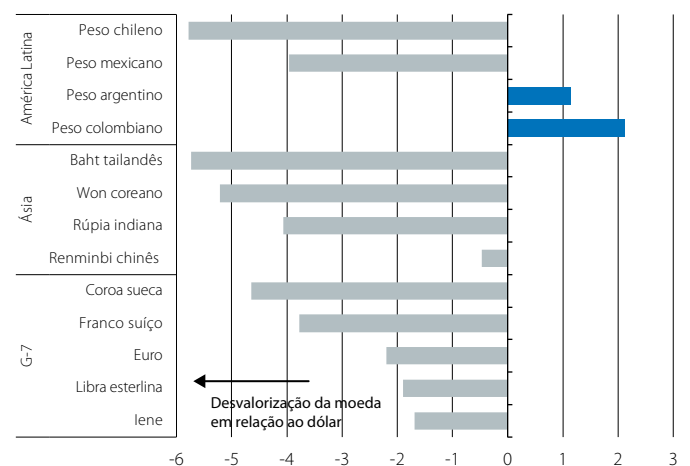
Varição (%)



Nota: Variação entre 27/02/2026 e 31/03/2026.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

Moedas em relação ao dólar americano

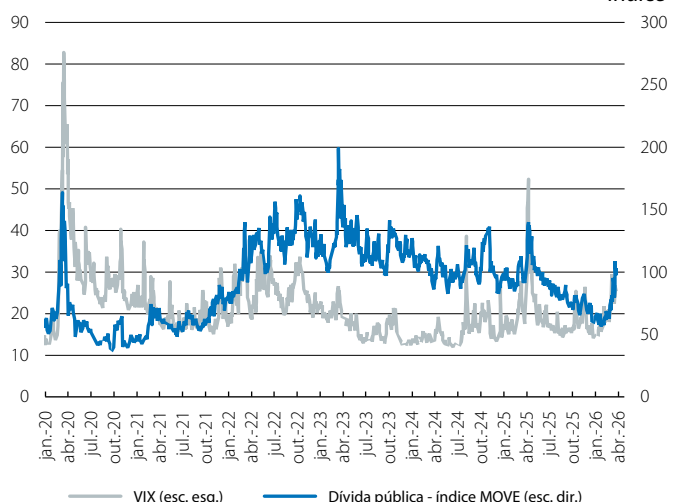
Varição (%)



Nota: Variação entre 27/02/2026 e 31/03/2026.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

Volatilidade implícita

Índice



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

O mercado do petróleo, no mundo do desconhecido

A designada terceira guerra do Golfo criou a maior perturbação na história do mercado mundial da energia. A principal fonte de tensão é o Estreito de Ormuz, uma via marítima fundamental através da qual circulam cerca de 20% do petróleo e do gás natural liquefeito (GNL) do mundo. Com o estreito praticamente fechado, grande parte da produção de energia da região fica bloqueada. Os mercados da energia refletiram este cenário: os preços do petróleo flutuaram em torno dos 100 dólares por barril nas últimas semanas de março, devido a perturbações no fornecimento, ataques a petroleiros e danos nas infraestruturas energéticas.

Situação pré-conflito: fundamentos sólidos mas com riscos

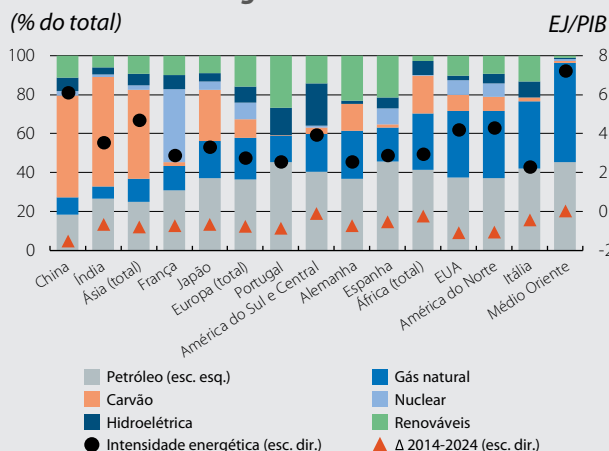
Até ao início do conflito, o mercado encontrava-se numa posição confortável, com a oferta a crescer mais rapidamente do que a procura. Um excedente de cerca de 1,5-2,0 milhões de barris por dia (mb/d) foi impulsionado pelo aumento da produção não-OPEP, pela inversão acelerada dos cortes da OPEP+ e pelo crescimento moderado da procura.¹ Por outro lado, as reservas mundiais de petróleo (crude e derivados) situavam-se perto dos 8.200 milhões de barris, o que equivale a cerca de 80 dias de consumo global, o nível mais elevado dos últimos cinco anos e acima da média histórica.² Tudo isto apontava para um preço fundamental do Brent relativamente contido (próximo dos 60 dólares/barril), ao qual se juntava um prémio de risco, associado à acumulação de riscos geopolíticos e conflitos em regiões com potencial desestabilizador do mercado.

Ormuz, um estreito crucial: uma artéria vital para a economia global

O tráfego de petróleo através do Estreito de Ormuz é historicamente próximo de cerca de 20 mb/d. Segundo os dados diários sobre os fluxos que atravessam o estreito, registou-se uma queda do tráfego superior a 90% desde o início do conflito. Neste contexto, existem formas alternativas de os países do Golfo reorientarem parte dos fluxos de petróleo,³ mas mesmo com estas alternativas, o encerramento de Ormuz implica uma perda de abastecimento de cerca de 15 mb/d.

1. A Agência Internacional de Energia (IEA) esperava um crescimento médio da oferta de 2,4 mb/d em 2026 (vs. 3,1 mb/d em 2025), face a um crescimento da procura de 0,9 mb/d em 2026 (vs. 0,8 mb/d em 2025). Ver o «Oil Market Report» de fevereiro de 2026.
 2. Aproximadamente metade destas encontram-se nos países da OCDE, dos quais 1.250 milhões de barris são detidos pelos governos (reservas de emergência) e outros 600 milhões de barris são reservas da indústria detidas por obrigação governamental.
 3. O oleoduto Este-Oeste, que liga os campos petrolíferos do leste da Península Arábica ao porto de Yanbu, no Mar Vermelho, tem capacidade para transportar até 7 mb/d (vs. uma utilização de 1,5-2 mb/d em 2025). O oleoduto de Abu Dhabi, que liga as refinarias dos EAU ao porto de Fujairah, no Golfo de Omã, tem uma capacidade limitada de redirecionamento, dada a sua elevada utilização e vulnerabilidade aos ataques iranianos.

Global: fontes de consumo primário de energia e intensidade energética



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Energy Institute.

Alguns fatores que podem atenuar este choque de oferta já estão em vigor. A IEA anunciou a libertação de 400 milhões de barris de reservas estratégicas, embora com incertezas quanto ao ritmo de libertação, que poderá situar-se entre 1 e 3 mb/d. Acrescente-se a isto a libertação de reservas estratégicas de países não pertencentes à OCDE e a entrada no mercado de crude sancionado, cuja contribuição poderia acrescentar 2-3 mb/d.⁴ Tendo em conta a libertação de reservas, a curto prazo, o impacto líquido do encerramento do Estreito de Ormuz situar-se-ia entre 8 e 12 mb/d, o que significaria a perda de cerca de 300 milhões de barris de petróleo num mês de conflito. Estes níveis são significativos, mas controláveis em cenários de conflito de curta duração. Depois de terminado o conflito, não se sabe quanto tempo será necessário para que os fluxos através de Ormuz regressem aos níveis históricos. Nomeadamente, a deterioração das condições de segurança no estreito ou os danos causados às infraestruturas logísticas e produtivas da região poderão implicar períodos mais longos para o restabelecimento dos fluxos comerciais.

À medida que o conflito se prolonga e se acumulam desequilíbrios entre a oferta e a procura de petróleo, aumenta também a probabilidade de cenários em que os preços poderão ser substancialmente mais elevados do que foi registado em março, numa tentativa de moderar uma procura altamente inelástica.⁵ A recuperação dos níveis de pro-

4. Estima-se, nomeadamente, que a China acumule reservas estratégicas superiores a 1.000 milhões de barris (equivalentes a cerca de 90 dias de consumo interno), embora ainda não tenha anunciado a libertação de reservas. Nos últimos anos, assistiu-se a uma acumulação de crude sancionado pela Rússia e pelo Irão armazenado em navios. Prevê-se que existam 100-150 milhões de barris de crude iraniano sob sanção (de um total de quase 300 milhões).
 5. A título de referência, em março de 2022, o preço do Brent estava próximo dos 140 dólares por barril.

dução anteriores ao conflito pode exigir prazos mais longos e aumentar os riscos de uma deterioração estrutural da capacidade produtiva.

Uma dependência global do Golfo, mas uma geografia variável

Apesar da natureza global do choque, o seu impacto será assimétrico. Por um lado, a dependência direta dos fluxos de energia do Golfo varia muito de país para país. Cerca de 90% destina-se à Ásia e aproximadamente metade do cruze importado pela Índia e pela China tem origem na região,⁶ um valor que excede 70% no caso da Coreia do Sul e 80% no Japão. Em comparação, no caso da UE, as importações de cruze do Golfo representam entre 10 e 20% do total.⁷

Por outro lado, o cabaz energético varia significativamente entre países, tal como a sua intensidade energética, ou seja, a quantidade de energia necessária para a atividade económica. Num extremo estão os próprios países do Médio Oriente, com uma intensidade energética muito elevada e um consumo de energia primária derivado quase exclusivamente do petróleo e do gás. A Ásia emergente é também altamente intensiva em energia, especialmente a China, mas com um consumo intensivo de carvão. Entre as economias avançadas, geralmente menos intensivas em energia, destacam-se os casos de França ou do Japão, com menor dependência do petróleo e do gás, e dos EUA ou de Itália, com modelos energéticos intensivos em combustíveis fósseis.⁸

Duração do conflito: uma incógnita (conhecida) fundamental

O impacto económico do conflito será transmitido através de vários canais, incluindo a energia, o comércio internacional, as condições financeiras e a incerteza, cuja intensidade

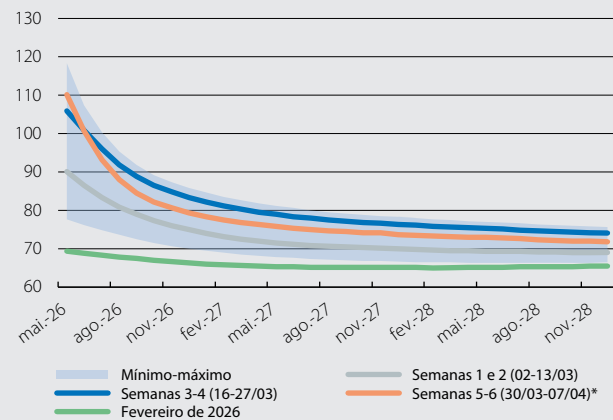
6. Ambos os países são os maiores importadores de cruze da Rússia, que representa cerca de 35% das importações de cruze da Índia e 20% das importações da China.

7. No caso do gás natural, a situação é um pouco diferente. Embora o Qatar seja o maior exportador mundial de GNL, as dependências observadas dos fluxos provenientes da região são um pouco menores e os volumes de importação são também significativamente inferiores. Além disso, cerca de 20% das importações de GNL da China provêm da região, embora estas importações sejam largamente ultrapassadas pelas importações por gasoduto. O Japão ou a Índia também apresentam uma dependência limitada da região, enquanto o Paquistão e a Coreia apresentam dependências um pouco mais elevadas. Outros grandes exportadores de gás natural para a Ásia são a Rússia, a Austrália, os EUA e a Malásia. No caso da UE, cerca de 5% das importações de GNL provêm do Golfo. Em contrapartida, ao contrário do petróleo, o custo de armazenamento do GNL implica existências de gás natural substancialmente mais reduzidas, o que aumenta a vulnerabilidade das economias mais dependentes do gás natural às perturbações do aprovisionamento e às flutuações dos preços.

8. Para mais pormenores sobre o impacto setorial e as implicações para a política monetária na Zona Euro, consultar os Focus «Mapa de exposição e relevância geo-económica do Médio Oriente» e «Tensões energéticas, inflação e política monetária na Zona Euro», incluídos na presente publicação.

Petróleo: preço dos futuros

(Dólares por barril)

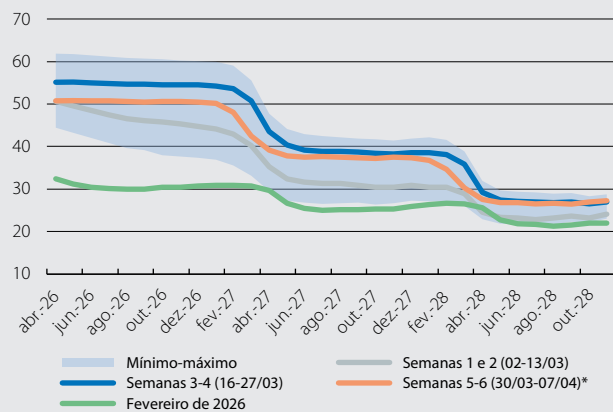


Nota: * São utilizados os dados de fecho do mercado a 7 de abril.

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

Gás natural: preço dos futuros

(Euros por MWh)



Nota: * São utilizados os dados de fecho do mercado em 7 de abril.

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

e extensão dependerão da duração do conflito e da credibilidade de um eventual cessar-fogo.

Entre os fatores que podem prolongar o conflito contam-se a capacidade da liderança iraniana para manter um *statu quo* interno e recorrer com êxito a estratégias de guerra assimétricas, a ambiguidade dos objetivos militares dos EUA e de Israel, o risco de uma escalada regional e a dificuldade de chegar a um cessar-fogo se forem impostas condições maximalistas. Em contrapartida, o calendário eleitoral dos EUA, o enfraquecimento da liderança iraniana e os danos nas infraestruturas aumentam os custos políticos e económicos do prolongamento das hostilidades. Seja como for, é de prever que, mesmo com um cessar-fogo rápido, o cenário a médio prazo continue a ser marcado por riscos significativos de novas tensões.

Perante um conjunto considerável de incógnitas conhecidas (*known unknowns*), como a duração do conflito ou a extensão dos danos causados às infraestruturas energéticas, a reação do mercado durante o primeiro mês do conflito

pode ser explicada por diferentes categorias de incerteza.⁹ Por um lado, uma certa intuição (*unknown known*) que pelo menos uma das partes não estará disposta a envolver-se num conflito prolongado, obrigando-as a suportar os custos crescentes de tal rutura. No final de março, com os futuros do Brent a rondarem os 80 dólares por barril (contra 65 dólares em fevereiro) e os futuros do gás natural a rondarem os 50 euros (contra 30 euros em fevereiro), os mercados parecem antecipar um conflito de duração contida, com danos estruturais limitados e um cessar-fogo estável, bem como uma recuperação dos fluxos comerciais através de Ormuz. Por outro lado, o ambiente de elevados riscos geopolíticos e de intensa volatilidade do mercado sugere uma distribuição do risco com uma considerável cauda negativa (*unknown unknowns*).

9. A Matriz de Rumsfeld, popularizada pelo antigo Secretário da Defesa dos EUA, Donald Rumsfeld, numa conferência de imprensa em 2002, durante a Guerra do Iraque, é um quadro de análise da informação e da incerteza na tomada de decisões estratégicas. Distingue quatro tipos de conhecimento. Os *known knowns* são factos que conhecemos e compreendemos bem e que constituem a base para a tomada de decisões. Os *known unknowns* são aspetos que sabemos que existem, mas sobre os quais falta informação. Os *unknown knowns* são conhecimentos que possuímos, mas que não reconhecemos ou utilizamos conscientemente, como a experiência acumulada ou a intuição. Finalmente, os *unknown unknowns* são fatores que não conhecemos e não podemos antecipar e que muitas vezes envolvem os maiores riscos, como eventos extremos (ou «cisnes negros») e riscos não identificados.

Taxas de juro (%)

	31-março	28-fevereiro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2026 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	2,15	2,15	0	0	-50
Euribor 3 meses	2,08	2,01	7	5	-25
Euribor 12 meses	2,87	2,22	65	63	55
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	2,51	1,97	54	49	51
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,62	2,00	62	49	60
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	3,00	2,64	36	15	28
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,51	3,06	44	22	14
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,45	3,00	45	30	21
EUA					
Fed funds (limite inferior)	3,50	3,50	0	0	-75
SOFR 3 meses	3,68	3,67	2	3	-62
Dívida pública a 1 ano	3,65	3,47	18	18	-38
Dívida pública a 2 anos	3,79	3,37	42	32	-12
Dívida pública a 10 anos	4,32	3,94	38	15	7

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-março	28-fevereiro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2026 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	72	55	16	21,0	9,4
Itraxx Financeiro Sénior	78	59	19	23,4	10,0
Itraxx Financeiro Subordinado	134	101	32	40,6	14,8

Taxas de câmbio

	31-março	28-fevereiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2026 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,155	1,181	-2,2	-1,6	6,7
EUR/JPY (ienes por euro)	183,380	184,360	-0,5	-0,3	13,0
EUR/GBP (libras por euro)	0,873	0,876	-0,3	0,2	4,4
USD/JPY (ienes por dólar)	158,720	156,050	1,7	1,3	5,9

Matérias-primas

	31-março	28-fevereiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2026 (%)	Varição homóloga (%)
Índice Bloomberg de matérias primas	135,2	121,7	11,1	23,3	27,8
Brent (\$/barril)	118,4	72,5	63,3	94,5	60,7
Ouro (\$/onça)	4.668,1	5.278,9	-11,6	8,1	51,3

Mercado acionista

	31-março	28-fevereiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2026 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	6.528,5	6.878,9	-5,1	-4,6	17,0
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	5.569,7	6.138,4	-9,3	-3,8	4,5
Ibex 35 (Espanha)	17.049,6	18.360,8	-7,1	-1,5	28,1
PSI 20 (Portugal)	9.131,6	9.276,1	-1,6	10,5	31,4
Nikkei 225 (Japão)	51.063,7	58.850,3	-13,2	1,4	37,6
MSCI emergentes	1.397,2	1.610,7	-13,3	-0,5	24,7

Um choque energético incerto pesa sobre a economia mundial

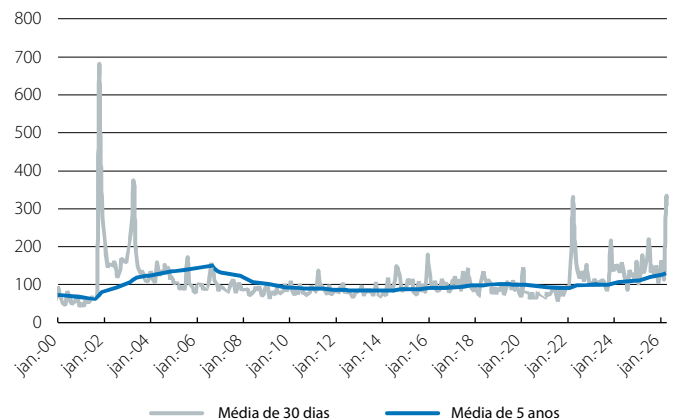
Um novo choque global, com coordenadas ainda indefinidas. Confrontada com o maior choque petrolífero das últimas décadas, a economia mundial está a preparar-se para as consequências do encerramento do Estreito de Ormuz, através do qual circulam cerca de 20% do petróleo e do GNL produzidos e consumidos a nível mundial. Durante o mês de março, o conflito foi marcado por um elevado grau de volatilidade nos mercados financeiros, com especial incidência no mercado energético (ver Conjuntura dos Mercados Financeiros). Apesar da incerteza em relação a duas variáveis-chave, a duração do conflito e a extensão dos danos nas principais infraestruturas, o preço do Brent aproximou-se dos 100 dólares por barril (perto de 70 dólares em fevereiro), enquanto os preços dos contratos de futuros até ao final do ano situaram-se acima dos 80 dólares. No que diz respeito ao gás, os preços estavam acima dos 50 euros por MWh para contratos até ao próximo inverno. Os preços são compatíveis com cenários de conflito de curta duração e danos limitados à capacidade produtiva na região do Golfo, mas com uma longa cauda de riscos.

Dados de março apontam para uma deterioração nos serviços. Os PMI da Zona Euro mostram um desempenho misto em março. O índice de serviços caiu para 50,2 pontos (vs. 51,9 anteriormente) e o setor da indústria transformadora subiu para 51,6 pontos (vs. 50,8 anteriormente). As subcomponentes de preços apontam para um aumento dos preços dos *inputs* que ainda não está a ser repercutido nos preços finais. Por países, França situou-se na zona de contração (48,8 pontos vs. 49,9 anteriormente), enquanto a Alemanha permaneceu na zona de expansão, embora também tenha apresentado uma queda significativa (51,9 pontos vs. 53,2 anteriormente). Os principais índices de confiança empresarial alemães confirmam a deterioração do sentimento em março. O Ifo caiu 2,0 pontos (para 86,4, abaixo do valor de referência de 100 pontos), uma vez que a componente das expectativas caiu acentuadamente, enquanto o índice ZEW mostra que a percentagem de inquiridos que antecipam uma deterioração da atividade aumentou acentuadamente este mês. Nos Estados Unidos, o PMI dos serviços também caiu (49,8 pontos vs. 51,7 anteriormente) e o PMI da indústria transformadora recuperou (52,3 pontos vs. 51,6 anteriormente) devido a uma produção e novas encomendas mais fortes. O PMI dos EUA aponta também para um forte aumento dos custos de produção e uma rápida repercussão nos preços finais, com a subcomponente dos preços finais a registar o aumento mais forte desde 2022.

A economia dos EUA já não está a crescer a pique. A segunda estimativa dos dados do PIB do 4T 2025 coloca o seu crescimento em cadeia em 0,2%, em comparação com 0,4% na primeira estimativa, deixando o seu crescimento médio em 2025 em 2,1% (vs. 2,2% anteriormente). Nomeadamente, o crescimento em cadeia do consumo público foi revisto em baixa para -1,5% (-0,2 p. p.), refletindo o facto de o encerramento do Governo federal ter tido um peso maior do que o esperado. O consumo privado e o investimento também sofreram ligeiras revisões em baixa, mas mantiveram taxas de crescimento dinâmicas. Por outro lado, o forte aumento do emprego em março (+178.000 funcionários) expli-

Global: risco geopolítico

Índice (100 = média 1985-2019)

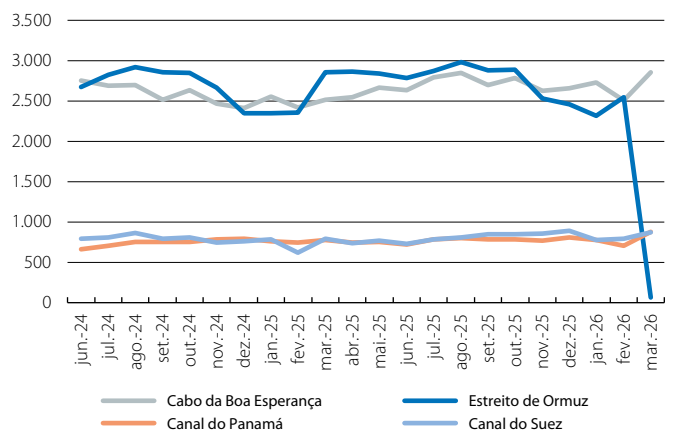


Nota: O índice é construído a partir de artigos de jornais, através da pesquisa de palavras-chave relacionadas com riscos geopolíticos nos arquivos eletrónicos de 10 jornais publicados em inglês. Um valor mais elevado para o índice indica um risco acrescido.

Fonte: BPI Research, com base em dados de Caldara, D. e Iacoviello, M. (2022), «Measuring Geopolitical Risk» (baixados de <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm> a 07/04/2026).

Global: tráfego de navios nas principais vias marítimas

Número de navios

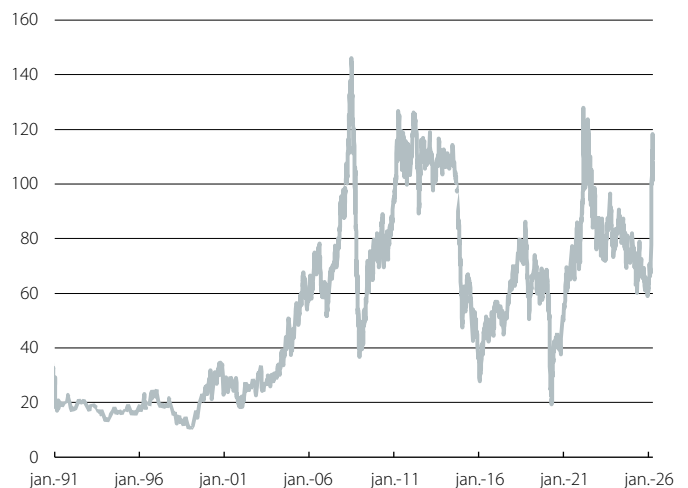


Nota: São utilizados dados mensais de tráfego de navios por quatro principais pontos críticos (chokepoints) para o tráfego marítimo.

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

Preço do petróleo do Brent

(Dólares por barril)



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

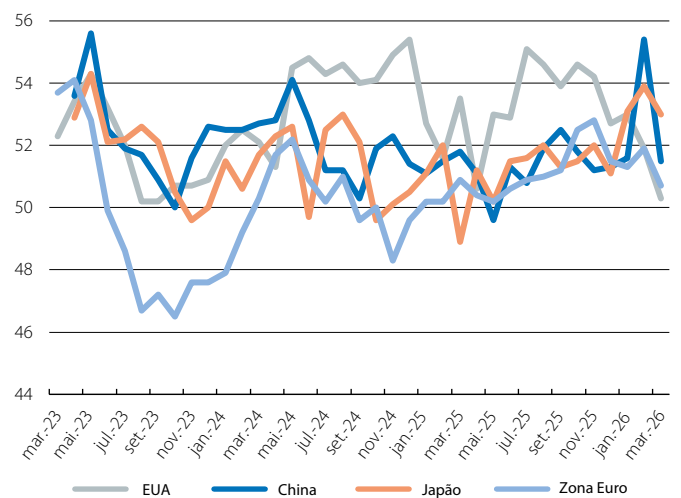
ca-se principalmente por efeitos temporários, como a inversão dos efeitos das greves e do tempo mais ameno, e não por uma retoma estrutural do mercado de trabalho. Registraram-se ganhos em setores como os cuidados de saúde, a construção, o lazer e a indústria transformadora, ao passo que os serviços tecnológicos, de informação e financeiros continuaram a cair. Do mesmo modo, a criação média de postos de trabalho nos EUA situou-se em 68.300 funcionários no 1T, com a tendência recente a mostrar um mercado de trabalho praticamente estagnado.

A inflação sente o primeiro impacto do aumento dos preços da energia. Face ao aumento dos preços da energia, a inflação global na Zona Euro subiu 6 décimas em março para 2,5%, enquanto a inflação subjacente (excluindo produtos alimentares e energia) caiu para 2,3% (vs. 2,4% anteriormente). A componente energética passou de uma queda de 3% em fevereiro para um aumento de 5% em março. Em contrapartida, as pressões sobre os preços abrandaram no resto do cabaz, com destaque para os serviços, tendo a inflação regressado a 3,2% em termos homólogos após a recuperação em fevereiro. Estes dados traduzem uma dinâmica favorável antes do conflito no Médio Oriente, embora possam ser afetados no futuro pelo aumento dos preços da energia e pela questão fundamental, para o BCE, de saber se este aumento se repercute no resto do cabaz. Nos Estados Unidos, a inflação manteve-se estável em fevereiro: 2,4% a global em termos homólogos e 2,5% a subjacente, o mesmo que em janeiro. No entanto, o deflator do consumo privado mostra que a inflação subjacente continua acima dos 3%, enquanto a inflação dos preços no produtor recuperou 0,5 p. p. em fevereiro para 3,4%. Estas pressões inflacionistas são mais fortes do que na Zona Euro e podem implicar uma trajetória mais cautelosa do que o previsto por parte da Fed.

As economias asiáticas começam o ano sob as mesmas condições: a força japonesa, a força chinesa e a subida dos preços. No Japão, o inquérito Tankan mostrou uma dinâmica positiva no 1T. O índice de condições para as grandes empresas da indústria transformadora aumentou de 16 para 17, perto do seu pico de 18 pontos em 2021. O índice do setor não transformador situou-se em 36, o nível mais elevado desde a década de 1990. Os índices de preços dos grandes fabricantes, por outro lado, aumentaram, embora ainda longe dos níveis registados nos últimos anos. Na China, a economia acelerou no 1T, principalmente graças ao dinamismo das exportações. A produção industrial cresceu 6,3% em janeiro e fevereiro (vs. 5,2% em dezembro), enquanto as vendas a retalho recuperaram (2,8% em termos homólogos vs. 0,9% em dezembro) e o investimento fixo em áreas urbanas regressou a terreno positivo, embora ainda a níveis muito contidos. Neste contexto, o PMI oficial da indústria transformadora aumentou de 49,0 para 50,4 em março, enquanto o PMI da RatingDog, cuja amostra inclui empresas relativamente mais expostas ao exterior, diminuiu de 52,1 para 50,8. Contudo, as pressões sobre os preços registaram uma forte recuperação. A subcomponente dos preços dos fatores de produção saltou de 54,3 para 60,5 pontos, enquanto a subcomponente dos preços de venda se situou em 53,8 pontos, um máximo de quatro anos. Quanto aos serviços, o PMI oficial subiu de 49,7 para 50,1, confirmando que as famílias chinesas podem ser menos afetadas pelo aumento dos preços globais da energia num ambiente de inflação baixa e preços regulados.

Global: PMI composto

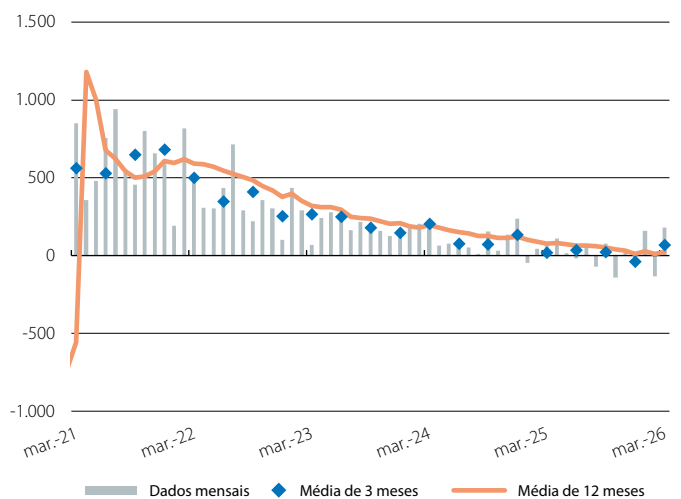
Índice



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

EUA: emprego

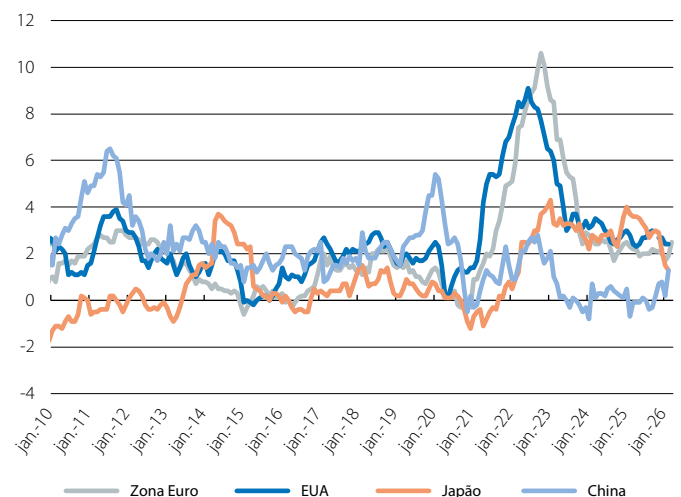
Varição mensal (milhares de empregos)



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

Global: IPC global

Varição homóloga (%)



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

Mapa de exposição e relevância geoeconómica do Médio Oriente

As cadeias de abastecimento globais foram novamente abaladas na sequência do ataque conjunto EUA-Israel ao Irão e da subsequente propagação do conflito a outros países do Médio Oriente. Com as ressalvas da atual incerteza quanto à sua gravidade e duração, este novo choque está a preparar-se para ser a maior perturbação do comércio internacional desde a COVID-19. Para além da sua relevância como uma das principais zonas produtoras de petróleo, gás e derivados químicos do mundo, tem uma posição geográfica estratégica para o transporte marítimo de mercadorias e o transporte aéreo de passageiros entre a Europa e a Ásia. Isto significa que o aumento do preço dos *inputs* e a falta de fornecimentos críticos estão novamente a preocupar o tecido produtivo internacional (que, no caso da Europa, estava apenas a começar a recuperar dos efeitos da invasão russa da Ucrânia)¹ e, em última análise, as famílias devido à potencial erosão do seu poder de compra.

Um efeito setorial assimétrico diante do encarecimento global dos *inputs* energéticos

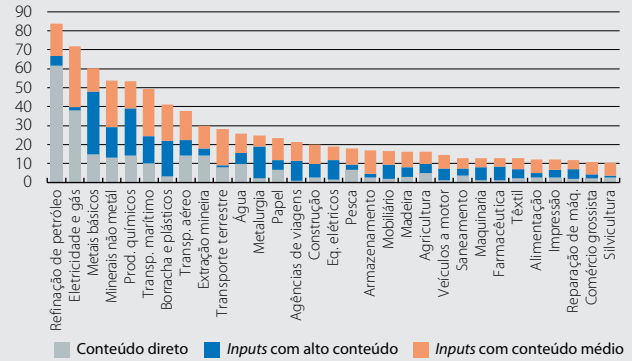
A Ásia é o principal destino das exportações de petróleo e gás do Médio Oriente, enquanto na Europa a dependência direta é mais moderada, embora relevante para alguns países.² Porém, a natureza global dos mercados de matérias-primas significa que o choque também se transmitiu a geografias com fontes de abastecimento distantes do conflito, e mesmo bem abastecidas, como a América do Norte. Em consequência, as empresas com utilização intensiva de petróleo e gás em todo o mundo foram expostas a custos de produção mais elevados. Os setores com maior exposição direta são a refinação e a produção de energia, a química e a metalurgia, os serviços de transporte, os materiais de construção e a agricultura (ver primeiro gráfico, com dados agregados para a UE). Há que acrescentar uma segunda camada a este impacto, através dos subprodutos: alguns, como os fertilizantes no início da cadeia de valor alimentar, têm um âmbito mais específico; outros funcionam como bens intermédios essenciais para diferentes ramos da indústria transformadora, como os plásticos e os metais na indústria automóvel, e outros têm um impacto mais generalizado, como a eletricidade, um *input* essencial para a maior parte da atividade económica e particularmente relevante para os centros de dados ligados à implantação da IA.³

Nos últimos anos, a UE tem vindo a reduzir a sua intensidade energética⁴ e, na sequência da invasão russa da Ucrânia,

1. Ver Focus «Caracterização do ciclo económico na UE: nem transversal, nem sólido» no IM01/2026.
2. Ver Focus «O mercado do petróleo, no mundo do desconhecido» nesta *Informação Mensal*.
3. Como prova desta relevância, a Administração Trump assinou, a 4 de março, uma proclamação com o compromisso de sete empresas tecnológicas de internalizar os custos de eletricidade que os centros de dados poderiam gerar para os consumidores.
4. Agência Internacional de Energia (2025), «Energy Efficiency 2025».

UE: atividades económicas com elevada intensidade energética

(% do valor da produção, 2023)

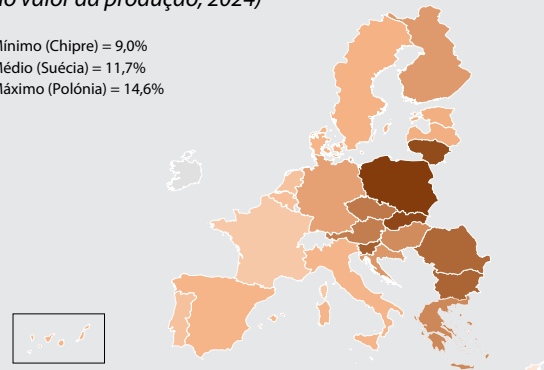


Notas: O conteúdo direto inclui produtos da exploração mineira, refinação de petróleo, eletricidade e gás. Os inputs de conteúdo elevado (médio) incluem os setores com conteúdo direto igual ou superior a 10% (5%) da produção.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

UE: conteúdo energético por país

(% do valor da produção, 2024)

- Mínimo (Chipre) = 9,0%
- Médio (Suécia) = 11,7%
- Máximo (Polónia) = 14,6%



Notas: Conteúdo energético médio de cada setor na UE-27, ponderado pelo peso do valor acrescentado setorial em cada Estado-Membro. O conteúdo energético é a soma do conteúdo direto e dos inputs com conteúdo elevado e médio. Dados não disponíveis para a Irlanda, Luxemburgo e Malta.
Fonte: BPI Research, com base em dados do Eurostat.

aplicou grandes esforços de diversificação.⁵ Mantém, no entanto, um elevado grau de dependência externa das suas fontes de energia primária. Além disso, o peso das energias renováveis na produção de eletricidade coexiste com um sistema marginalista em que os combustíveis fósseis, em geral, e o gás, em particular, continuam a ser os que frequentemente determinam o preço.⁶ Isto significa que a sensibilidade europeia aos mercados internacionais da energia continua a ser elevada. As diferenças entre os países devem-se, em grande parte, à estrutura de produção e ao peso dos setores intensivos em energia acima referidos: a Europa Oriental é a zona relativamente mais exposta, com a Polónia, a Eslováquia e a Lituânia à cabeça (ver segundo gráfico), e entre as maiores economias, a Alemanha tem a percentagem mais elevada de conteúdo energético e a França a mais baixa.

5. Ver Focus «A Europa enfrenta outra crise energética» nesta *Informação Mensal*.
6. Draghi, M. (2024), «The Future of European Competitiveness».

A relevância geoeconómica do Médio Oriente, para além da energia

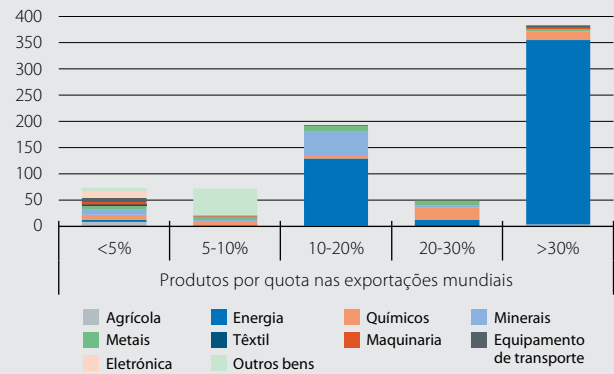
A importância económica do Médio Oriente vai muito para além dos mercados do petróleo e do gás, as fontes mais visíveis e de curto prazo dos efeitos da guerra. Países como a Arábia Saudita, o Qatar e os Emirados Árabes Unidos são importantes produtores e exportadores de produtos não energéticos, especialmente no setor químico e metalúrgico (ver terceiro gráfico). Entre estes incluem-se os nutrientes para a produção de fertilizantes, como a ureia, cuja produção no conjunto da região representa cerca de um terço das exportações mundiais e da qual a Índia e o Brasil são altamente dependentes. Também o fornecimento de matérias-primas essenciais para uma vasta gama de produtos plásticos, como o etilenglicol, o polietileno (PE) ou o polipropileno (PP), que representam mais de 25% da quota mundial, sendo a Ásia o principal cliente. O hélio, um gás nobre fundamental para a indústria de semicondutores, da qual a região é um dos principais fornecedores e em que Taiwan é um dos países mais dependentes. E o alumínio e as suas ligas (15% de quota), destinados à metalurgia, à indústria automóvel, à construção e à maquinaria, dos quais a Europa é um dos maiores compradores (ver o mapa das principais dependências de importação da UE no quarto gráfico).

Para além disso, a região é um ponto estratégico nas relações económicas entre a Europa e a Ásia. Tendo em conta a importância do Estreito de Ormuz como rota de exportação de petróleo e gás, o Canal do Suez é um dos *choke points* mais críticos no transporte marítimo global de mercadorias. Esta segunda rota já está sob grande tensão desde o final de 2023 devido aos ataques Houthi no Mar Vermelho em torno do estreito de Bab el-Mandeb, que provocaram uma queda de 50% no tráfego marítimo através deste ponto e aumentaram a extensão e a duração da rota para a Europa (em 6.500 quilómetros e 10-15 dias, respetivamente), desviando-a através do Cabo da Boa Esperança.⁷ Este facto provocou atrasos significativos na entrega de encomendas e taxas de frete mais elevadas nesta rota, o que é particularmente relevante para mercadorias de baixo valor unitário, como cargas a granel de cereais e fertilizantes ou manufaturas básicas, como mobiliário, têxteis e brinquedos. Tal situação pode ser agravada pelo alastramento dos conflitos no Médio Oriente. Recorde-se que a UE tem uma forte dependência da China em minerais críticos para a indústria automóvel e tecnológica,⁸ eletrónica de consumo (telemóveis e computadores portáteis) e equipamento elétrico (eletrodomésticos, baterias e geradores para utilização industrial).⁹

Finalmente, o papel de Dubai e Doha como *hubs* aéreos internacionais também deve ser destacado. Para além do

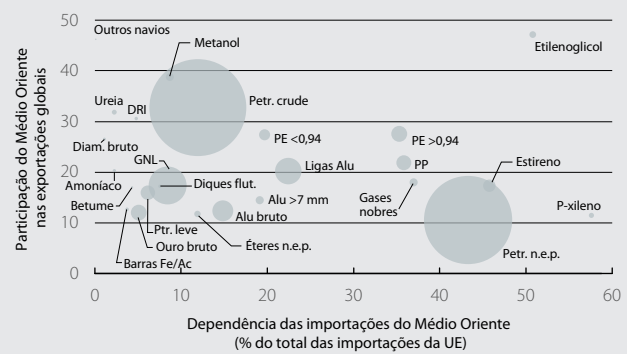
Exportações do Médio Oriente: por quota mundial e setor

(Mil milhões de dólares, 2024)



Nota: Soma das exportações do Irão, Iraque, EAU, Arábia Saudita, Qatar, Barém, Kuwait e Omã. Cálculos baseados nos produtos de 6 dígitos da classificação HS.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Atlas of Economic Complexity.

UE: dependência das importações do Médio Oriente
Produtos selecionados, 2025



Notas: Produtos de 6 dígitos da classificação HS em que o Médio Oriente tem uma quota de exportação mundial de 10% ou mais. O Médio Oriente inclui o Irão, o Iraque, os Emirados Árabes Unidos, a Arábia Saudita, o Qatar, o Barém, o Kuwait e Omã. A área dos círculos é proporcional ao valor das importações da UE provenientes do Médio Oriente.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat e do Atlas of Economic Complexity.

seu papel de ligação intercontinental entre a Europa, a Ásia e a África, a região tem vindo a adquirir uma importância crescente como destino turístico e de negócios através da promoção de grandes eventos internacionais, de congressos sectoriais e de um desenvolvimento notável das infraestruturas hoteleiras e de lazer. O aeroporto do Dubai, o segundo aeroporto mais movimentado do mundo e o primeiro em termos de tráfego internacional, atingiu em 2024 os 92 milhões de passageiros e o aeroporto de Doha os 53 milhões. O agravamento e o prolongamento da guerra no Irão poderiam desviar os fluxos aéreos e de viajantes para outras zonas, beneficiando potencialmente a Europa, como aconteceu durante a primavera Árabe em 2010 e, mais recentemente, na sequência dos conflitos abertos de Israel.

7. Nações Unidas (2025), «Review of maritime transport 2025: Staying the course in turbulent waters».
8. Ver Focus «A alquimia da China: como transforma minerais críticos em poder global no IM01/2026».
9. Veja o Focus «Dependências das importação e urgências competitivas para a indústria europeia» no IM07/2025.

A Europa enfrenta outra crise energética

A Europa, que antes do início do conflito armado no Irão, tinha expectativas relativamente otimistas para o ano, enfrenta agora o impacto de um novo aumento dos preços da energia. A invasão da Ucrânia em 2022 já tinha desencadeado uma crise de abastecimento importante e fez subir os preços do crude e, sobretudo, do gás natural, obrigando à aplicação de medidas fiscais para limitar o impacto na atividade. O conflito no Médio Oriente representa um novo choque energético e, embora a situação e os riscos sejam diferentes,¹ volta a colocar a tónica no modelo energético da Europa.

Não obstante os progressos significativos, a Europa continua a ser altamente dependente dos combustíveis fósseis

Apesar dos esforços desenvolvidos nos últimos anos para reduzir a intensidade energética da Europa e aumentar a quota-parte das energias renováveis como fontes de energia alternativas, a região continua a ser sensível à evolução dos preços da energia nos mercados internacionais. Com efeito, mais de 70% de toda a energia consumida na UE-27 é produzida a partir de fontes não renováveis.² Um dos principais consumidores de energia é o setor dos transportes, que representa quase um terço do consumo total de energia na UE e é quase inteiramente alimentado por derivados do petróleo, como a gasolina e o gasóleo, que já registaram um aumento significativo dos preços (quase 20% e 36%, respetivamente, ao longo do ano) e aumentaram os custos do setor. Em contrapartida, as famílias³ e o setor industrial são responsáveis, cada um, por cerca de 25% do consumo total de energia, principalmente através do gás natural e da eletricidade.

A eletricidade não é uma fonte de energia primária, mas o seu preço dependerá do custo dos *inputs* utilizados na sua produção. Os preços da eletricidade na Europa são fixados através de um sistema marginalista em que o preço final é determinado pela energia mais cara necessária para satisfazer a procura, que é frequentemente alimentada a gás, mesmo que não seja a principal fonte de produção.⁴ No

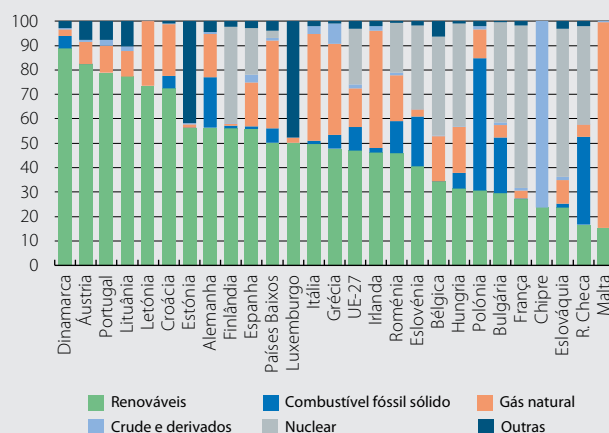
1. Ver o artigo «Tensões energéticas, inflação e política monetária na Zona Euro» nesta *Informação Mensal*.

2. Ver *Energy in Europe – 2026 edition*, Eurostat.

3. Refere-se ao consumo de energia nos agregados familiares. As despesas com gasolina/gasóleo suportadas pelas famílias nas suas deslocações são computadas no setor dos transportes. Ver <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32008R1099>.

4. A eletricidade não pode ser facilmente armazenada, pelo que na Europa se calcula todos os dias a quantidade de energia que será necessária em cada hora do dia seguinte. Em cada uma dessas horas, as centrais elétricas indicam a quantidade de eletricidade que podem produzir e o preço mínimo a que estão dispostas a oferecê-la. O mercado então ordena estas ofertas do preço mais baixo para o mais alto e aceita-as até que toda a procura esperada seja satisfeita. A última central necessária para satisfazer a procura, normalmente a mais cara de entre as centrais que entram, é a que determina o preço final da eletricidade para essa hora.

Europa: fontes de produção de eletricidade (% do total)



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

conjunto da UE, mais de 47% da eletricidade é produzida a partir de fontes renováveis, face a menos de 16% a partir do gás, ou 10% a partir do carvão e 23% a partir da energia nuclear. Contudo, o agregado esconde divergências importantes por país, o que é decisivo quando se avalia o impacto de um aumento dos preços dos combustíveis fósseis, especialmente nas economias com um peso significativo da indústria de elevada intensidade energética.⁵

Em termos gerais, as economias da Europa de Leste encontram-se numa posição mais desfavorável, quer porque estão no fundo do *ranking* da eficiência energética, quer devido ao seu cabaz energético e à sua estrutura de produção. A Polónia, nomeadamente, com uma indústria que representa quase um quinto da sua economia e consome quase 40% de toda a eletricidade do país, produz cerca de 54% da sua eletricidade com carvão⁶ e praticamente não tem energia nuclear. Além disso, a sua indústria intensiva em energia representa quase 7,0% do VAB total.

A Alemanha é igualmente digna de nota: o seu setor industrial, um dos maiores da Zona Euro (quase 21% do PIB), consome diretamente mais de 37% de todo o gás utilizado no país e quase 47% de toda a eletricidade, 18% da qual é gerada com gás e 21% com carvão. Já França é menos sensível, graças a um parque nuclear que cobre a maior parte da sua procura de eletricidade (cerca de 67%) e a uma economia

5. As indústrias intensivas em energia incluem os metais básicos, os produtos químicos, os minerais não metálicos, os produtos alimentares e o papel. Estes cinco setores consomem, em média, na UE-27, dois terços de toda a energia consumida em toda a indústria.

6. O conflito no Médio Oriente não afeta diretamente os preços do carvão, uma vez que a região não é produtora de carvão. Ora, o aumento dos preços ou a escassez de crude e/ou de gás podem levar a uma certa substituição destas fontes de energia pelo carvão, exercendo uma pressão ascendente no seu preço. De facto, durante a crise energética de 2021-2022, o preço do carvão quadruplicou e, desde o início do conflito no Médio Oriente, já aumentou quase 17%.

menos dependente do setor industrial (apenas 12% do PIB). Espanha e Itália, onde a indústria representa 14% e 18% do PIB, respetivamente, apresentam posições de partida diferentes. Em Espanha, a indústria é responsável por cerca de 60% do consumo nacional de gás natural e por quase 30% do consumo de eletricidade, embora tenha reduzido a produção a carvão para menos de 1% e combine 56% de energias renováveis com 19% de energia nuclear, o que lhe dá alguma margem de manobra. Itália é, no entanto, mais vulnerável, uma vez que a sua indústria representa mais de 30% de todo o consumo nacional de gás natural e eletricidade, mas 44% da eletricidade é gerada com gás e o peso das energias renováveis na sua produção é o mais baixo entre as quatro grandes economias da Zona Euro.

Uma nova crise, uma nova oportunidade para avançar

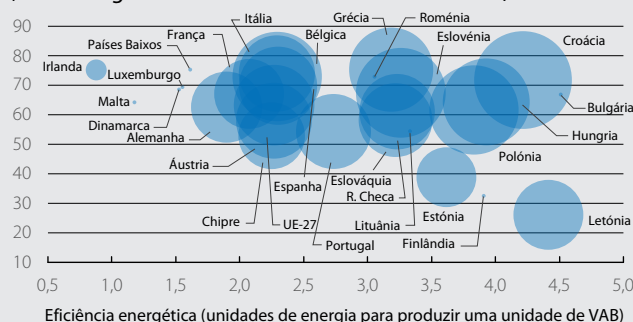
Nos últimos anos, a Europa tem feito um grande esforço para melhorar a sua eficiência energética e reduzir significativamente a sua dependência dos combustíveis fósseis. No entanto, as fontes de energia tradicionais e não renováveis continuam a desempenhar um papel importante na economia em geral, e o atual contexto de preços elevados da energia constitui, mais uma vez, um teste à resiliência da Europa e uma chamada de atenção para as suas fraquezas energéticas. O conflito no Médio Oriente constitui também um fator de risco, tanto em termos de redução potencial do abastecimento global de hidrocarbonetos (com a ameaça de ataques a infraestruturas-chave na região que afetam a produção/distribuição nos próximos anos) como de perturbações logísticas e comerciais resultantes do encerramento do Estreito de Ormuz e dos problemas no Estreito de Bab el-Mandeb.

No entanto, a Europa não está a enfrentar esta situação a partir do zero: a resposta unificada à crise de 2022 acelerou várias iniciativas para reduzir a dependência energética. As fontes de abastecimento de gás foram diversificadas (com novas infraestruturas de importação de GNL e acordos com fornecedores alternativos), as ligações de eletricidade e gás e a solidariedade entre os países da UE estão a ser reforçadas e as políticas públicas (como os fundos RePower-EU ou Next Generation) estão a impulsionar o investimento em energias renováveis, eficiência energética e eletrificação.

A situação atual representa, portanto, um novo desafio, mas também uma nova oportunidade para corrigir os desequilíbrios históricos do sistema energético. Duas crises energéticas em menos de cinco anos podem desencadear uma transição mais rápida para um modelo energético sustentável e seguro, com diversificação das fontes e maior cooperação europeia. A realização destes objetivos é a melhor garantia de que, no futuro, as famílias e as empresas europeias estarão mais bem protegidas dos caprichos dos mercados internacionais da energia. O plano de ação já está definido; o desafio é, mais uma vez, implementá-lo com a urgência que as circunstâncias atuais impõem.

Europa: exposição da indústria aos combustíveis fósseis

(% de energia não renovável utilizada na indústria)*



Notas: O tamanho da bolha indica a percentagem que as indústrias intensivas em energia representam no VAB. As indústrias intensivas em energia incluem os metais básicos, os produtos químicos, os minerais não metálicos, os produtos alimentares e o papel. Para a Irlanda, não há dados sobre a indústria química. Não existem dados relativos a nenhuma das indústrias de elevada intensidade energética para a Bulgária, Dinamarca, Finlândia, Lituânia, Luxemburgo, Malta, Países Baixos e Roménia. * Inclui também a percentagem de eletricidade produzida com combustíveis fósseis.

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

Tensões energéticas, inflação e política monetária na Zona Euro

Em março, os bombardeamentos entre o Irão, os EUA e Israel causaram uma pressão significativa sobre os produtos energéticos; o petróleo Brent flutuou em torno dos 100 dólares por barril durante todo o mês e o gás TTF entre 50 e 60 euros por MWh. Este facto aponta para um aumento da inflação e levou os mercados a preverem aumentos das taxas nas próximas reuniões do BCE.

Irão: um choque energético, mas não estamos em 2022

O conflito no Médio Oriente tem perturbado o aprovisionamento mundial e, por conseguinte, tem potencial para aumentar a inflação e diminuir a atividade económica. A questão é saber se a magnitude, a persistência e a propagação das perturbações conduzirão a uma alteração das perspetivas económicas ou apenas a uma recalibração das previsões. Apesar de a incerteza ser muito elevada, a natureza do choque trouxe de volta memórias da invasão russa à Ucrânia em 2022. No entanto, a situação agora é diferente.

A preocupação em 2022 não era apenas uma questão de aumento dos preços do gás e do petróleo, mas também um problema dos próprios fluxos de energia: a Europa teve de reconfigurar as suas cadeias de abastecimento devido à sua grande dependência da Rússia. As dependências diretas da Europa em relação ao Médio Oriente são, pelo contrário, limitadas (ver o primeiro gráfico) e a rutura do aprovisionamento afeta sobretudo a Ásia.

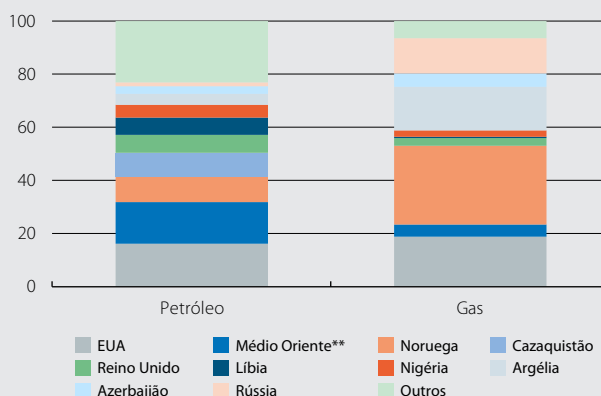
Em termos de preços, entre fevereiro e março, os mercados de futuros passaram de cotações médias para 2026 de 65 USD por barril de Brent e de 30 EUR por MWh de gás TTF para valores entre 80 e 90 USD para o Brent e entre 45 e 55 EUR para o gás TTF (ver segundo gráfico). Apesar da relevância da alteração das perspetivas para os preços futuros, o choque foi muito mais forte em 2022: se em meados de 2021 os respetivos preços para 2022 estavam cotados em 70 dólares e 25 euros, na média do ano acabaram por se situar em 100 dólares e 130 euros, conduzindo a uma inflação anual da energia de quase 40% na Zona Euro.

O ambiente macroeconómico e monetário também é diferente. Em 2022, a guerra convergiu com a reabertura da economia mundial após a pandemia, e a interação entre o choque energético e os desequilíbrios da procura e da oferta provocaram uma tempestade perfeita para a propagação da inflação. A política monetária manteve-se, além disso, numa orientação amplamente acomodatória,¹ o que dificultou a rapidez de reação do BCE.

Em 2026, o ponto de partida coloca a economia europeia numa posição mais confortável. Na ausência dos desequilíbrios e das pressões sobre a cadeia de abastecimento mundial de 2022, a atividade da Zona Euro manteve um cresci-

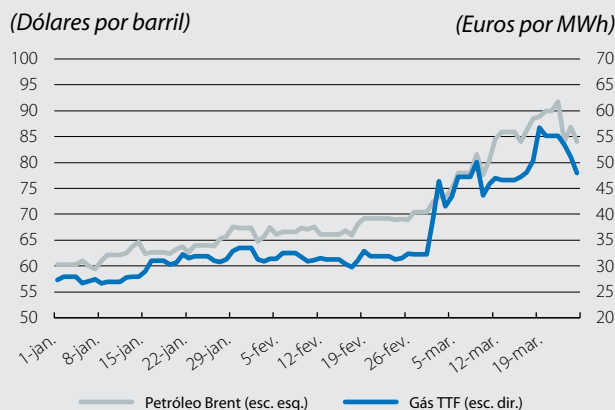
1. Em fevereiro de 2022, o BCE tinha a taxa diretora num mínimo histórico de -0,50% e manteve políticas não convencionais, tanto com compras líquidas de ativos (PEPP e APP) como com injeções de liquidez a longo prazo (TLTRO-III).

Zona Euro: importações de petróleo e gás (% do total)*



Notas: * Dados para 2024, excluindo as importações de outros países da UE. ** Inclui a Península Arábica, o Levante, o Iraque e o Irão
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

Previsão de preço médio para 2026 de acordo com os futuros de mercado



Nota: Desempenho acumulado no ano de acordo com os preços de fecho dos mercados de futuros.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

mento moderado, enquanto a política monetária se mantém neutra há já alguns trimestres e a estratégia do BCE de tomar decisões «reunião a reunião» e «de acordo com a evolução dos dados e das perspetivas» permite-lhe reagir com agilidade.

O BCE tem também a almofada das expectativas de inflação ancoradas no objetivo de médio prazo de 2%. Contudo, pode haver uma diferença desfavorável em relação a 2022, uma vez que as expectativas tendem a ser fortemente influenciadas por memórias recentes: enquanto que em 2022 a experiência foi de uma década de inflação baixa, em 2026 a memória da última crise de inflação ainda está muito presente.

Inflação: impactos direto e indireto

A energia representa um pouco menos de 10% do cabaz de preços da Zona Euro (IHPC) e a sua inflação apresenta uma estreita ligação aos preços do petróleo e do gás. Estimamos, assim, que o intervalo de futuros do Brent e do TTF cotados em março poderá traduzir-se numa inflação da energia entre

5% e 12% durante todo o ano de 2026 na Zona Euro, caindo depois para 0%-1% em 2027.² Partindo de uma inflação global de 2%, a energia poderia mecanicamente conduzir a um aumento do IHPC de 2,5%-3,1% em 2026 para o conjunto da Zona Euro, diminuindo para 2% em 2027 (ver terceiro gráfico).

A persistência de preços elevados da energia pode também ter um impacto nos restantes preços do cabaz de consumo através das dependências energéticas dos diferentes setores económicos.³ As tabelas *input-output* para a Zona Euro mostram a intensidade do petróleo e da eletricidade a nível setorial e fornecem uma aproximação do potencial deste efeito indireto sobre a inflação. Para o estimar, transferimos as intensidades energéticas de cada setor para as diferentes rubricas do IHPC e acentuamos os seus preços com o intervalo de inflações energéticas de 5%-12%.^{4,5} Partindo do pressuposto de que a força de transmissão é proporcional à intensidade energética, o impacto indireto pode ser relevante, embora, na prática, afete a inflação com um desfasamento⁶ e, provavelmente, só se concretize com uma intensidade elevada (como previsto pelo exercício) num cenário de stress energético persistentemente significativo.

Condicionantes para o BCE

Este intervalo de impactos não é muito diferente do que os mercados previam em março, quando os *swaps* de inflação apontavam para taxas ligeiramente superiores a 3% e 2,5% a um e dois anos, respetivamente. Ao mesmo tempo, os mercados estavam a prever 2 a 3 subidas das taxas do BCE em 2026, terminando o ano com uma taxa *depo* entre 2,50% e 2,75%.

É possível avaliar estas expectativas com base na chamada regra de Taylor, que projeta a taxa de juro que o BCE deve fixar em função da evolução da atividade e da inflação.⁷ No

2. Utilizamos trajetórias para os preços do petróleo e do gás de acordo com os futuros referenciados entre março e dezembro de 2026 e cotados ao longo do passado mês de março. O intervalo situa-se entre os percentis de preço de 30% e 99%. Estas trajetórias são transmitidas à inflação energética através de regressões lineares com bom ajustamento: uma entre o petróleo e o IHPC para os combustíveis e lubrificantes, e outra entre o gás e o IHPC para a energia excluindo os combustíveis.

3. Ver o artigo «Mapa de exposição e relevância geo-económica do Médio Oriente» nesta publicação.

4. Reproduzimos a metodologia com a qual Fagandini *et al.* (2024), «Decomposing HICPX inflation into energy-sensitive and wage-sensitive items», Boletim Económico do BCE 3/2024, calculam um IHPC «sensível à energia». Após a repartição da intensidade energética entre 103 rubricas do IHPC, transferimos o aumento do preço da energia a partir do rácio entre a intensidade energética de cada componente e a das rubricas de energia pura.

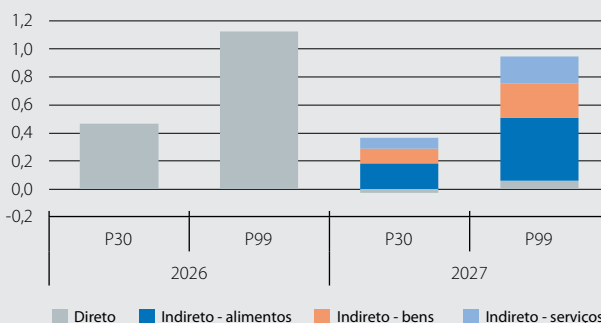
5. O exercício identifica os produtos alimentares e os serviços relacionados com o transporte e a reparação de bens como os mais suscetíveis de sofrerem repercussões energéticas.

6. Após o pico da inflação da energia em 2022, foram necessários 9 meses para atingir o pico da inflação nos bens não energéticos, 10 nos géneros alimentícios e 14 nos serviços.

7. Com base em De Mazelis *et al.* (2023), «Monetary policy strategies for the euro area: optimal rules in the presence of the ELB», ECB Working Paper, utilizamos a regra: $i_t = \rho(i_{t-1} - i_{t-1}^*) + (1 - \rho)[1,5 \cdot (\pi_t - 2) + y_t]$, onde i^* é a taxa de juro natural, π é a inflação e y é o *output gap* (diferença entre o PIB observado e o PIB potencial). Assumimos uma taxa de juro natural nominal de 2% e um *output gap* inicial de zero. O parâmetro ρ mede a gradualidade da resposta.

Inflação na Zona Euro: propagação de um choque energético

Contribuição para a inflação global (p. p.)

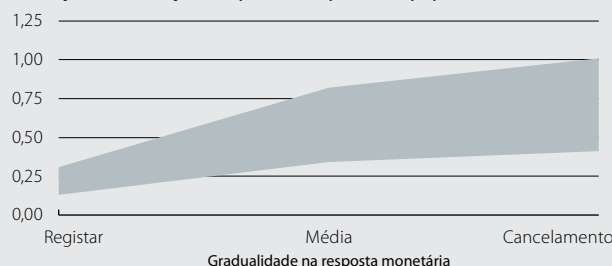


Notas: P30 e P99 indicam as trajetórias dos preços do petróleo e do gás cotados nos mercados de futuros em março (percentis 30 e 99). O efeito direto é a contribuição da inflação energética causada pelo impacto do petróleo e do gás. O efeito indireto é a contribuição do resto do cabaz causada pela repercussão da inflação da energia.

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

BCE: resposta da taxa de juro diretora ao choque energético

Variação em relação ao ponto de partida (p. p.)



Notas: O intervalo enquadra cenários projetados a partir de diferentes futuros de petróleo e gás cotados em março de 2026 (do percentil 30 ao percentil 99). A resposta do BCE é simulada com uma regra de Taylor inercial em que a taxa de juro depende do seu ponto de partida, da taxa neutra, do desvio em relação à inflação de 2% e do *output gap*. Uma «gradualidade» elevada (reduzida) indica que a regra atribui um peso elevado (reduzido) ao ponto de partida das taxas de juro.

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

quarto gráfico, apresentamos uma série de respostas de acordo com as sensibilidades da inflação discutidas acima, os impactos potenciais na atividade (até agora estimados como contidos)⁸ e a gradualidade da resposta do BCE.

O exercício não exclui a possibilidade de o BCE não reagir praticamente ao choque energético, confiando na sua transitoriedade e no ponto de partida favorável da economia e da política monetária da Zona Euro. No entanto, existe também a possibilidade de um cenário em que a combinação de um choque energético mais grave e persistente com uma resposta ágil do BCE conduza a um aumento da restritividade das taxas de juro semelhante ao que os mercados financeiros previam em março. Um cenário em que o BCE passaria de uma política monetária claramente neutra para taxas entre o limite superior do que seria ainda neutro e o limite inferior de uma política restritiva.

8. Com o desempenho dos futuros da energia ao longo de março, a maioria das estimativas aponta para um impacto claramente mais moderado na atividade do que na inflação (refletindo a baixa exposição direta da Zona Euro e a maior resiliência energética). Deste modo, alimentamos a regra de Taylor com os cenários adversos e severos do PIB apresentados pelo BCE em março passado, projetando um crescimento no intervalo de 0,4%-1,2%.

Quanto avançou a UE com a Bússola da Competitividade?

Os relatórios Letta e Draghi diagnosticaram, em 2024, as urgências competitivas da UE e propuseram reformas para relançar o crescimento económico a médio prazo.¹ Neste contexto, a Comissão Europeia apresentou, em 2025, a Bússola para a Competitividade: um roteiro para aprofundar a integração económica, colmatar o fosso da inovação em relação aos EUA e conciliar crescimento e descarbonização.² Em 2026, num ambiente geopolítico mais complexo, o balanço é positivo em termos de orientação e debate, mas limitado em termos de progressos, com decisões fundamentais ainda pendentes e o futuro incerto. Olhando para 2027, com margem orçamental reduzida, o fim do NGEU e a negociação do próximo orçamento europeu a prioridade passa por acelerar a agenda de reformas para dar resposta aos desafios atuais e futuros.

Progressos na simplificação regulamentar e na diversificação das relações económicas

Quase 500 dias após a apresentação da Bússola para a Competitividade, o balanço é misto e, conseqüentemente, também o é o progresso das recomendações do relatório Draghi: em janeiro deste ano, apenas 15% tinham sido totalmente implementados e 24% parcialmente implementados.³

Os progressos mais visíveis concentram-se em três frentes: (i) instrumentos de financiamento, como os empréstimos SAFE ligados a novos compromissos em matéria de defesa;⁴ (ii) a continuidade das iniciativas já lançadas, como a *Net-Zero Industry Act* – o pilar industrial do *Green Deal* –, os projetos do IPCEI no domínio das tecnologias limpas, os projetos estratégicos do Regulamento Matérias-Primas Críticas e a desvinculação da energia russa impulsionada pela REPowerEU; e (iii) ajustamentos destinados a otimizar o quadro regulamentar em vigor, como os pacotes Omnibus – dos quais a Comissão adotou 6 dos 10 previstos, incluindo os domínios digital e da sustentabilidade⁵ e a criação do segmento *small mid-caps* para estender os benefícios administrativos para além das PME.⁶ A isto acrescem ações no âmbito das competências estritamente comunitárias, nomeadamente em matéria de política comercial e de parcerias estratégicas, como os acordos com o MERCOSUL, a Indonésia, a Índia e a Austrália, que aguardam ratificação⁷ e que visam diversificar as relações económicas da UE.⁸

A Comissão continua ainda a basear-se nas recomendações de Letta e Draghi através de estratégias e planos de ação em

diferentes domínios, embora a sua tradução em resultados dependa dos legisladores e da aplicação a nível nacional. No âmbito do mercado único, o quadro *One Europe, One Market* busca reduzir fricções e reforçar a aplicação das normas existentes.⁹ O plano centra-se na correção dos *terrible ten*, os 10 obstáculos que a Comissão identifica como os mais prejudiciais para o mercado interno, através de medidas que vão desde a simplificação da legislação até à harmonização da regulamentação dos serviços. Esta abordagem inclui o EU Inc. (regime 28), uma proposta de um quadro societário opcional com operações corporativas totalmente digitais – constituição online em 48 horas por menos de 100 euros –, procedimentos de falência adaptados às microempresas e às *start-ups*, aplicação do princípio *once-only* na apresentação de relatórios societários e maior flexibilidade de capital para facilitar a expansão de empresas inovadoras.

Na esfera financeira, a União de Poupança e dos Investimentos (SIU) age como um facilitador transversal. A implementação será gradual: o primeiro pacote legislativo apresentado pela Comissão incide sobre o mercado de titularização, com o objetivo de revitalizar um segmento subutilizado e libertar uma capacidade de financiamento adicional. Paralelamente, foram feitos progressos na conceção de produtos de poupança-investimento para aumentar a participação dos investidores não profissionais nos mercados de capitais. As iniciativas mais sensíveis (integração, escala do mercado e supervisão) são deixadas para fases posteriores e exigirão acordos políticos mais alargados. Por sua vez, o euro digital, fundamental para a autonomia e a resiliência financeiras, está a avançar na sua fase preparatória liderada pelo BCE, embora o seu impacto e calendário continuem sujeitos a decisões legislativas pendentes.

No domínio da inovação e da adoção de tecnologias, a Comissão apresentou o plano Continente IA, que define a agenda europeia de implantação da IA. Isto inclui a estratégia *Apply AI*, destinada a acelerar a adoção em setores estratégicos através de projetos-piloto, infraestruturas específicas (incluindo fábricas e gigafábricas) e apoio específico às PME para reduzir os obstáculos à entrada. No que respeita ao capital humano, a *Union of Skills* complementa esta agenda com medidas para reforçar a formação em STEM e competências digitais, melhorar o reconhecimento das qualificações e facilitar a mobilidade laboral, que são fundamentais para atenuar os estrangulamentos nos setores ligados à transição ecológica e digital.

O que está pendente (e o mais relevante): um mercado interno genuíno e com escala

Apesar da orientação estratégica correta, as partes críticas da Bússola para a Competitividade para a integração do mercado único continuam bloqueadas, com efeitos relevantes no crescimento a médio prazo. Algumas exigem uma maior coordenação, como no fornecimento de bens públicos europeus (defesa, redes, interconexões) ou na conceção de projetos pan-europeus no âmbito do enquadramento dos auxílios estatais, mas outras requerem o acordo, se não a unanimidade.

9. Comissão Europeia (2026), «The 2026 Annual Single Market and Competitiveness Report».

1. Draghi, M. (2024). «The Future of European Competitiveness» e Letta, E. (2024), «Much more than a market».
2. Ver Focus «Uma reviravolta nas prioridades políticas da UE» no IM04/2025.
3. EPIC (2026). «The Draghi Observatory Implementation Index Update: Assessing EU Delivery of the Draghi Report».
4. Ver Focus «5% do PIB em defesa: Porquê? Para quê? É viável?» no IM09/2025.
5. A poupança estimada para as empresas com estes seis pacotes seria de 7.000 milhões de euros.
6. Ver Focus «A dimensão das empresas e as disparidades de produtividade na UE» no IM10/2025.
7. No dia 23 de março, a Comissão notificou os membros do Mercosul de que o tratado provisório entrará em vigor em 1 de maio.
8. Ver Focus «Diversificação das exportações da UE para além das tarifas de Trump» no IM12/2025.

de, entre os Estados-Membros, em domínios em que os incentivos nacionais nem sempre estão alinhados: a harmonização regulamentar no setor dos serviços, a convergência fiscal e laboral, a revisão do quadro da concorrência e a construção de um verdadeiro mercado único de capitais.

O FMI estima que as barreiras internas na UE ascendem a tarifas de 44% para os bens (em comparação com 15% nos EUA) e até 110% para os serviços, o que revela a dimensão do desafio.¹⁰ A evolução para um mercado único dos serviços vai para além da simplificação administrativa e exige a harmonização de aspetos substantivos: requisitos profissionais e de licenciamento, regulamentação setorial, regras sobre a utilização e transferência de dados e até elementos de regulamentação económica que influenciam os preços, as margens e os modelos de prestação. Muitas destas competências estão ancoradas em modelos nacionais estabelecidos e requerem um elevado nível de apoio político para serem alteradas. O seu impacto será limitado se não se registarem progressos numa convergência mais ampla em matéria de fiscalidade, quadro laboral e procedimentos de insolvência.

De igual modo, a estratégia para o SIU fornece uma orientação, mas está ainda longe de constituir uma verdadeira união dos mercados de capitais do tipo que Letta e Draghi consideraram essencial para ganhar escala e eficiência no financiamento de atividades inovadoras. É necessário eliminar as fricções estruturais para permitir a livre circulação de capitais na Europa: unificar os quadros de insolvência e de execução das dívidas; simplificar as formalidades e os impostos transfronteiriços que atualmente desencorajam o investimento a nível europeu; integrar eficazmente os mercados bolsistas e de obrigações de empresas, incluindo os seus sistemas de compensação e liquidação; avançar para uma supervisão convergente que evite uma aplicação fragmentada do *single rulebook*; e completar a união bancária através de um fundo pan-europeu de garantia de depósitos.

As dependências estratégicas a nível industrial continuam a ser elevadas.¹¹ A Comissão apresentou em março a *Industrial Accelerator Act*, com medidas destinadas a gerar procura de produtos e tecnologias europeus com baixo teor de carbono (através de contratos públicos e regimes de apoio) e a acelerar o licenciamento em setores estratégicos. Estes instrumentos só serão eficazes se reforçarem o mercado único e se a redução das dependências se basear na produtividade, na inovação e na escala, e não em objetivos quantitativos de substituição de importações que encarecem os *inputs* e corroem a competitividade.¹² No desenvolvimento e adoção de tecnologias, o estrangulamento continua a ser na cadeia de valor, com dependências a montante (semicondutores e capacidade de computação) e lacunas no acesso a dados, finanças, capital humano e energia.

Na descarbonização, persistem dois desafios centrais: segurança regulamentar e redução dos custos energéticos. Independentemente das redes, interligações e licenças, a agenda euro-

peia reconhece que o preço final da eletricidade depende das regras do mercado e da estabilidade do quadro. A reforma da conceção do mercado elétrico de 2024 introduziu melhorias para reduzir a exposição à volatilidade do gás e incentivar os contratos a longo prazo, embora o seu impacto nos preços continue a ser limitado. Simultaneamente, a revisão do ETS planeada para 2026 terá de equilibrar a estabilidade do preço do carbono e o sinal de investimento, sem comprometer o seu papel central na transição.¹³ Sem progressos credíveis em matéria de custos da energia, a diferença de preços em relação a outras economias continuará a afetar a competitividade industrial.

Da estratégia à implementação completa

Considerando o segundo semestre de 2026 e 2027, existe uma janela de oportunidade, mas a margem é estreita. O fim do Next Generation EU coincide com a negociação do orçamento da UE para 2028-2034, com o aumento das necessidades de investimento nos setores da defesa, da energia e das tecnologias críticas e com um contexto de envelhecimento demográfico e de baixa produtividade.¹⁴ Esta situação é agravada por um ambiente geopolítico mais difícil – conflito prolongado na Ucrânia e conflito recente no Médio Oriente, reconfiguração do comércio mundial e crises de volatilidade energética – que aumenta o valor da resiliência, mas também intensifica a concorrência por recursos públicos limitados.¹⁵

Neste contexto, a agenda só ganhará credibilidade se se traduzir em decisões exequíveis. Primeiramente, tornar o mercado único operacional nos domínios de maior potencial (serviços, dados, mobilidade das empresas e talentos) e dar prioridade à eliminação dos obstáculos mais onerosos à expansão. Em segundo lugar, concretizar a SIU em verdadeira integração e em financiamento para o crescimento, avançando em matérias como a insolvência, as fricções fiscais e a convergência da supervisão. Em terceiro lugar, tornar a energia estruturalmente mais barata, de modo a que a descarbonização reforce também a competitividade industrial. Em quarto lugar, acelere a corrida tecnológica, com a IA no seu centro, e apoie-se em alianças estratégicas para garantir insumos críticos e abrir novos espaços para a cooperação económica.

A proposta de um Fundo para a Competitividade no próximo quadro orçamental pode ajudar a ordenar os instrumentos e a concentrar os recursos, mas não substitui a necessidade de celebrar acordos políticos sobre a integração e a governação. Se uma parte da agenda avançar através de coligações de países, a base deve ser suficientemente ampla para não corroer o mercado interno ou conduzir a uma Europa a várias velocidades que prejudique a coesão social e territorial.¹⁶ Em última análise, o passo decisivo nos próximos trimestres é a implementação que substitui as estratégias e os planos de ação.

13. CEPS (2025). «Reforming the EU ETS: Balancing price stability and investment signals».

14. Ver Focus «Orçamento da UE 2028-2034: missão impossível?» no documento IM09/2025, e os dossiês «A capacidade transformadora do NGEU e de outros pacotes de estímulo orçamental» no documento IM03/2025, «Desafios e políticas na era da longevidade» no documento IM09/2025 e «As chaves da produtividade» no documento IM01/2026.

15. Ver o artigo «O dilema orçamental a médio prazo da Europa» do Dossier no IM11/2025.

16. Zettelmeyer, J., *op. cit.*

10. FMI (2024). «A Recovery Short of Europe's Full Potential».

11. Ver Focus «Dependências das importações e urgências competitivas para a indústria europeia» no documento IM06/2025.

12. Zettelmeyer, J. (2025). «Draghi on a shoestring: the European Commission's Competitiveness Compass».

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

ESTADOS UNIDOS

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	01/26	02/26	03/26
Atividade									
PIB real	2,8	2,1	2,0	2,1	2,3	2,0	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	3,4	4,5	4,8	4,9	4,6	3,9	4,5	4,1	...
Confiança do consumidor (valor)	104,5	96,1	99,8	93,1	97,4	94,2	89,0	91,0	91,8
Produção industrial	–0,7	1,2	0,7	0,5	1,7	1,7	2,3	1,4	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	48,2	48,9	49,9	48,8	48,7	48,2	52,6	52,4	52,7
Habitacões iniciadas (milhares)	1.371	1.357	1.401	1.354	1.346	1.328	1.487	...	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	330	339	339	338	337	341	343	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	4,0	4,3	4,1	4,2	4,3	4,5	4,3	4,4	4,3
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,1	59,8	60,0	59,8	59,6	59,7	59,4	59,3	59,2
Balança comercial ¹ (% PIB)	–2,8	–3,4	–3,5	–3,6	–3,4	–3,0	–2,7	–2,5	...
Preços									
Taxa de inflação global	2,9	2,6	2,7	2,4	2,9	2,7	2,4	2,4	...
Taxa de inflação subjacente	3,4	2,9	3,1	2,8	3,1	2,6	2,5	2,5	...

JAPÃO

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	01/26	02/26	03/26
Atividade									
PIB real	–0,2	1,2	1,6	2,1	0,7	0,4	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	37,2	34,7	34,7	32,8	34,6	36,8	37,9	40,0	...
Produção industrial	–3,0	0,1	2,8	0,1	–1,1	–1,3	2,6	0,3	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	12,8	13,5	12,0	13,0	14,0	15,0	–	–	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,6	2,7	2,6	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–1,0	–0,6	–0,9	–0,7	–0,5	–0,4	–0,2	–0,3	...
Preços									
Taxa de inflação global	2,7	3,2	3,8	3,4	2,9	2,7	1,5	1,3	...
Taxa de inflação subjacente	2,4	3,0	2,7	3,2	3,2	3,0	2,7	2,6	...

CHINA

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	01/26	02/26	03/26
Atividade									
PIB real	5,0	5,0	5,4	5,2	4,8	4,5	–	–	–
Vendas a retalho	3,3	3,8	3,6	4,4	2,4	0,7	...	2,8	...
Produção industrial	5,6	5,9	6,8	6,2	5,8	5,0	...	6,3	...
PMI indústrias (oficial)	49,8	49,6	49,9	49,4	49,5	49,4	49,3	49,0	50,4
Setor externo									
Balança comercial ^{1,2}	997	1.193	1.086	1.146	1.176	1.193	1.177	1.237	...
Exportações	4,6	5,5	5,7	6,0	6,5	3,8	9,8	39,4	...
Importações	1,0	0,0	–6,8	–0,8	4,5	2,9	25,6	13,8	...
Preços									
Taxa de inflação global	0,2	0,1	–0,1	0,0	–0,2	0,6	0,2	1,3	...
Taxa de juro de referência ³	3,1	3,0	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Renminbi por dólar	7,2	7,2	7,3	7,2	7,2	7,1	7,0	6,9	6,9

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	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	01/26	02/26	03/26
Vendas a retalho (<i>variação homóloga</i>)	1,3	2,4	2,3	3,0	2,0	2,2	2,0	...	...
Produção industrial (<i>variação homóloga</i>)	-2,9	1,5	1,3	1,2	1,6	2,1	-1,2	...	...
Confiança do consumidor	-12,6	-13,4	-12,7	-14,2	-13,6	-12,9	-12,5	-12,3	-16,3
Sentimento económico	95,9	95,9	95,9	94,8	95,9	97,2	99,2	98,2	96,6
PMI indústrias	45,9	49,1	47,6	49,3	50,1	49,5	49,8	50,8	51,6
PMI serviços	51,5	51,3	51,0	50,1	50,9	53,0	51,6	51,9	50,2
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (<i>variação homóloga</i>)	1,0	0,7	0,8	0,7	0,6	0,7	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,1	6,2	...
Alemanha (<i>% pop. ativa</i>)	3,4	3,8	3,6	3,7	3,8	3,9	4,0	4,0	...
França (<i>% pop. ativa</i>)	7,4	7,7	7,5	7,6	7,7	7,9	7,8	7,8	...
Itália (<i>% pop. ativa</i>)	6,6	6,1	6,4	6,3	6,0	5,7	5,2	5,3	...
PIB real (<i>variação homóloga</i>)	0,9	1,5	1,6	1,6	1,4	1,2	-	-	-
Alemanha (<i>variação homóloga</i>)	-0,5	0,4	0,3	0,4	0,3	0,4	-	-	-
França (<i>variação homóloga</i>)	1,1	0,9	0,7	0,8	1,0	1,2	-	-	-
Itália (<i>variação homóloga</i>)	0,6	0,7	0,7	0,5	0,7	0,8	-	-	-

Preços

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	01/26	02/26	03/26
Inflação global	2,4	2,1	2,3	2,0	2,1	2,1	1,7	1,9	2,5
Inflação subjacente	2,8	2,4	2,6	2,4	2,3	2,4	2,2	2,4	2,3

Setor externo

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	01/26	02/26	03/26
Balança corrente	3,4	8,4	3,0	3,5	4,6	8,4	2,2	...	...
Alemanha	5,9	18,5	5,5	6,7	9,5	18,5	4,5	...	...
França	0,1	-1,3	0,0	-0,3	-1,1	-1,3	-0,2	...	...
Itália	1,1	5,0	0,9	1,3	2,4	5,0	1,3	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	94,2	96,1	92,8	96,2	97,9	97,5	97,4	97,3	96,5

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	01/26	02/26	03/26
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	0,8	2,7	2,2	2,6	2,9	3,0	2,8	2,9	...
Crédito às famílias ^{2,3}	0,5	2,2	1,5	2,1	2,5	2,9	3,0	3,0	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	4,9	3,4	3,9	3,4	3,2	3,3	3,3	3,2	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	4,6	3,7	4,0	3,7	3,6	3,5	3,5	3,5	...
Depósitos									
Depósitos à ordem	-3,9	5,0	3,7	5,3	5,5	5,4	5,8	5,3	...
Outros depósitos a curto prazo	12,4	-0,1	2,3	-0,1	-1,5	-1,0	-0,6	0,2	...
Instrumentos negociáveis	20,0	7,7	14,6	11,0	4,4	0,9	1,3	-1,3	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	3,0	1,9	2,2	1,9	1,7	1,8	1,8	1,8	...

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.

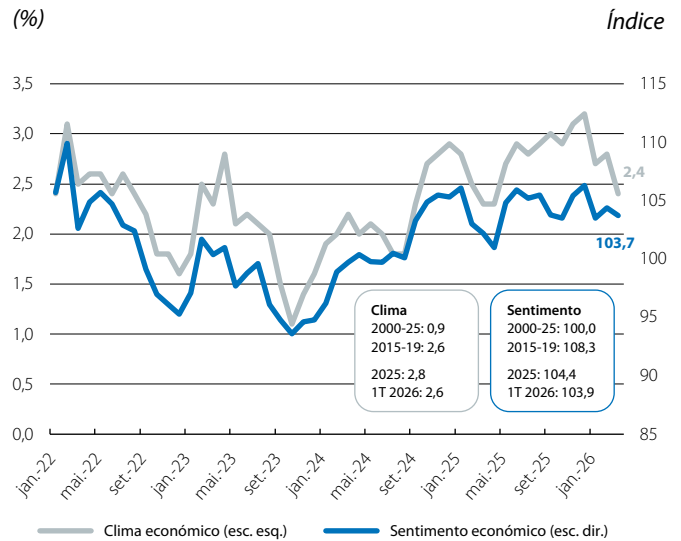
Primeiros sinais de impacto do novo geopolítico no Médio Oriente

Primeiro trimestre turbulento com indicadores de sentimento a refletirem cautela. O sentimento das famílias foi o mais afetado, com o indicador de março a diminuir cerca de 8 pontos, para níveis de final de 2023. Este movimento já reflete parcialmente o impacto do conflito no Médio Oriente, com deterioração significativa da perceção da própria situação financeira e económica do país para os próximos 12 meses. Entretanto, a taxa de poupança das famílias situou-se nos 12,1% do rendimento disponível, próximo dos níveis históricos mais elevados da série, constituindo uma importante almofada para eventuais períodos de maior aperto; ao mesmo tempo, o mercado de trabalho volta a revelar robustez no início do ano, com a possibilidade de uma desaceleração (contida) da dinâmica do emprego (em torno dos 2%) e a taxa de desemprego nos 6,2% no 1T. Nos restantes setores, a pioria do sentimento foi menos acentuada, tendo o indicador de clima económico caído de 2,8% homólogo em fevereiro para 2,4% em março; com pioria significativa da componente que avalia os preços, em resultado da clara perceção de que o conflito acarretará consigo novas tensões inflacionistas; enquanto na atividade continua ainda incerta a amplitude do impacto, muito dependente da duração do conflito e eventual registo de disrupções/destruição importantes nas cadeias de fornecimento e estruturas energéticas. Ainda assim, o indicador de sentimento da Comissão Europeia para Portugal manteve-se acima do nível 100: 103,7 em março vs. 104,4 em fevereiro. Os acontecimentos do início de 2026 – sobretudo a guerra no Irão – colocam riscos descendentes ao nosso cenário de crescimento que, para já, aponta para um nível em torno de 2%. Recentemente, o Banco de Portugal reviu o seu cenário macroeconómico, revendo em -5 décimas a previsão de crescimento em 2026, para 1,8%, mantendo o enviesamento em sentido descendente.

Guerra no Irão aproxima inflação dos 3% em março. Com a instabilidade no Médio Oriente (estreito de Ormuz) os reflexos mostraram-se já na inflação de março. Com efeito, o IPC da energia variou 6,7% em termos mensais e disparou para os 5,8% em termos homólogos (-2,2% em fevereiro). O IPC da energia, que era negativo há cinco meses consecutivos, contribuiu em mais de 50% para o aumento do IPC Global que saltou para 2,7% (2,1% em fevereiro). A dinâmica do IPC subjacente (2,0%) ainda se manteve relativamente controlada (variação mensal de 1,85%), pois foi inferior à média desta métrica para março no período 2015-2019 e nos últimos três anos. O desenrolar do novo geopolítico nos próximos tempos determinará se o aumento do IPC se torna mais persistente.

Preços das casas evoluem como nunca em 2025. Com a divulgação pelo INE do dado do 4T 2025 do Índice de Preços da Habitação verificou-se uma variação homóloga de 18,9% (e de 4%

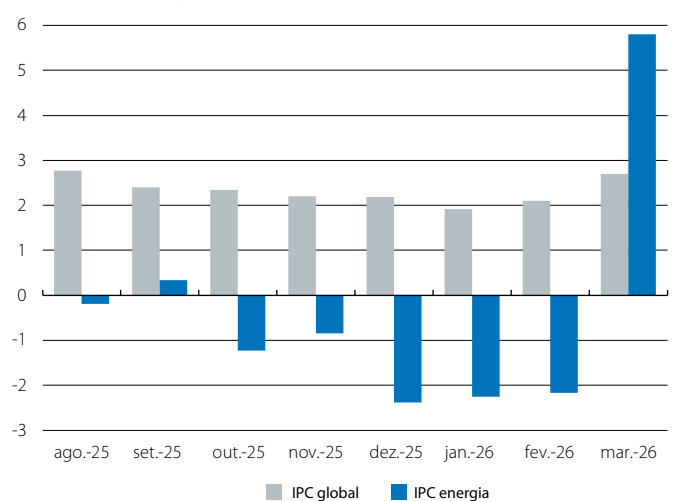
Indicadores de clima e sentimento económicos



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

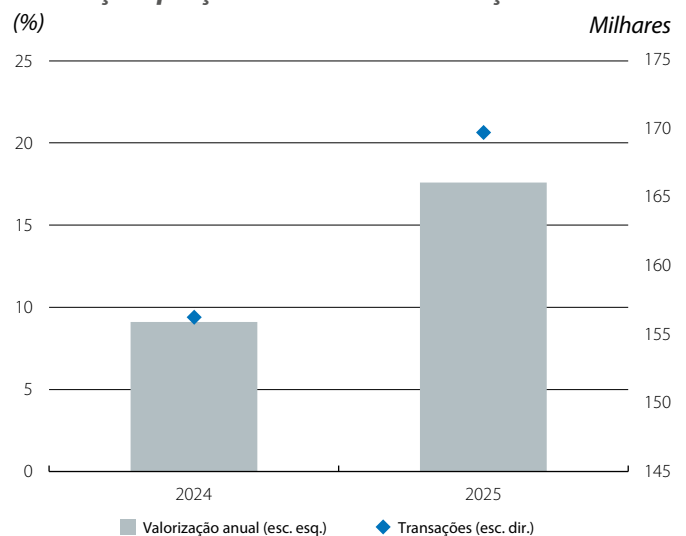
IPC

Variação homóloga (%)



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

Habitação: preços e número de transações



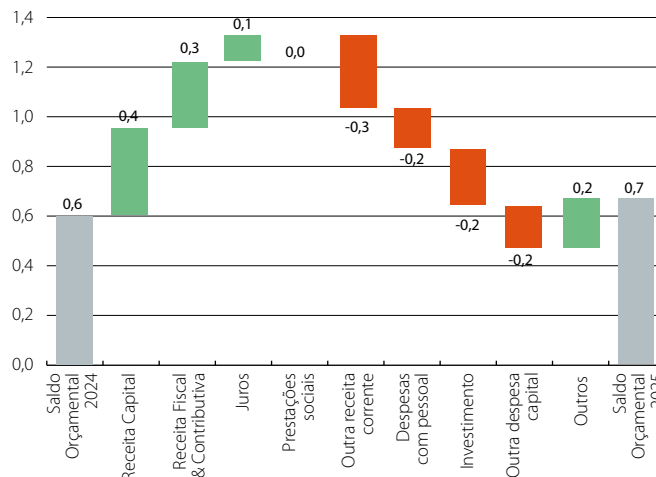
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE.

em cadeia), implicando uma valorização média das casas em 2025 de 17,6%. Este é um valor recorde da série do INE. O mesmo se passou no número de transações: quase 170 mil. Já em 2026, até fevereiro, a avaliação bancária no âmbito de processos de crédito à habitação continua a sinalizar valorização. O prolongar-se do conflito no Médio Oriente, com a inflação a poder condicionar a confiança e o rendimento disponível das famílias, bem como um serviço da dívida mais oneroso (implícito na atual tendência das taxas de juro de curto prazo) poderá refrear esta escalada.

O surpreendente excedente orçamental de 2025 é ensombrado pelos desafios de 2026. O saldo orçamental fixou-se em 0,7% do PIB em 2025, depois do excedente de 0,6% em 2024. Tal como apontavam os dados mensais, o crescimento da receita superou o da despesa (6,7% e 6,6%, respetivamente), suportada, em larga medida, pela receita fiscal e contribuições sociais. O montante arrecadado pelas duas rubricas superou a última estimativa do Governo (inscrita no OGE 2026): no conjunto, excederam em quase 1.800 milhões de euros, uma dinâmica que não pode ser isolada do ambiente económico e da robustez do mercado de trabalho. Por sua vez, o aumento da despesa é explicado em quase 2/3 pelo comportamento das despesas com pessoal e prestações sociais, enquanto o investimento e a outra despesa corrente, apesar do aumento, ficaram consideravelmente abaixo do estimado (-2.330 milhões de euros). Apesar da surpresa positiva de 2025, o início de 2026 trouxe consigo desafios que colocam em xeque a expectativa de excedente orçamental do Governo (0,1% do PIB): as tempestades e o conflito no Médio Oriente agravam os desafios já expectáveis anteriormente (focos de tensão geopolítica já existentes, volatilidade das políticas comerciais dos EUA e a necessidade de investimento em defesa).

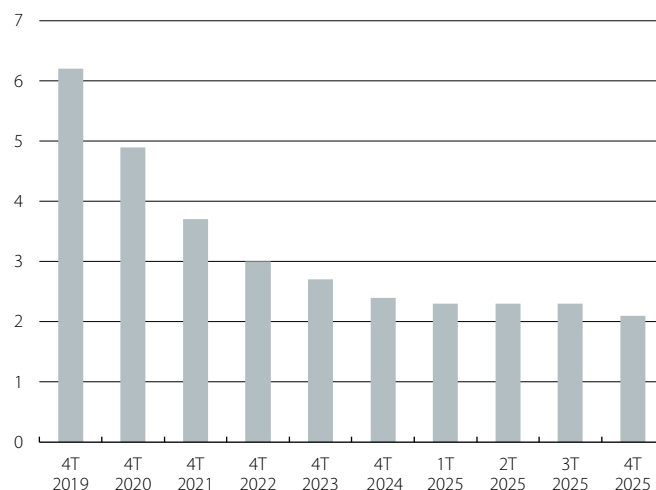
Os rácios de incumprimento voltaram a registar mínimos históricos no último trimestre de 2025. De facto, o rácio de NPLs total diminuiu 0,2 p. p. face ao 3T, para 2,1%, um mínimo da série estatística (que começa no final de 2015). A redução observada no final do ano foi transversal a todos os segmentos, com maior preponderância para a redução de 0,3 p. p. registada no consumo & outros fins. Entretanto, a carteira de crédito do sector privado não financeiro manteve um crescimento assinalável em fevereiro de 2026 (6,8% homólogo), com aumentos em todos os segmentos de crédito, destacando-se, ainda assim, o crédito à habitação (que registou um aumento de 9,6% homólogo). Para isso, contribuiu a nova contratação que, apesar da desaceleração face ao ano passado, continua com crescimentos expressivos (8,2% no acumulado dos primeiros dois meses do ano), consubstanciando-se no melhor início de ano de sempre. Ainda assim, o montante registado em fevereiro (1.673 milhões de euros) representa o valor mensal mais baixo desde o mês homólogo.

Passagem do saldo orçamental em 2024 para 2025 (p. p. do PIB)



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

Rácio de Non-Performing Loans Total (% do total de empréstimos)



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

O impacto do conflito no Irão na economia portuguesa

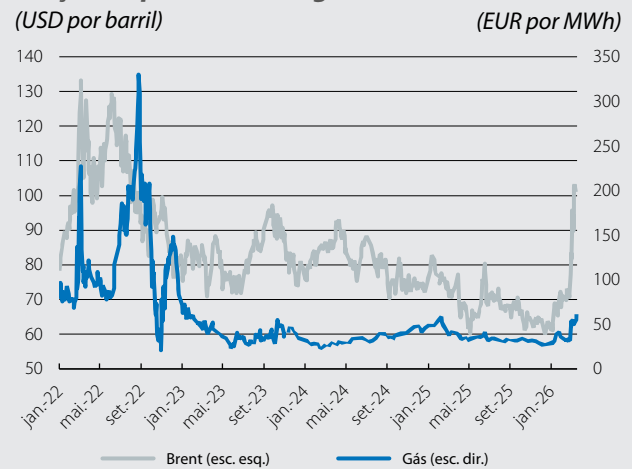
A revisão do cenário macroeconómico que efetuámos em fevereiro, antes da eclosão do conflito no Médio Oriente, foi globalmente positiva. Sem esquecer os impactos das intempéries registadas na primeira metade desse mês, antecipávamos que a economia continuasse a expandir em torno dos 2%, com o desemprego a mostrar estabilidade e a inflação a caminhar para a meta dos 2%.

No entanto, a intervenção dos EUA/Israel no Irão veio alterar alguns dos pressupostos em que assentavam as nossas projeções, onde destacamos os principais canais:

1. Encarecimento dos bens energéticos. Desde o final de fevereiro até ao dia 20 de março, os preços do Brent e do Gás Natural aumentaram cerca de 30 dólares: no caso do petróleo, excedendo os 100 dólares por barril, e quase 30 euros no caso do gás, próximo dos 60 euros por Megawatt/hora. Adicionalmente, naquele mesmo dia, os futuros apontavam para que no final do ano, o petróleo se situasse em torno dos 80 dólares por barril e o gás em torno dos 60 euros por MWh. Em resumo, os mercados de futuros têm apresentado agravamentos nos preços médios anuais do petróleo e gás em 2026 que oscilam entre cerca de 20 a 30 USD/barril e cerca de 20 euros para o gás face aos condicionantes do nosso cenário central anterior ao conflito.
2. Disrupções nas cadeias de fornecimento deste tipo de bens, com impactos noutros bens por via, por exemplo, do encarecimento dos custos de transporte e dos seguros.
3. Efeitos de contágio nos preços de outros bens e serviços e consequente aumento da inflação.
4. Possível alteração da política monetária do BCE como forma de controle de um surto inflacionista, causando agravamento das condições de financiamento. Após a reunião do BCE de 19 de março, o mercado antecipava que o BCE realizasse duas subidas de 25 p. b. em 2026, uma no 2T e outra no 3T. Já mais recentemente, assistimos ao incremento da probabilidade de ocorrência de uma terceira subida este ano.
5. Aumento da incerteza, adoção de posições cautelosas por parte dos agentes económicos, adiando decisões de consumo e de investimento.
6. Movimentos de fuga para a qualidade com impacto potencial na avaliação do risco de economias mais vulneráveis.

Parafraçando a intervenção de Lagarde após a última reunião de política monetária do BCE, o atual cenário está sujeito a transformações, representando um choque significativo e severo para a economia global (e portuguesa),

Preços do petróleo e do gás



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

com o grau de severidade a depender da duração e intensidade do conflito.

O impacto macroeconómico deste conflito dependerá em primeiro lugar do fator tempo, mas também de outros fatores, como sejam o grau de destruição das infraestruturas energéticas nos países do Golfo Pérsico. Num cenário menos gravoso, em que o conflito se revele temporário (até 3 meses) e em que os preços do petróleo e do gás se comportem em linha com os atuais preços dos futuros (valor médio anual do petróleo em 2026 em torno dos 85 dólares e do gás em torno dos 55 euros), o impacto poderia ser relativamente limitado, reduzindo o crescimento em 2026 em 5 décimas. Neste caso, o movimento de subida da inflação seria controlado, em parte porque os preços dos bens energéticos serão corrigidos, em parte porque não se formam expectativas inflacionistas significativas nem ocorrem efeitos de segunda ordem importantes.

Contudo, num outro cenário mais gravoso, em que o conflito se prolonga no tempo,¹ é plausível admitir que em 2026, em termos médios, o preço do petróleo se aproximaria dos 110 dólares, em linha com o observado entre 2011 e 2013, caracterizados por instabilidade geopolítica no Médio Oriente e receios de interrupções no fornecimento.² Além disso, neste cenário o preço do gás situar-se-ia em torno dos 75 euros por MWh (mais 40 dólares e mais 45 euros, respetivamente, do que os níveis implícitos no nosso cenário de fevereiro).

1. Mais concretamente, este é um cenário em que a duração do conflito excede um ano, se transforma em conflito regional e as infraestruturas energéticas são muito danificadas.

2. Principais fatores de pressão sobre o preço de petróleo foram Primavera Árabe (2011), Sanções ao Irão (2012), maior procura por parte de economias emergentes (China), Tensões na Síria (2013).

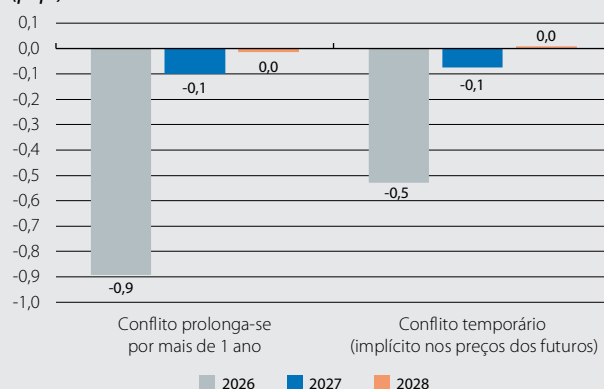
Neste último cenário, a que atribuímos uma baixa probabilidade, o impacto global pode ser ainda mais significativo, na medida em que disrupções nas cadeias de fornecimento, posicionamento mais agressivo dos bancos centrais para combater a inflação e movimentos de fuga para a qualidade com agravamento significativo dos prémios de risco associados a deterioração significativa da confiança nos mercados financeiros, tenderiam a exacerbar o impacto desfavorável do conflito na atividade. Neste caso, o impacto na inflação seria mais significativo, podendo aproximar-se dos 4% e o crescimento abrandar para ritmos inferiores a 1% em 2026.

Desta forma, conclui-se que a incerteza por ora mantém-se elevada, pelo que o nosso cenário central está sob revisão, sendo os riscos, no que respeita o crescimento, claramente enviesados em baixa. Na próxima revisão de cenário iremos já incorporar os impactos das tempestades que assolaram o país em janeiro-fevereiro, e que deverão ter sido expressivos no PIB do 1T. Mas de uma coisa continuamos bastante certos: a economia portuguesa partiu para 2026 numa posição muito favorável, com uma procura interna robusta e menores desequilíbrios estruturais. Apesar de todos os desafios, com elevada probabilidade continuaremos a crescer acima da Zona Euro e de grande parte dos nossos parceiros do euro.

Teresa Gil Pinheiro

Portugal: impacto do aumento dos preços do petróleo e gás no crescimento*

(p. p.)



Nota: * Impacto direto da alteração dos preços destas commodities.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Datastream e Bloomberg.

Guerra no Médio Oriente: impacto de um choque energético nas empresas portuguesas

Os recentes desenvolvimentos geopolíticos no Médio Oriente, em particular a escalada do conflito envolvendo o Irão, EUA e Israel, reavivam o risco de um novo choque energético com implicações relevantes para a economia europeia como um todo e, em particular, para a rentabilidade das empresas nacionais. A experiência vivida aquando da guerra na Ucrânia mostrou como aumentos abruptos e persistentes nos preços da energia podem deteriorar margens, pressionar estruturas de custos e refletir-se nos preços do consumidor, sobretudo em economias mais dependentes de importações energéticas. Este artigo analisa de que forma um novo choque energético associado ao conflito no Irão poderá afetar a rentabilidade das empresas em Portugal, num contexto macroeconómico e financeiro que, apesar de mais preparado, continua exposto a elevados níveis de incerteza.

As contas das empresas na ótica da produção: conceitos

Na ótica da produção, as contas das empresas procuram medir o contributo direto da atividade produtiva para a criação de riqueza, focando-se no processo de transformação de fatores produtivos em bens e serviços. O conceito central é o Valor Acrescentado Bruto (VAB), que representa a riqueza criada pela empresa e resulta da diferença entre a produção e os consumos intermédios.

A produção inclui o valor dos bens e serviços produzidos pela empresa num dado período, abrangendo vendas, variações de existências, trabalhos para a própria empresa e outros proveitos operacionais diretamente ligados à atividade produtiva. Os consumos intermédios correspondem ao valor dos bens e serviços adquiridos a terceiros e consumidos no processo produtivo (matérias-primas, energia, serviços externos), excluindo a remuneração do trabalho e do capital.

O VAB mede, assim, o rendimento gerado internamente pela empresa, que é depois distribuído sob a forma de remunerações dos trabalhadores, impostos líquidos de subsídios sobre a produção e excedente bruto de exploração (EBE). Se pensarmos em termos de reporte contabilístico das empresas, podemos considerar que o EBE é equiparado ao Resultado Operacional e ao EBITDA. Esta ótica é particularmente relevante para análises de produtividade, competitividade e impacto macroeconómico das empresas e está alinhada com os princípios das Contas Nacionais (SEC 2010).¹

1. Vide o site do INE acerca deste tema: https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_cnacionais_metodb2021.

Contas das empresas na ótica da produção



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

A fatura energética das empresas e o impacto de um choque

Mas quanto pesa a energia nas contas das empresas? Globalmente, a despesa em energia representa 8% da Produção e 20%² do VAB. Dentro das despesas em energia, 41% dizem respeito a eletricidade e 59% a outras fontes.³ Estes são valores médios, mas existem setores cuja despesa energética está mais concentrada numa determinada fonte. Por exemplo, no setor da Restauração 81% da despesa em energia é com eletricidade e algo semelhante se passa no setor do Alojamento (74%). Quando falamos de outras fontes (excluindo eletricidade) os níveis de concentração de despesa com energia são ainda maiores, com um número elevado de setores acima dos 90%. A saber: Transportes terrestres, Atividades Postais, Silvicultura, Ativ. Especializadas da Construção, Pesca, Ativ. relacionadas com edifícios e manutenção de jardins. Face às características destes setores (com os transportes à cabeça), parece claro que quando falamos de outras fontes de energia (excluindo eletricidade) a fatura recairá mais sobre os combustíveis.⁴

Mas quais os setores que têm o seu VAB mais exposto a grandes variações nos preços da eletricidade e dos combustíveis? Apresentamos estes dados no segundo gráfico.

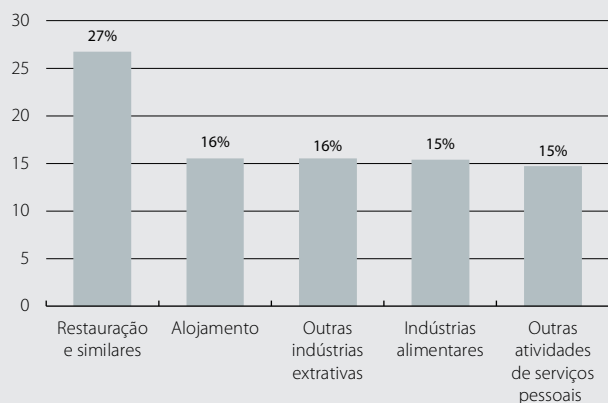
2. 8% as despesas em eletricidade e 12% as despesas noutras fontes de energia.

3. Para a repartição dos pesos neste estudo utilizámos os dados do artigo Amador, J.; (2022). «Mix e intensidade energética em Portugal: retratos com dados agregados e de empresa», Banco de Portugal.

4. Por simplificação e ausência de detalhe mais fino daqui em diante neste artigo vamos assumir que as outras fontes de energia excluindo eletricidade se referem a combustíveis.

Top 5 setores com maior despesa em eletricidade

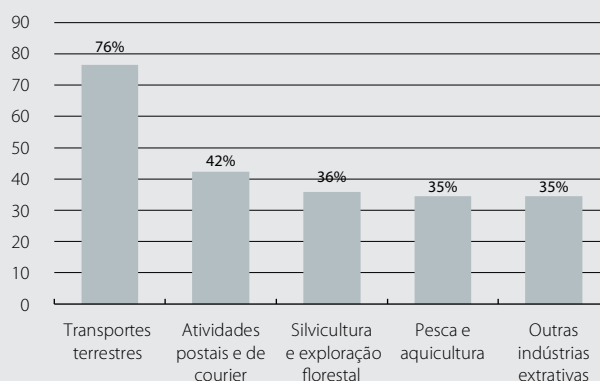
(% do VAB)



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

Top 5 setores com maior despesa em combustíveis

(% do VAB)



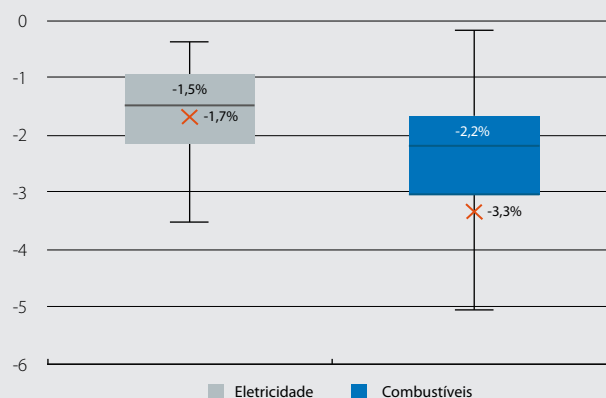
A diferença de proporção dos pesos entre estas duas fontes de energia sugere aquilo que já sabíamos – um choque nos combustíveis tem um potencial de magnitude maior na rentabilidade das empresas portuguesas do que um choque na eletricidade. Essa ideia é confirmada quando aferimos o potencial de erosão de outra medida de rentabilidade (o EBE), em resultado de um aumento de 10% nas despesas com eletricidade ou com combustíveis. Os resultados estão sumariados no terceiro gráfico. Em média, um aumento de 10% da eletricidade traduz-se numa redução de 1,7% no EBE das empresas e um aumento de 10% nos combustíveis traduz-se numa redução de 3,3%. As medianas também estão representadas no gráfico *box plot* (-1,5% e -2,2%, respetivamente). A razão da diferença entre a mediana e a média ser superior no caso dos combustíveis prende-se com a existência de valores *outliers* bastante extremos, ou seja, a existência de setores em que um aumento dos gastos com combustíveis em 10% traduz-se numa erosão do EBE muito superior. Esses pontos não estão representados no gráfico, mas podemos apontar por exemplo os Transportes terrestres (-29,4%), as Atividades postais e de courier (-24,1%), as Atividades relacionadas com edifícios, plantação e manutenção de jardins (-9,9%), a Pesca (-9,5%), e, Atividades de investigação e segurança (-9,1%).

O conflito que eclodiu no Médio Oriente tem sido especialmente penalizador para a cotação do Brent. Com efeito, o Irão é o 3º país com as maiores reservas comprovadas de crude e produz 3 milhões de barris/dia, a Arábia Saudita produz 10 milhões barris/dia, e, pelo estreito de Ormuz é feito o transporte marítimo de 25% do petróleo mundial. A circulação de petroleiros no estreito de Ormuz é controlada pelo Irão e à data que escrevemos encontra-se praticamente paralisada. Tendo este cenário em mente, simulámos o impacto do aumento do Brent para os 100 dólares a partir dos 69 dólares⁵ a que transacionava nos

5. Valor a que cotava o Brent nos dias que antecederam o início do conflito.

Potencial de erosão no Excedente Bruto de Exploração

Variação decorrente de um aumento de 10% nas despesas (%)



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

Setores mais impactados por um choque petrolífero (%)

Setor	Δ VAB	Δ EBE
Transportes terrestres	-34	-133
Ativ. postais e de courier	-19	-108
Silvicultura e exploração florestal	-16	-33
Pesca e aquicultura	-16	-43
Outras indústrias extrativas	-13	-29
Transportes por água	-12	-26
Agricultura, prod. animal e caça	-12	-14
Ativ. de aluguer	-9	-13
Ativ. desportivas, de diversão e recreativas	-8	-33
Recolha, drenagem e trat. águas residuais	-8	-13
Ativ. relacionadas com edifícios e manut. jardins	-7	-45
Ativ. de investigação e segurança	-5	-41
Ativ. de emprego	-1	-25

Nota: Seleccionámos os 10 setores com maior erosão de VAB e EBE (o que na maioria dos casos é coincidente).

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

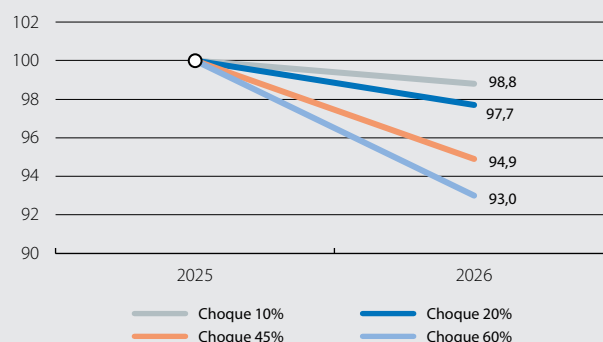
dias prévios ao conflito. O pressuposto desta simulação é que este aumento se traduz com a mesma magnitude no aumento das despesas com combustíveis, *ceteris paribus*. Para a totalidade do tecido empresarial, este exercício resulta em recuos médios de 5% no VAB e de 13% no EBE. Podemos ver no quadro a extensão da deterioração destas métricas nos setores mais penalizados no VAB e/ou EBE.⁶ Os transportes terrestres são o setor mais impactado e com risco de a operação gerar resultados negativos, o que só poderia ser colmatado com aumento do preço destes serviços ou com redução de outros custos. Fica bem patente o potencial que um choque energético tem de se refletir em aumentos dos preços no consumidor, na medida em que os serviços de transporte são um insumo a muitas outras atividades.

Estendemos este exercício para ter uma perspetiva do impacto agregado no VAB das empresas nacionais, ou seja, ponderando o peso do VAB de cada setor no VAB global⁷ e também choques de diferentes magnitudes. Assim, um choque de 45% aos preços dos combustíveis pré-Guerra no Irão teria uma redução estimada no VAB das empresas de 5,1% e um choque de 60% (implicitamente situa o Brent nos 110 USD/barril) faria encolher o VAB agregado em 7%.

Tiago Belejo Correia

Impacto no VAB das empresas resultante de choque no preço dos combustíveis

(Nível 2025=100)



Nota: Choque de 45% corresponde a um choque associado a um aumento do Brent para os 100 USD vs. preço do Brent nos dias pré- Guerra no Irão a refletir-se integralmente no preço dos combustíveis em bomba.

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

6. Por vezes os setores com maior erosão do VAB e EBE não coincidem devida ao peso relativo das remunerações VS despesas energéticas na conta de exploração.

7. Por simplificação ponderámos os setores que representam 60% do VAB das SNF e para os restantes atribuímos uma redução média global do VAB associada ao choque.

Outlook para o turismo nacional em 2026

Em 2025, os estabelecimentos de alojamento turístico em Portugal receberam 32,5 milhões de hóspedes e 82,1 milhões de dormidas, refletindo crescimentos anuais de 3,0% e 2,2%, respetivamente. O incremento dos proveitos totais foi mais forte (+7,2%) decorrente não só da inflação dos serviços associados a viagens e turismo, mas também da subida na cadeia de valor (crescimento mais elevado de proveitos nos estabelecimentos de alojamento turístico de segmentos mais altos). Nos últimos anos temos perspetivado recorrentemente números recorde no setor, que se confirmam. A tendência manter-se-á em 2026? É isso que pretendemos clarificar neste artigo.

Cenário para 2026

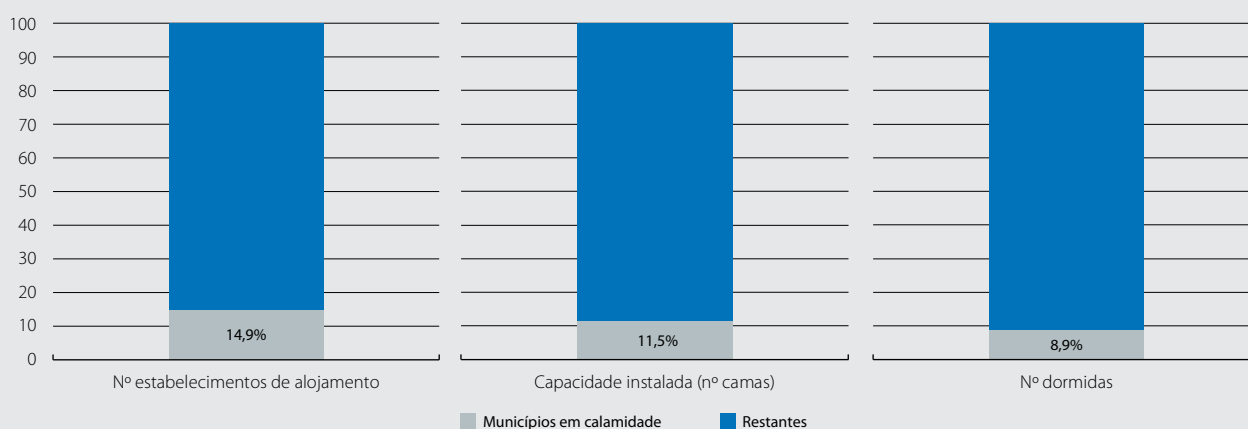
Desenhámos um cenário para a evolução do setor em 2026 ancorado nos últimos dados, na observação de dinâmicas e também em algum *know how* de fontes externas. Partimos de um cenário «endógeno» (aquele que existiria em 2026 *ceteris paribus* decorrente dos dados e das dinâmicas observadas) e considerámos à posteriori alguns efeitos «exógenos» aos quais atribuímos um peso/impacto como forma de *add-on*, para chegar aos números finais.

De acordo com as Nações Unidas, o setor a nível global deverá crescer entre 3% a 4% em 2026,¹ alavancado na recuperação do turismo na Ásia e Pacífico, na manutenção de condições económicas globais favoráveis, na continuação da redução da inflação dos serviços turísticos e assumindo que os conflitos geopolíticos não se intensificam. A expectativa de um painel de especialistas numa *survey* desta organização aponta para um ano positivo embora abaixo das que eram registadas na mesma *survey* para 2025. No nosso cenário «endógeno» estimámos um crescimento global dos hóspedes em Portugal de 3,4% em 2026, na metade inferior do intervalo entre 3% e 4%. Para este racional concorrem diversos aspetos. Primeiro, a posição no ciclo. Enquanto o turismo

noutras partes do globo está ainda numa fase de expansão/recuperação forte pós-Covid, em Portugal esse caminho já foi trilhado (entre os países da UE somos dos que tem maior variação face a este período) e encontramos-nos numa fase de consolidação. Por outro lado, o *value for money* continuará a ser a principal preocupação dos viajantes, e Portugal nesta matéria não compara bem num dos termos da equação, quando olhamos ao fator preço.² Por fim, o desempenho com dinâmica e *outlook* fortes em alguns países da bacia do mediterrâneo que concorrem diretamente com Portugal – Albânia, Malta, Montenegro e Turquia. A evolução do número de voos nos aeroportos nacionais, *proxy* para a evolução do turismo internacional, apresenta-se coerente com esta visão, registando-se em janeiro um crescimento homólogo de 3,3%. A capacidade aérea também tem aumentado já observando dados de 2026. Em janeiro, o número de rotas e lugares aumentaram em termos homólogos 4,5% e 4,0%, respetivamente. Em fevereiro 2,9% e 1,8%. O *forecast* para o número de lugares que consultámos no «TravelBI» (do Turismo de Portugal, i.e. «TdP») apontam para crescimentos homólogos acima de 3% na época alta de verão.

Um *add-on* que considerámos ao valor global da previsão final está associado à expansão da oferta hoteleira. De acordo com os dados do TdP, os hotéis a abrir num futuro próximo cifram-se em 76 unidades, às quais correspondem 4.268 quartos e 8.154 camas.³ Tomando como referência este pipeline de quartos, a concretização destes hotéis traduzir-se-ia num aumento total de capacidade de alojamento nos EAT de 2%. Como *assumption* admitimos a entrada de 20% do pipeline do TdP a operar em 2026 e com uma taxa de ocupação de 50%, resultando num incremento de turistas de 0,2%. O outro *add-on*, neste caso a subtrair ao «crescimento endógeno», prende-se com o efeito das tempestades e cheias que se fizeram sentir no final de janeiro e fevereiro no território

Representatividade dos municípios em calamidade no setor do turismo (%)



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

1. Vide World Tourism Barometer – volume 24, Issue 1, January 2026. Nota: este estudo é anterior ao conflito com o Irão.
2. Vide Focus «A posição de Portugal no Índice de Desenvolvimento das Viagens & Turismo» no relatório IM09/2024.
3. Projetos de empreendimentos turísticos com parecer favorável do TdP e com data de despacho em 2024 e 2025.

nacional. Neste contexto, foi declarada situação de calamidade em 68 municípios que concentram 17% da população residente. Nestes municípios o setor do alojamento turístico não é a atividade mais importante, mas não é negligenciável. Em 2025 estes municípios concentravam 14,9% dos estabelecimentos em atividade (1.263 unidades), 11,5% da capacidade instalada (58,3 mil camas) e 8,9% das dormidas no país (7,3 milhões). O efeito que estimámos subtrai 0,8% ao «cenário endógeno». ⁴ Assim, a nossa previsão para a evolução do número de hóspedes em 2026 é de 2,8%, uma ligeira desaceleração face aos 3% registados em 2025.

Por geografias, o cenário assume um crescimento dos hóspedes residentes na ordem dos 3% (4,7% em 2025) atento à expectativa de moderação do crescimento nos salários reais e ao movimento de busca por *value for money*, que poderá desviar algum turismo para o estrangeiro ou para soluções de alojamento não abrangidas pelas estatísticas do INE que tomamos como base para as previsões. ⁵ O conflito no Médio Oriente poderá encarecer alguns destinos mais longínquos em benefício do turismo interno, e também por isso a nossa previsão para o crescimento dos hóspedes residentes é mais forte do que a de crescimento dos hóspedes não residentes.

No lado dos não residentes, mercados emissores dos EUA e Canadá deverão continuar a moderar o seu ritmo de crescimento, com incrementos de +2% e +3%, respetivamente. Esta moderação assenta sobretudo na ocorrência de um grande evento desportivo que abrange os dois países (Mundial de Futebol de 2026) e que deverá dinamizar o turismo interno. O prolongamento no tempo do conflito no Médio Oriente também contribui para um abrandamento do turismo de longo curso face ao encarecimento das viagens de avião (associado ao aumento dos custos com combustível).

Como se traduzirá isto em termos de agregados macroeconómicos? Os últimos dados da conta satélite do turismo que dispomos referem-se a 2024. Nestes, estima-se que o consumo turístico tenha representado 16,6% do Produto Interno Bruto (PIB), mantendo o peso relativo no PIB observado em 2023. O Consumo do Turismo no Território Económico (CTTE) e o VABGT atingiram os €47,2 mil milhões e 20,1 mil milhões, respetivamente, o que representou um aumento em termos nominais de 6,5%.

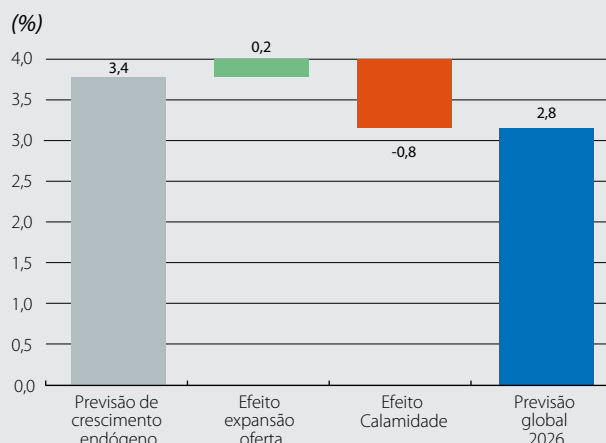
Visto que já temos dados para o PIB, VAB e exportações do Turismo para todo o ano 2025 e projeções do Turismo e PIB para 2026, recorrendo a modelos econométricos tentámos fazer uma aproximação à evolução do VAB do Turismo e peso do turismo no PIB. Assim, perspetivamos que o turismo em 2025 tenha voltado a aumentar o seu peso no PIB (de 16,6% para 17%) e que continue a fazê-lo em 2026 (para 17,5%), atingindo nesse ano um VAB de 23,1 mil milhões de euros.

Tiago Belejo Correia

4. Aqui as *assumptions* são uma quebra de 100% de hóspedes em fevereiro nos concelhos em calamidade da região de Leiria e de 70% nos três meses seguintes, e, quebra de 80% dos hóspedes em fevereiro nos restantes concelhos em calamidade excluindo os da região de Leiria.

5. No caso do AL, as séries só contemplam estabelecimentos com pelo menos 10 camas (limiar estatístico previsto no Reg. UE 692/2011).

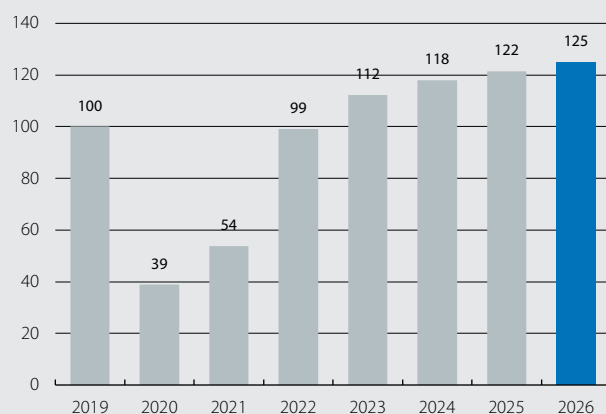
Previsão para o crescimento de hóspedes em 2026



Fonte: Previsões do BPI Research.

Número de hóspedes

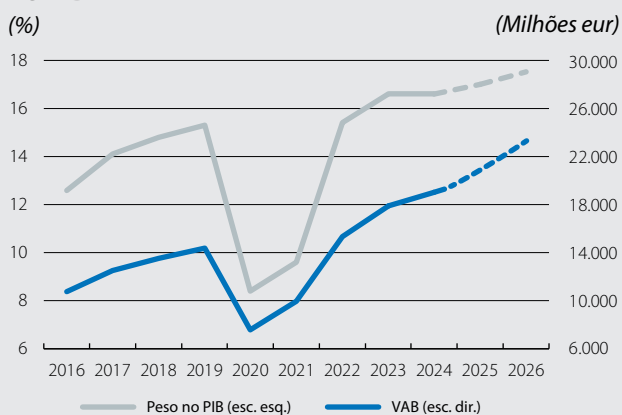
(2019 = Nível 100)



Nota: Dados de 2026 referem-se a previsões do BPI Research.

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

Portugal: VAB do Turismo e Peso do Turismo no PIB



Nota: Os dados de 2025 e 2026 referem-se a previsões do BPI Research.

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

O desempenho da indústria portuguesa: dinâmicas setoriais, competitividade e reindustrialização

À semelhança da maioria das economias europeias, Portugal passou por um processo natural de desindustrialização no final do século passado, com o aumento da importância do setor terciário na atividade e no emprego. Em 2024, e segundo as séries longas do INE, as indústrias¹ produziram um valor acrescentado bruto (VAB) que representava apenas 13,3% do PIB nominal, um peso consideravelmente abaixo do verificado até ao início dos anos 90 (mais de 20% de forma consistente). Este processo significou a transição para uma economia considerada desenvolvida, dado o reforço do setor terciário, sendo uma das consequências a perda de quota de mercado externo em indústrias estratégicas (por exemplo, os têxteis) para outros países onde as condições empresariais ou os custos de produção eram mais competitivos (nomeadamente asiáticos, como a China),² tal como verificado na generalidade da Europa.

Esta situação reflete-se nos limites à competitividade que a estrutura empresarial³ enfrenta, pelo que a revitalização da indústria portuguesa, a par com o aumento do investimento em inovação, torna-se crucial para se criarem fundamentos sólidos sobre os quais a economia possa crescer de forma sustentada a médio-longo prazo e mitigar a sua exposição à volatilidade dos mercados internacionais. Isto revela-se particularmente relevante na conjuntura atual de elevada incerteza geopolítica, reforçada pela escalada de tensões no Médio Oriente e a paralisação do comércio de energia pelo Estreito de Ormuz, que acentuou os riscos ascendentes sobre a inflação e os riscos descendentes sobre a atividade e a procura externa.

Neste artigo analisamos a evolução do valor criado pelas principais indústrias, as dinâmicas no comércio externo e se tem havido uma reorientação estratégica para segmentos de maior potencial produtivo e inovador.

O valor criado pelas indústrias

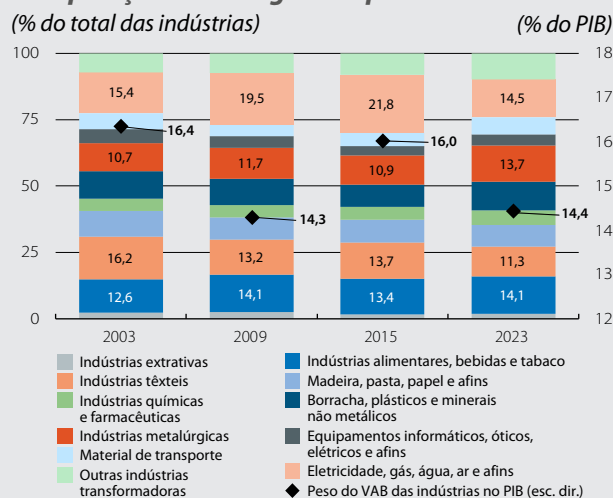
Entre 2003 e 2023, o VAB gerado pelas indústrias aumentou 63,4% para cerca de 39 mil milhões de euros. O ramo que mais contribuiu para o aumento em termos absolutos foram as indústrias metalúrgicas (+2.792,8 milhões de euros; +108,8%), tornando-se a terceira maior indústria com uma representação de 13,7% (+3,0 p. p.) do VAB total

1. Incluindo indústrias extrativas, transformadoras e a eletricidade, gás, água, ar e afins, aqui designadas por utilidades públicas.

2. Ver artigo do Boletim Económico do BCE: «Past and future challenges for the external competitiveness of the euro area» (https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/articles/2024/html/ecb.ebart202406_01~3639959dc2.en.html).

3. Ver Focus no IM09/2025: «Os limites à produtividade e competitividade das empresas portuguesas» e no IM10/2025: «A competitividade das empresas portuguesas – uma perspetiva setorial».

Composição do VAB gerado pelas indústrias



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

do setor, por via de um grande aumento da formação bruta de capital fixo (FBCF). As utilidades públicas não sofreram grandes alterações (VAB aumentou 54% no mesmo horizonte de 20 anos), continuando a ser o maior ramo embora com uma relevância decrescente (14,5%; -0,9 p. p.). As indústrias alimentares destacaram-se pela positiva (+82,9%), tornando-se no segundo principal ramo (14,1%; +1,5 p. p.), também importante visto que o país apresenta alguma dependência externa neste tipo de bens. Já as indústrias têxteis, cuja posição foi impactada pelo aumento da concorrência de produtos importados e ultrapassada pelas indústrias alimentares, encontram-se em declínio, com o VAB a crescer apenas 14,5% e o respetivo peso a cair 4,8 p. p. para 11,3%.

Além da metalurgia, os principais destaques incidem sobre os farmacêuticos (cujo VAB aumentou 171,9% desde 2003 e o respetivo peso +1,0 p. p. para 2,5%) e o material de transporte (+74,4%; +0,4 p. p. para 6,3%), indústrias de alta e média-alta intensidade tecnológica que contribuem para a especialização estratégica em áreas mais competitivas internacionalmente.

Dinâmicas na procura externa

As exportações de bens industriais aumentaram nas últimas duas décadas (+151,7% entre 2005 e 2025), mas recentemente sofreram uma estagnação, devido ao menor contributo de ramos como os têxteis; madeira, cortiça, papel e afins; coque e produtos petrolíferos refinados. As indústrias alimentares forneceram o maior contributo para a variação acumulada (+22,0 p. p. e um peso de 11,2% em 2025), associadas à dinamização da agricultura. O material de transporte também deu um contributo relevante (20,7 p. p.) e possui o maior peso no total exportado (13,7%) apesar de

este ter diminuído, associando-se à dinamização da indústria automóvel embora esta careça de maior investimento em inovação e eficiência. O principal destaque recente vai para o aumento do peso das indústrias farmacêuticas e dos produtos informáticos, óticos e afins, devido ao impulso dado pelos fundos europeus para dinamizar a competitividade do setor secundário, reorientando-o para segmentos mais intensivos em tecnologia, conhecimento e de maior valor acrescentado.

Apesar do dinamismo na procura externa, nomeadamente em ramos relevantes à autonomia estratégica do país ou de maior intensidade tecnológica, permanecem alguns entraves estruturais. O saldo comercial dos bens das indústrias agravou-se nos últimos anos para -26.698,9 milhões de euros (o que equivale a -8,7% do PIB),⁴ refletindo uma dependência externa persistente e exposição relevante a choques da oferta.

Estratégias para a competitividade e reindustrialização

Em retrospectiva, houve uma evolução positiva na criação de valor por parte do setor secundário e um aumento da relevância de indústrias de maior tecnologia e conhecimento, como a farmacêutica, a tecnológica e a automóvel. Porém, vemos espaço para novos desenvolvimentos, visto que a economia ainda se encontra concentrada no turismo e a estrutura produtiva continua a assentar significativamente em segmentos de baixo valor acrescentado.

Assim, é consensual que a reindustrialização, tendo em conta tanto a transição energética como a transição digital, assume um papel crucial na busca pela autonomia estratégica e um crescimento sustentado. Para estes fins, Portugal reúne múltiplas condições favoráveis, nomeadamente uma melhoria significativa na proporção de mão-de-obra qualificada,⁵ uma localização geográfica privilegiada (e uma Zona Económica Exclusiva vasta por explorar), hegemonia na produção de energias renováveis⁶ e uma base consolidada de apoio financeiro público.

O PRR tem financiado a competitividade da indústria através das Agendas Mobilizadoras, reforçando a capacidade de modernização e internacionalização das empresas, o que poderá ser maximizado este ano pela entrada na fase final da sua execução. No pilar da resiliência, tem acelera-

4. -8.069,4 milhões (equivalente a -4,5% do PIB) em 2015.

5. Por exemplo, segundo o Eurostat, o *gap* da proporção de mão-de-obra com no máximo o ensino básico no emprego total da indústria transformadora entre Portugal e a UE diminuiu de 52 p. p. de diferença para 28 p. p. entre 2011 e 2024. O mesmo se verifica nas indústrias extrativas (62 p. p. para 39 p. p.).

6. Ver Focus no IM02/2026: «O mercado da energia em Portugal encontra-se numa trajetória sólida e adaptativa, mas a pobreza energética persiste».

Exportações de bens das indústrias: contributos para a variação acumulada e peso

	Contributo para a variação das exportações das indústrias (p. p.)				Peso no total exportado (%)		
	2005-2019	2019-2025	2024-2025	2005-2025	2005	2015	2025
Total das indústrias	91,5	31,4	0,2	151,7	97,4	97,1	96,2
Indústrias extrativas	1,2	0,8	-0,1	2,7	1	1,1	1,4
Indústrias alimentares, bebidas e tabaco	11,2	5,6	-0,2	22	7,2	10	11,2
Indústrias têxteis	6,3	0,7	0	7,7	17,1	13,7	9,6
Madeira, cortiça, papel, cartão e afins	5,4	1,3	-0,3	7,9	8,2	7,7	6,2
Coque e produtos petrolíferos refinados	7,4	0,3	-1,6	7,9	3,5	7,2	4,4
Indústrias químicas	5,1	0,3	-0,3	5,6	6	5,7	4,5
Indústrias farmacêuticas	3	6,5	1,9	15,4	1,1	1,9	6,3
Borracha e outros minerais não metálicos	8,9	2,7	-0,1	14,1	7,9	9,5	8,5
Indústrias metalúrgicas (exceto máquinas e equipamentos)	8,2	2,9	-0,2	13,8	8,2	9	8,5
Máquinas e equipamentos	4,4	0,7	0,4	8,9	4,4	4,6	5,1
Equipamentos informáticos, óticos e afins	2,9	3	-0,3	8,6	9	3,8	6,8
Equipamento elétrico	3,7	1,8	0,6	7,2	4,6	5,5	4,5
Material de transporte	18,1	1,3	0,4	20,7	14,7	12	13,7
Outras indústrias transformadoras	4,6	1,1	0	6,7	3,4	4,1	3,9
Eletricidade, gás, água, ar e afins	1,2	0,8	0	2,6	1,1	1,1	1,4

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

do a qualificação da mão-de-obra e a automação dos processos.⁷ O pilar da transição digital reduz assimetrias tecnológicas, sobretudo entre PMEs, com a componente «Empresas 4.0». Paralelamente, incentiva a descarbonização e eficiência energética por via do pilar da transição climática. O Programa COMPETE 2030 complementa o PRR no âmbito da investigação e desenvolvimento, novos produtos, transferência de conhecimento e no reforço da política industrial sobre ativos intangíveis. É de notar ainda que o conflito recente entre os EUA, Israel e Irão e o consequente aumento dos preços do petróleo e do gás natural poderá refletir-se negativamente no desempenho de algumas indústrias mais expostas ao consumo de energia, nomeadamente a química; a de borracha, plástico e minerais não metálicos e a de madeira, cortiça, papel e afins.

Tiago Miguel Pereira

7. Acresce a nova linha «Reindustrializar», com uma dotação inicial de 150 milhões de euros e gerida pelo Banco de Fomento.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	01/26	02/26	03/26
Índice coincidente para a atividade	2,0	2,0	1,8	2,0	2,2	...	2,1	2,1	...
Indústria									
Índice de produção industrial	0,8	0,5	1,2	2,8	0,3	...	0,4	-4,4	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-6,2	-4,0	-4,8	-3,4	-2,8	-2,0	-1,4	-2,1	-2,4
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	6,5	20,6	20,1	8,9	16,0	...	-16,9	...	...
Compra e venda de habitações	14,5	15,5	15,5	3,8	-4,7	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária)	8,5	17,4	17,4	18,2	18,4	...	18,7	17,2	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	6,3	1,9	4,1	2,6	1,9	...	1,6	1,7	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	5,6	10,1	6,6	12,9	8,4	4,9	4,7	5,0	5,0
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	3,3	4,8	4,8	5,4	4,4	...	4,4	4,9	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,8	3,4	3,5	3,1	3,1	...	3,2	3,1	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-18,0	-16,2	-17,9	-16,2	-15,2	-16,2	-14,7	-15,3	-18,7
Mercado de trabalho									
População empregada	1,2	3,2	2,9	3,7	3,7	...	2,6	2,0	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,4	6,0	5,9	5,8	5,8	...	5,6	5,8	...
PIB	2,2	1,9	1,7	2,2	1,9	...	-	-	-

Preços

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	01/26	02/26	03/26
Inflação global	2,4	2,3	2,2	2,6	2,2	2,2	1,9	2,1	2,7
Inflação subjacente	2,5	2,2	2,3	2,3	2,1	1,9	1,8	1,9	2,0

Setor externo

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	01/26	02/26	03/26
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	2,0	0,6	4,2	2,0	0,6	...	-1,6	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	2,0	4,0	7,0	6,7	4,0	...	3,1	...	...
Saldo corrente	6,5	3,8	3,5	3,0	3,8	...	3,4	...	...
Bens e serviços	6,4	3,7	4,0	3,5	3,7	...	3,3	...	...
Rendimentos primários e secundários	0,1	0,1	-0,5	-0,5	0,1	...	0,0	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	9,6	8,3	6,9	7,0	8,3	...	7,8	...	...

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	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	01/26	02/26	03/26
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	7,5	5,4	5,4	6,3	5,4	...	5,0	5,1	...
À ordem	-0,3	8,1	5,1	8,6	8,1	...	7,5	8,0	...
A prazo e com pré-aviso	15,3	3,1	5,8	4,3	3,1	...	2,8	2,6	...
Depósitos das Adm. Públicas	26,7	28,7	39,6	-0,5	28,7	...	25,3	29,2	...
TOTAL	7,9	6,0	6,4	6,1	6,0	...	5,6	5,9	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	1,9	6,6	4,9	5,8	6,6	...	6,7	6,8	...
Empresas não financeiras	-1,0	2,6	2,0	2,2	2,6	...	2,3	2,7	...
Famílias - habitação	3,0	9,3	6,4	8,0	9,3	...	9,6	9,6	...
Famílias - outros fins	5,4	7,0	6,6	6,9	7,0	...	7,1	7,2	...
Administrações Públicas	0,6	6,4	3,8	4,8	6,4	...	5,2	4,9	...
TOTAL	1,9	6,6	4,8	5,7	6,6	...	6,6	6,7	...
Taxa de incumprimento (%)²	2,4	2,1	2,3	2,3	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 resiste

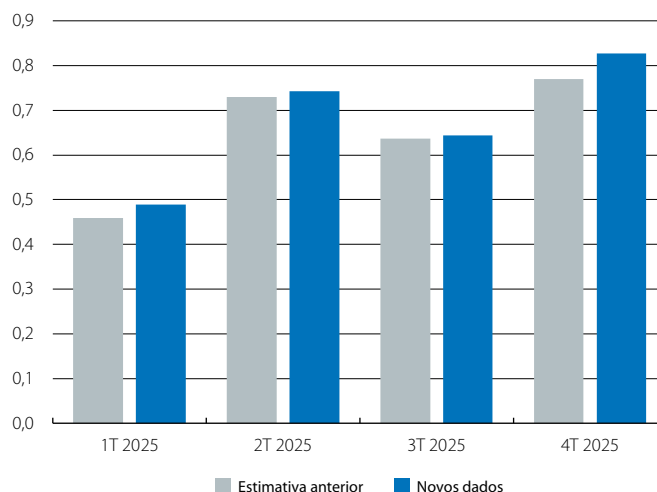
A instabilidade geopolítica complica o cenário macroeconómico. O complexo contexto internacional dos últimos anos foi novamente abalado pela guerra no Médio Oriente, acentuando os riscos de revisão em baixa do nosso cenário, sobretudo devido ao aumento dos preços da energia. Embora ainda seja cedo para avaliar o seu impacto na economia, dada a elevada incerteza quanto à sua duração e alcance, Espanha enfrenta a situação a partir de uma posição relativamente favorável: a economia mostrou uma dinâmica muito robusta no final de 2025, o que nos levou a rever em alta a previsão de crescimento do PIB para 2026 para 2,4% em fevereiro, antes do início do conflito. Além disso, os indicadores de atividade do 1T mantiveram-se robustos. Adicionalmente, a redução do défice público e do endividamento externo nos últimos anos tem sido um fator diferencial em relação a crises anteriores.

No BPI Research, estimamos que, se o aumento dos custos energéticos for temporário e moderado, em linha com o que os futuros do petróleo e do gás apontavam em março, as previsões de crescimento da economia espanhola apenas se reduziram em algumas décimas. Mesmo assim, o impacto não seria homogêneo em toda a economia, sendo os setores mais afetados a indústria de energia intensiva, os transportes e o agroalimentar. O efeito seria menor do que na Zona Euro, dada a menor dependência de Espanha dos fluxos energéticos provenientes do Médio Oriente (cerca de 5% do petróleo e menos de 2% do gás natural liquefeito que chega a Espanha passa pelo Estreito de Ormuz) e o maior peso das energias renováveis no cabaz energético. Para atenuar os efeitos da crise, o Governo aprovou um pacote de medidas no valor de cerca de 5.000 milhões de euros, que inclui reduções de impostos sobre a produção de combustíveis, gás e eletricidade, bem como ajudas diretas a empresas e famílias (ver o Focus «A crise no Irão: em que medida pode afetar a economia espanhola», neste relatório). Em qualquer caso, será necessário acompanhar de perto a evolução do conflito, a rapidez ou o prolongamento da guerra e, sobretudo, a gravidade dos danos causados às infraestruturas energéticas.

Os indicadores de atividade apontam para um crescimento dinâmico no 1T. As condições meteorológicas adversas e as perturbações no tráfego ferroviário dificultaram a atividade no início do ano, mas têm vindo a acelerar para fechar um trimestre dinâmico. Quanto ao setor dos serviços, o PMI recuperou em março para 53,3, compensando grande parte da descida registada em fevereiro: está 3,5 pontos abaixo do registo do trimestre anterior, mas aponta para um crescimento ainda notável do setor (acima da marca dos 50 pontos de expansão). O PMI da indústria transformadora diminuiu 1,8 pontos na média do 1T, em comparação com o 4T 2024, para 49,3 pontos, antecipando uma possível desaceleração do setor industrial, impulsionada pela crescente incerteza. No que respeita ao consumo, as vendas a retalho excluindo estações de serviço, em volume e corrigidas de sazonalidade, caíram 0,4% em janeiro-fevereiro em comparação com a média do 4T 2025, a primeira queda desde o 1T 2023. Contudo, o Monitor do Consumo do CaixaBank Research, com dados para o conjunto do trimestre, registou um crescimento homólogo de

Espanha: PIB

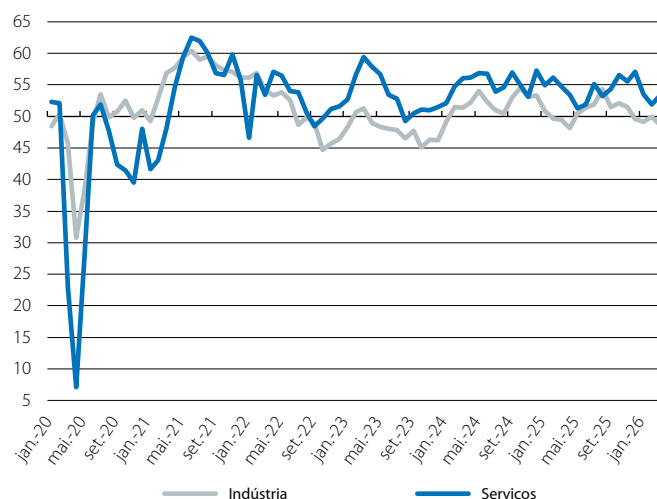
Varição em cadeia (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.

Espanha: PMI

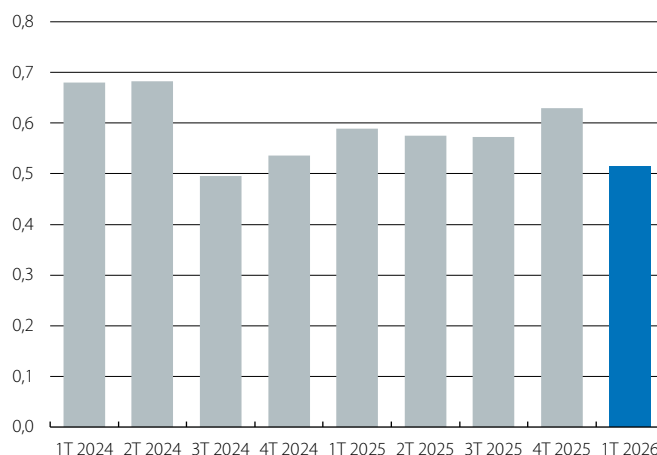
Nível



Fonte: BPI Research, a partir de dados da S&P Global PMI.

Espanha: inscritos na Segurança Social

Varição em cadeia (%)



Nota: Série ajustada de sazonalidade.

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

3,5%, abaixo dos 4,6% do trimestre anterior, embora o perfil mensal seja muito revelador: em janeiro cresceu uns expressivos 4,0%; em fevereiro caiu para 1,8%, em grande parte devido ao clima adverso na primeira metade do mês; e, em março, voltou a subir para 4,7%. De um modo geral, os indicadores disponíveis sugerem um crescimento do PIB no 1T de cerca de 0,4%-0,5% em cadeia.

O emprego mantém-se robusto em março. Os inscritos na Segurança Social aumentaram em março 211.511 pessoas (0,98% em termos mensais), um pouco mais do que o habitual para este mês nos últimos anos (0,91% em média em 2023-2025). No 1T como um todo, as inscrições na Segurança Social corrigidas de sazonalidade abrandaram ligeiramente em 0,1 p. p. para 0,5% em cadeia.

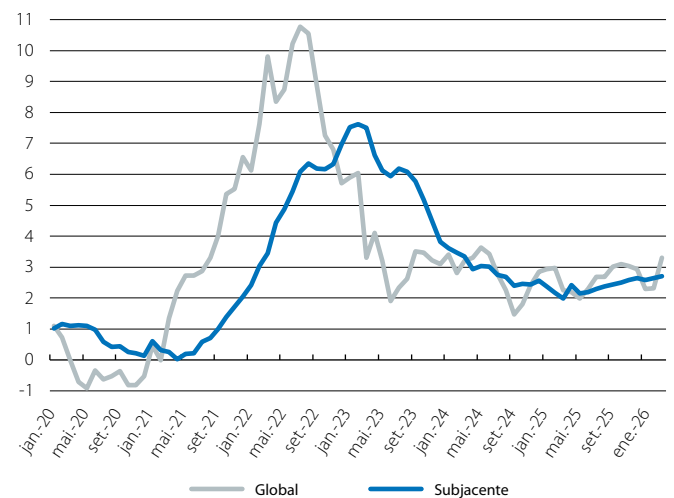
O impacto do conflito no Médio Oriente e das medidas tomadas pelo Governo é mais visível na subida da inflação. Segundo a estimativa rápida do IPC, a inflação global situou-se em 3,3% em março, 1 p. p. acima do mês anterior. No entanto, a recuperação teria sido ainda mais forte sem as medidas tomadas pelo Governo, aproximando-se dos 4,0%. A inflação subjacente, que exclui os preços da energia, manteve-se em 2,7%, mas se o conflito se arrastar e as pressões sobre os custos da energia persistirem, poderá também ser afetada. A recuperação dos preços da energia introduz riscos de subida nas nossas previsões de inflação. O cenário prevê uma inflação de 2,4% para o conjunto do ano, mas esta poderá rondar os 3% se os preços do petróleo e do gás evoluírem de acordo com o que os mercados de futuros esperavam em março, embora a trégua recentemente anunciada, se consolidada, possa moderar a extensão da retoma.

A redução do défice público dos últimos anos ajuda a enfrentar o novo choque. O défice das administrações públicas situou-se em 40.330 milhões de euros em 2025 (2,4% do PIB), menos 8 décimas do que no ano anterior e o melhor registo desde 2007. Consequentemente, o défice melhorou em 1 décima em relação ao objetivo do Governo. Se excluirmos o impacto orçamental da DANA, que não é contabilizado de acordo com as regras orçamentais europeias, o défice passa de 2,9% para 2,2%.

O endividamento externo permanece relativamente baixo e constitui outro fator de diferenciação em relação a crises anteriores. O défice da posição de investimento internacional líquida (PIIL, o saldo de ativos e passivos financeiros face ao resto do mundo) cresceu 3,8 p. p. em 2025 para 44,8% do PIB, mas mantém-se num nível baixo face aos anos anteriores (-83,6% em média em 2014-2019) e longe do pico histórico de 2009 (-97,2%). A deterioração resultou exclusivamente de um efeito de valorização negativo, ligado aos preços e às taxas de câmbio (a revalorização e a apreciação do euro tiveram um impacto no passivo superior ao do ativo), enquanto as operações financeiras líquidas foram positivas (o ativo aumentou mais do que o passivo). A dívida externa bruta (saldo dos passivos que geram obrigações de pagamento futuras) cresceu ligeiramente para 163,6% do PIB (162,9% em 2024), embora permaneça abaixo do nível de 2019 (168,6%).

Espanha: IPC

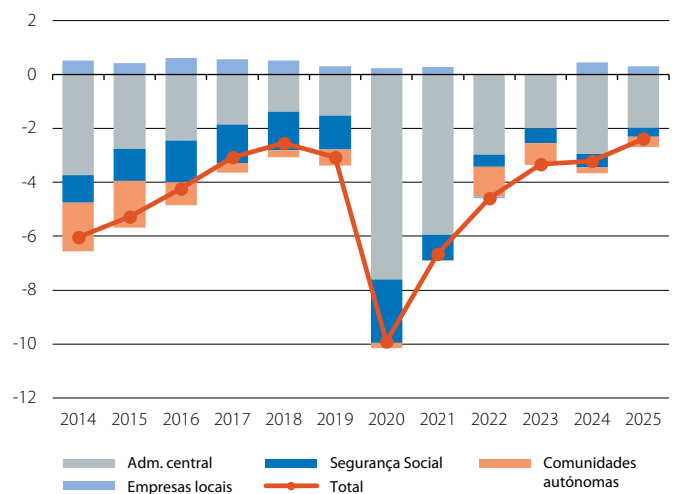
Variación homóloga (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.

Espanha: saldo das administrações públicas

(% do PIB)

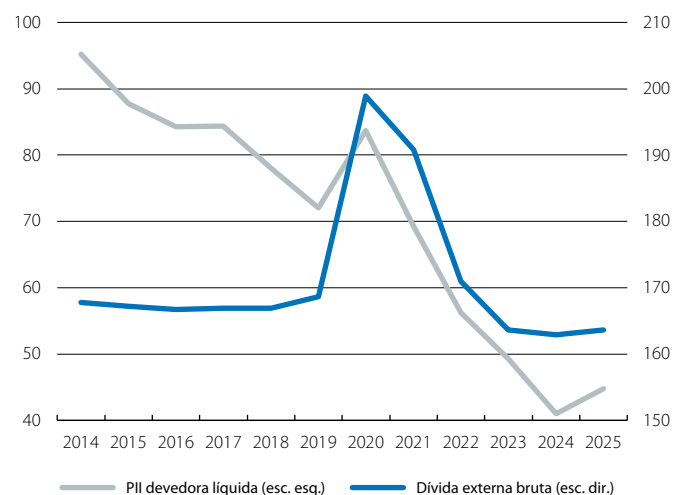


Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Ministério das Finanças espanhol.

Espanha: PII devedora e dívida externa bruta

(% do PIB)

(% do PIB)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Banco de Espanha.

Espanha perante o novo choque energético: uma comparação com a Europa

A recente escalada do conflito no Golfo Pérsico, com a eclosão da guerra no Irão, voltou a colocar a energia no centro da agenda económica mundial. Embora a extensão e a duração do conflito permaneçam incertas, os mercados, especialmente os mercados do petróleo e do gás natural, reagiram rapidamente. Neste contexto, analisamos a posição da economia espanhola face a este novo choque energético.

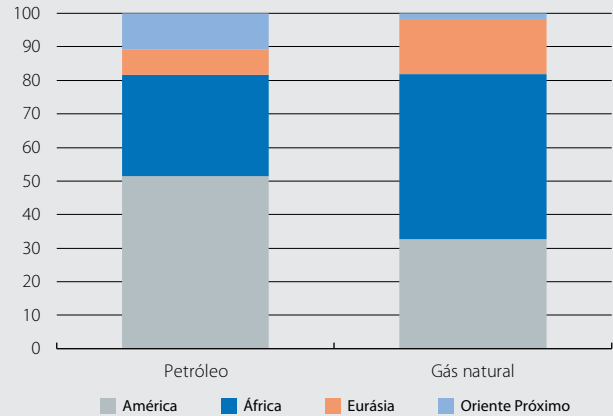
Na perspetiva do aprovisionamento, um dos principais pontos fortes de Espanha é a sua baixa exposição direta ao Golfo Pérsico. Aproximadamente 10% do petróleo importado provém da região (principalmente da Arábia Saudita e do Iraque), enquanto no caso do gás natural esta percentagem é inferior a 2%, sendo a principal fonte o Qatar. Esta dependência limitada reduz o risco de interrupções físicas no fornecimento. Contudo, a natureza global destes mercados implica que um aumento sustentado das tensões geopolíticas se repercute nos preços, independentemente da origem das importações.

Comparativamente à UE no seu conjunto, Espanha está um pouco menos exposta ao Golfo Pérsico, mas depende mais da Argélia e da Nigéria para as importações de petróleo e de gás, bem como dos EUA para as importações de gás. A parte do gás argelino nas importações constitui uma vantagem comparativa, uma vez que é transportado principalmente por gasoduto. Este tipo de fornecimento é menos suscetível de ser redirecionado para outros mercados e, por conseguinte, tende a ser mais estável do que o gás natural liquefeito (GNL). Além disso, esta menor capacidade de redirecionamento, aliada à ausência de custos associados à liquefação e regaseificação, tende a traduzir-se num preço inferior ao do GNL.

Outro fator estrutural relevante é a melhoria acumulada da eficiência energética da economia espanhola. A intensidade energética, medida como a quantidade de energia necessária para gerar 1.000 euros de PIB a preços constantes, foi reduzida em cerca de um terço desde o início do século. Esta evolução contribui para amortecer o impacto macroeconómico do aumento dos preços da energia, limitando o aumento dos custos de produção e, em última análise, dos preços finais. Apesar destes elementos favoráveis, a principal fraqueza de Espanha continua a ser a sua grande dependência da energia estrangeira: 70% das suas necessidades energéticas têm de ser cobertas por importações, uma taxa que é apenas 5 p. p. inferior à do início do século.

No que respeita à intensidade energética, Espanha situa-se em níveis muito semelhantes à média europeia. As diferenças significativas podem ser observadas na dependência energética total, que é mais elevada em Espanha do que no resto da Europa. Tal como se pode ver no quarto gráfico, Espanha cobre as suas necessidades energéticas

Espanha: importações de petróleo e gás natural (% sobre o total)

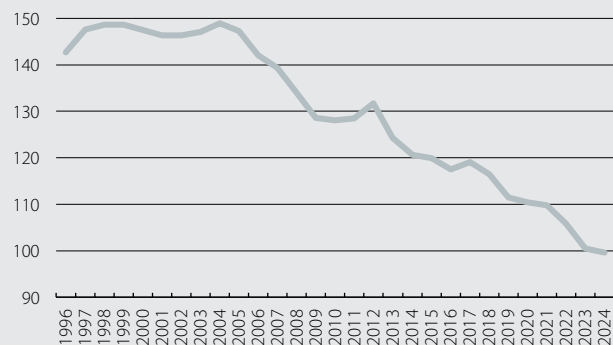


Notas: Dados de 2025. Percentagem do total em volumes.

Fonte: BPI Research, com base em dados CORES.

Espanha: intensidade energética

(Unidades de energia por 1.000 euros de PIB a preços constantes)

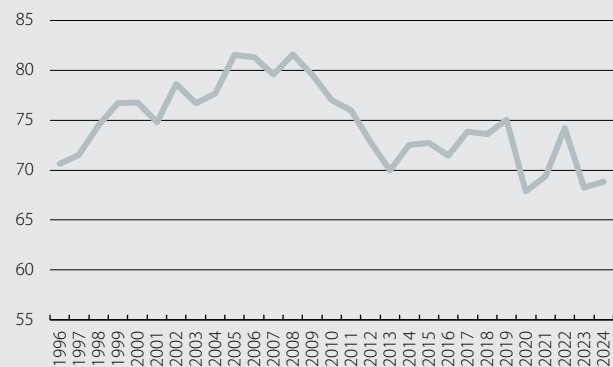


Notas: Energia medida em quilogramas equivalentes de petróleo. O numerador corresponde à energia bruta disponível (produção primária, recuperação e reciclagem, importações líquidas e variação de existências).

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

Espanha: dependência energética

Importações líquidas de energia em percentagem da energia bruta disponível (%)



Nota: A energia bruta disponível inclui a produção primária, a recuperação e a reciclagem, as importações líquidas e as variações de existências.

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

em maior medida com produtos petrolíferos importados, enquanto no resto da Europa estas são cobertas em maior medida com carvão, cujas reservas são significativas no continente, especialmente na Alemanha e na Polónia.¹

O mercado elétrico: a exceção ibérica

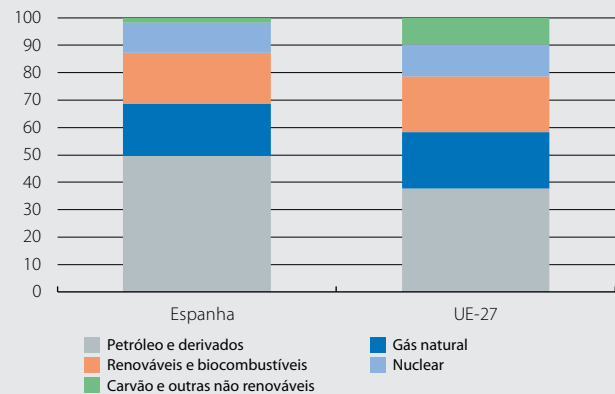
O mercado grossista da eletricidade é um dos principais pontos fortes da economia espanhola em termos energéticos, em comparação com o resto da Europa. Ao contrário do petróleo ou do gás, o mercado elétrico europeu é menos homogéneo, pelo que os choques externos não se repercutem da mesma forma em todos os países.² Apesar do stress energético, o preço grossista da eletricidade na península baixou em março em termos homólogos, ao contrário de outros países europeus, situando-se também em níveis claramente inferiores aos observados no Norte da Europa (ver quinto gráfico).³

Este comportamento deve-se principalmente ao maior peso das energias renováveis na produção de eletricidade na península. O mercado elétrico europeu funciona segundo um sistema marginalista, em que o preço é determinado pela tecnologia necessária para cobrir a última unidade de procura. O facto de estar mais presente na economia espanhola significa que há mais intervalos de tempo durante o dia em que se torna a energia marginal. Como as energias renováveis têm custos marginais muito baixos, especialmente em comparação com os ciclos combinados de gás natural, este facto tende a reduzir o preço.⁴

Globalmente, embora a guerra no Irão introduza uma nova fonte de tensão nos mercados internacionais da energia, a exposição direta limitada ao Golfo Pérsico, os avanços na eficiência energética e as vantagens no mercado elétrico colocam a economia espanhola numa boa posição para absorver o choque. No entanto, a elevada dependência energética externa continua a ser uma fonte de vulnerabilidade. Este equilíbrio indica que, embora Espanha ainda esteja exposta a um choque de preços, tem certos elementos estruturais que podem atenuar o seu impacto em comparação com episódios recentes.

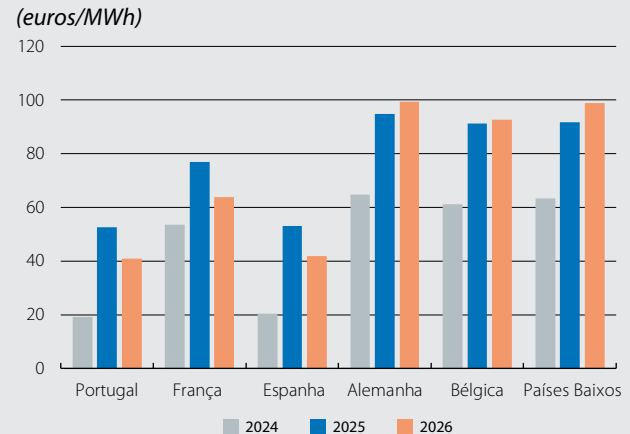
1. Pode ser surpreendente que o peso agregado das energias renováveis e dos biocombustíveis na energia bruta disponível não seja mais elevado em Espanha, dada a sua vantagem relativa na produção de eletricidade. Esta discrepância aparente explica-se pelo facto de a produção de eletricidade ser apenas uma parte do sistema energético total, enquanto outras utilizações, como os transportes, continuam a ser altamente dependentes dos produtos petrolíferos.
2. Importa notar que o preço final que os consumidores pagam pela eletricidade incorpora vários custos fixos (tarifas de acesso, encargos, impostos) que aumentam significativamente a fatura, pelo que o mercado elétrico espanhol constitui uma vantagem comparativa principalmente para as empresas com utilização intensiva de eletricidade. A CNMC estima que o peso destes custos para os consumidores domésticos é de cerca de dois terços da fatura, enquanto para os consumidores industriais é inferior a metade.
3. Devido à forte sazonalidade dos preços da eletricidade, a comparação mês a mês não é informativa.
4. Por outro lado, mesmo quando os ciclos combinados fazem subir o preço da eletricidade, a posição relativamente vantajosa no fornecimento de gás limita o aumento dos custos em comparação com outros países.

Fontes de energia
(% da energia bruta disponível)



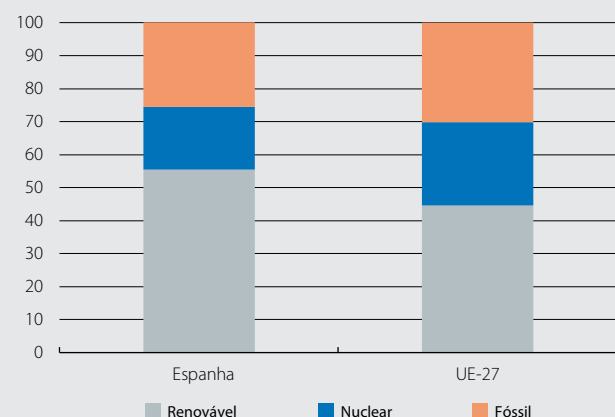
Notas: Dados de 2024. A energia bruta disponível inclui a produção primária, a recuperação e a reciclagem, as importações líquidas e as variações de existências.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

Preços da eletricidade no mercado grossista em março
(euros/MWh)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do ESIOS-REE.

Estrutura da produção de eletricidade
(%)



Nota: Dados médios para 2025.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Red Eléctrica de España.

A crise no Irão: em que medida pode afetar a economia espanhola

A guerra no Médio Oriente poderá gerar um novo choque económico mundial que afetará também a economia espanhola. Neste artigo, analisamos os três principais canais através dos quais poderá ter um impacto: o primeiro é a inflação, através do aumento dos preços da energia, de outros produtos provenientes do Golfo Pérsico e do aumento dos custos de transporte; o segundo é a procura externa, se o conflito abrandar o crescimento dos parceiros comerciais; e o terceiro é o canal financeiro, no caso de as taxas de juro subirem e as condições financeiras se tornarem mais restritivas. Aos três fatores, junta-se o efeito da política orçamental, relativamente à qual o Governo anunciou, em 20 de março, um primeiro conjunto de medidas para amortecer o impacto do choque.

Inflação: o principal canal de impacto a curto prazo

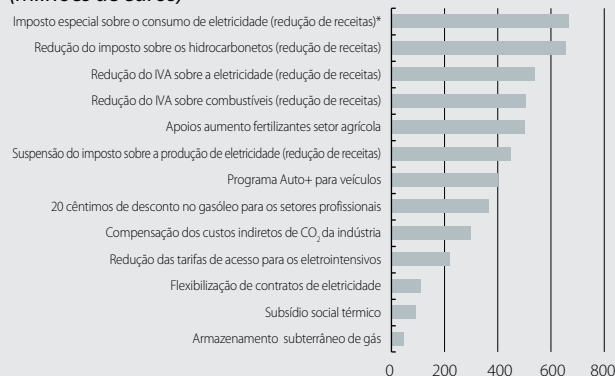
O canal inflacionista combina efeitos diretos e indiretos. Os efeitos diretos são os mais visíveis e os primeiros a aparecer: um aumento do preço do petróleo é rapidamente repercutido nos combustíveis, enquanto um aumento do preço do gás se reflete tanto no preço do gás natural como nas faturas de eletricidade, dado o seu papel fundamental na produção de eletricidade.

Os efeitos indiretos são mais graduais, mas também potencialmente relevantes. A energia é um fator de produção presente em inúmeros processos produtivos, pelo que o seu encarecimento, quando se prolonga no tempo, acaba por repercutir-se, pelo menos em parte, no preço dos restantes produtos. A experiência de 2022 e de outros episódios históricos de aumento dos preços da energia sugere que esta repercussão começa a manifestar-se cerca de nove meses após o choque inicial. A este facto acresce o possível aumento do preço de outros *inputs* estratégicos, como os fertilizantes, uma componente fundamental para o setor agrícola, em cujo mercado o Médio Oriente desempenha um papel importante como exportador.

A magnitude do impacto final dependerá da intensidade e da duração do choque energético, bem como da resposta da política orçamental. As nossas estimativas sugerem que um aumento de 10% no Brent em euros aumenta a inflação global em 0,2 p. p., enquanto um aumento de 10% no gás tem um efeito mais contido de cerca de 0,05 p. p. Num cenário com um preço médio do petróleo em 2026 próximo de 85 dólares por barril e um preço do gás em torno de 55 euros, consistente com os dados do mercado de futuros durante o mês de março, o impacto combinado poderá acrescentar até 1 p. p. à nossa previsão de inflação para este ano, atualmente em 2,4%. O pacote fiscal anunciado pelo Governo funcionará como um amortecedor. Assumindo que as medidas se mantêm em vigor até junho – condição que, de acordo com a lei aprovada, depende de a inflação dos combustíveis e da eletricidade ultrapassar os 15% em abril – estimamos que poderão reduzir o impacto do choque em 0,4 p. p. e trazer a inflação média em 2026 para cerca de 3%. A recém-anunciada trégua nas hostilidades, se consolidada, ajudará a limitar o aumento da inflação, embora possa também significar que as medidas de apoio orçamental terminem mais cedo.

Espanha: principais tópicos do Plano de Resposta à Crise

(Milhões de euros)



Nota: * Estimativas baseadas em políticas semelhantes em 2022-2023 após o choque energético devido à guerra na Ucrânia.

Fonte: BPI Research, com base em dados do BOE e do Ministerio de Hacienda.

Procura externa: exposição direta limitada, risco indireto por enquanto contido

A exposição direta da Espanha aos países do Golfo Pérsico é limitada.¹ As exportações de bens e serviços para toda a zona representaram apenas 2,0% das exportações espanholas, o que equivale a 0,7% do PIB em 2025.

A fim de avaliar a percentagem desta exposição que pode estar em risco, pode-se tomar como referência o ano de 2022. A guerra entre a Rússia e a Ucrânia reduziu para metade as exportações espanholas de bens para ambos os países. Uma queda de 50% nas exportações de bens para a região, descontando o conteúdo importado, implicaria uma redução de cerca de 0,15 p. p. no crescimento do PIB. Contudo, este limiar parece conservador, dada a gravidade do conflito Rússia-Ucrânia e a imposição de sanções da UE à Rússia.

Outra fonte de risco é a deterioração do ambiente internacional. A título ilustrativo, estimamos que um abrandamento de 1 p. p. no crescimento dos mercados de exportação subtrairia cerca de 0,2 p. p. ao crescimento do PIB. De momento, não se espera um abrandamento tão acentuado e, por exemplo, o BCE reduziu recentemente o crescimento das importações na Zona Euro, o principal parceiro comercial de Espanha, em 0,3 p. p. em consequência do conflito no Irão, uma revisão que teria pouco efeito na economia espanhola.² De qualquer modo, a relevância deste canal dependerá da evolução do conflito.

Incerteza e condições financeiras

Quando a incerteza aumenta, famílias e empresas tendem a adiar as suas decisões de gasto: as famílias estão a adiar a

1. Líbano, Síria, Iraque, Irão, Israel, Cisjordânia/Gaza, Jordânia, Arábia Saudita, Kuwait, Barém, Qatar, EAU, Omã e Iémen.

2. As previsões do BCE foram elaboradas com base no pressuposto de um preço do Brent de 81,3 USD/barril e de 46,4 EUR/MWh para o gás no conjunto do ano de 2026, ou seja, 30% e 47% mais elevado, respetivamente, do que as previsões anteriores.

compra de bens duradouros, enquanto as empresas estão a adiar os seus investimentos até terem mais visibilidade.

Um aumento de um quarto de desvio-padrão no índice de incerteza económica do Banco de Espanha está associado a uma perda de crescimento do PIB de cerca de 0,2 p. p. no mesmo ano.³ Por enquanto, embora em março se tenha registado uma recuperação notável do índice, esta foi insuficiente para ter um impacto substancial no 1T como um todo. Se o conflito acabar por ser resolvido com relativa rapidez, o impacto deste canal deverá ser limitado.

Os mercados preveem, além disso, duas a três subidas das taxas do BCE em 2026. Um aumento de 100 p. b. geralmente está associado a uma perda acumulada de cerca de 0,4 p. p. do PIB ao longo de um período de dois anos, com a maior parte do impacto concentrada no segundo. Isto significa que, se a contração monetária vier a concretizar-se, o seu efeito far-se-á sentir mais em 2027 do que em 2026.

A política orçamental: um amortecedor de choques

Em 20 de março, o Governo apresentou um plano de choque para atenuar o aumento dos preços da energia resultante da escalada geopolítica no Médio Oriente. As medidas entraram em vigor a 22 de março e foram posteriormente validadas no Congresso dos Deputados.

O Governo estima que o pacote custará cerca de 5.000 milhões de euros – 0,3 p. p. do PIB – se se mantiver em vigor até 30 de junho. O custo final dependerá da duração da crise, bem como da evolução dos preços da energia, das receitas adicionais associadas e do ajustamento da procura. Estima-se que cerca de 60% do custo total (cerca de 3.000 milhões de euros) provém da redução das receitas fiscais sobre a energia. Tratando-se de medidas temporárias, deverão ter um impacto pontual no défice.

No que respeita às principais medidas, o decreto prevê um amplo conjunto de reduções fiscais e apoios incidindo sobre a eletricidade, os carburantes e outros combustíveis. Relativamente aos combustíveis, o IVA é reduzido de 21% para 10% e o imposto especial sobre o consumo de hidrocarbonetos é reduzido para o mínimo permitido pela UE.⁴ A supervisão da CNMC, responsável pelo controlo dos preços e das margens, é reforçada para evitar que os auxílios públicos se transformem em lucros mais elevados.

No domínio da eletricidade, o IVA é igualmente reduzido para 10% e o imposto especial sobre o consumo de eletricidade é fixado em 0,5% em vez de 5,11%. Além disso, o imposto sobre a produção de eletricidade (IVPEE) é suspenso.⁵

Em termos de medidas setoriais, destacam-se a subvenção de 20 cêntimos por litro de gasóleo profissional para os seto-

3. Ver o Focus «De que estamos a falar quando falamos de incerteza?» no IM11/2025.

4. O imposto sobre os hidrocarbonetos em Espanha é de cerca de 38 cêntimos por litro para o gasóleo e de 47 cêntimos por litro para a gasolina 95. Nos termos da Diretiva 2003/96/CE, este imposto só podia ser reduzido para os mínimos harmonizados da UE de 33 cêntimos por litro para o gasóleo e 35,9 cêntimos por litro para a gasolina.

5. Imposto direto sobre a produção de eletricidade e a sua incorporação no sistema elétrico.

Espanha: cenários de impacto ilustrativos sobre o PIB

	Cenário 1		Cenário 2	
	Descrição	Impacto	Descrição	Impacto
Inflação (<i>ex ante</i> medidas fiscais)	+0,8 p. p.	-0,3	+2,0 p. p.	-0,8
Mercados de exportação	Queda de 0,3 p. p. e -10% exportações de bens para a região*	-0,1	Queda de 1,5 p. p. e -50% exportações de bens para a região*	-0,6
Incerteza	Insignificante	0,0	+1,5 desv. padrão durante 1 trimestre	-0,4
Política monetária (<i>taxa depo</i>)	+25 p. b.	0,0	+100 p. b.	-0,1
Política orçamental	As medidas são retiradas antecipadamente**	0,2	As medidas são prorrogadas até o final do ano	0,9
Impacto no PIB de 2026		-0,2		-0,9

Notas: * Ver nota de rodapé 1. ** As medidas expiram no início de junho, em vez de 30 de junho.

Fonte: BPI Research.

res agrícola e dos transportes, que será também alargada aos trabalhadores independentes e aos operadores sem direito a reembolso do imposto, bem como uma ajuda extraordinária de 500 milhões de euros para compensar o aumento do custo dos fertilizantes para os agricultores e subsídios às portagens para a indústria eletrointensiva.

O plano proporciona um alívio imediato nas faturas de energia dos agregados familiares, compensa parcialmente o impacto macroeconómico negativo da guerra e tem a vantagem de ser aplicado rapidamente. No entanto, se for necessário prolongar as medidas para além de junho, parece aconselhável concentrá-las um pouco mais nos grupos e setores vulneráveis, a fim de aumentar a eficácia e limitar o custo fiscal.⁶

Impacto sobre a atividade: dois cenários ilustrativos

Apresentamos no quadro dois cenários ilustrativos, que não devem ser interpretados como uma previsão pontual, mas como uma forma de ordenar os riscos e aproximar o seu possível impacto macroeconómico.

Um primeiro cenário, mais benigno, seria compatível com um conflito que se resolvesse de forma relativamente rápida e com danos reduzidos e reversíveis nas infraestruturas energéticas. Um segundo cenário, mais adverso, prevê um conflito que se prolonga por vários meses, com danos significativos nas infraestruturas energéticas e um prolongamento das medidas de apoio orçamental.

Com base nestes pressupostos, o impacto no crescimento anual do PIB poderia situar-se entre 2 décimas e menos de 1 p. p. (a nossa previsão anterior à guerra era de 2,4%). É uma banda larga, mas é precisamente essa amplitude que reflete a magnitude da incerteza na atual conjuntura.

6. Ver Miralles, E. G. (2023). «Medidas de apoyo frente a la crisis energética y al repunte de la inflación: un análisis del coste y de los efectos distribucionales de algunas de las actuaciones desplegadas según su grado de focalización». Boletim Económico (2023/1T).

Indicadores de atividade e emprego

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	01/26	02/26	03/26
Indústria									
Índice de produção industrial	0,4	1,3	-0,6	1,5	2,5	1,7	0,3	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-4,8	-4,8	-5,1	-5,3	-5,0	-3,9	-2,6	-2,4	-4,3
PMI das indústrias (valor)	52,2	50,9	50,0	50,0	52,6	51,1	49,2	50,0	48,7
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	16,7	8,8	20,1	14,8	7,9	8,8	10,6	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	9,7	11,5	17,0	22,9	18,7	11,5	10,0	...	...
Preço da habitação	8,4	12,7	12,2	12,7	12,8	12,9	...	...	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	10,1	3,2	8,1	6,3	4,3	3,2	3,0	2,7	...
PMI dos serviços (valor)	55,3	54,5	55,3	52,2	54,2	56,4	53,5	51,9	53,3
Consumo									
Vendas a retalho ¹	1,7	4,3	3,5	5,1	4,4	4,1	3,8	2,2	...
Matrículas de automóveis	7,2	12,9	14,0	13,7	16,9	8,0	1,1	7,5	11,7
Indicador do sentimento económico (valor)	103,1	103,1	103,3	102,1	102,8	104,4	106,0	106,1	103,7
Mercado de trabalho									
População empregada ²	2,2	2,6	2,4	2,7	2,6	2,8	...	...	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	11,3	10,5	11,4	10,3	10,5	9,9	...	...	...
Inscritos na Segurança Social ³	2,4	2,3	2,3	2,2	2,3	2,4	2,3	2,2	2,5
PIB	3,5	2,8	3,0	2,8	2,7	2,7	...	...	...

Preços

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	01/26	02/26	03/26
Inflação global	2,8	2,7	2,7	2,2	2,8	3,0	2,3	2,3	3,3
Inflação subjacente	2,9	2,3	2,2	2,3	2,4	2,6	2,6	2,7	2,7

Setor externo

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	01/26	02/26	03/26
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	0,2	0,7	3,3	2,0	0,8	0,7	0,6	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	0,1	4,6	4,2	4,1	4,6	4,6	3,3	...	...
Saldo corrente	50,7	49,4	47,7	48,5	48,2	49,4	49,1	...	...
Bens e serviços	66,3	64,5	63,7	64,0	62,5	64,5	66,7	...	...
Rendimentos primários e secundários	-15,7	-15,1	-16,0	-15,5	-14,3	-15,1	-17,7	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	68,7	66,6	66,5	67,5	66,6	66,6	66,2	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros⁴

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	01/26	02/26	03/26
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	5,1	4,8	4,6	3,9	4,9	4,8	5,1	5,5	...
À ordem e poupança	2,0	6,7	3,1	5,0	7,2	6,7	7,2	7,2	...
A prazo e com pré-aviso	23,5	-4,7	12,6	-1,5	-6,6	-4,7	-4,9	-2,8	...
Depósitos das Adm. Públicas ⁵	23,1	4,9	24,4	25,5	7,2	4,9	5,3	3,8	...
TOTAL	6,3	4,8	5,9	5,4	5,1	4,8	5,2	5,4	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	0,7	3,5	1,7	2,6	2,8	3,5	3,4	3,7	...
Empresas não financeiras	0,4	2,9	1,6	2,5	2,3	2,9	2,6	2,9	...
Famílias - habitação	0,3	3,5	1,4	2,3	2,9	3,5	3,7	3,8	...
Famílias - outros fins	2,3	-276,1	3,1	-261,4	-278,2	-276,1	4,7	5,1	...
Administrações Públicas	-2,6	10,7	-0,3	5,3	12,9	10,7	6,6	5,6	...
TOTAL	0,5	3,9	1,6	2,7	3,4	3,9	3,6	3,8	...
Taxa de incumprimento (%)⁶	3,3	2,7	3,2	3,0	2,9	2,7	2,7	...	...

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.cegeglobal.com

