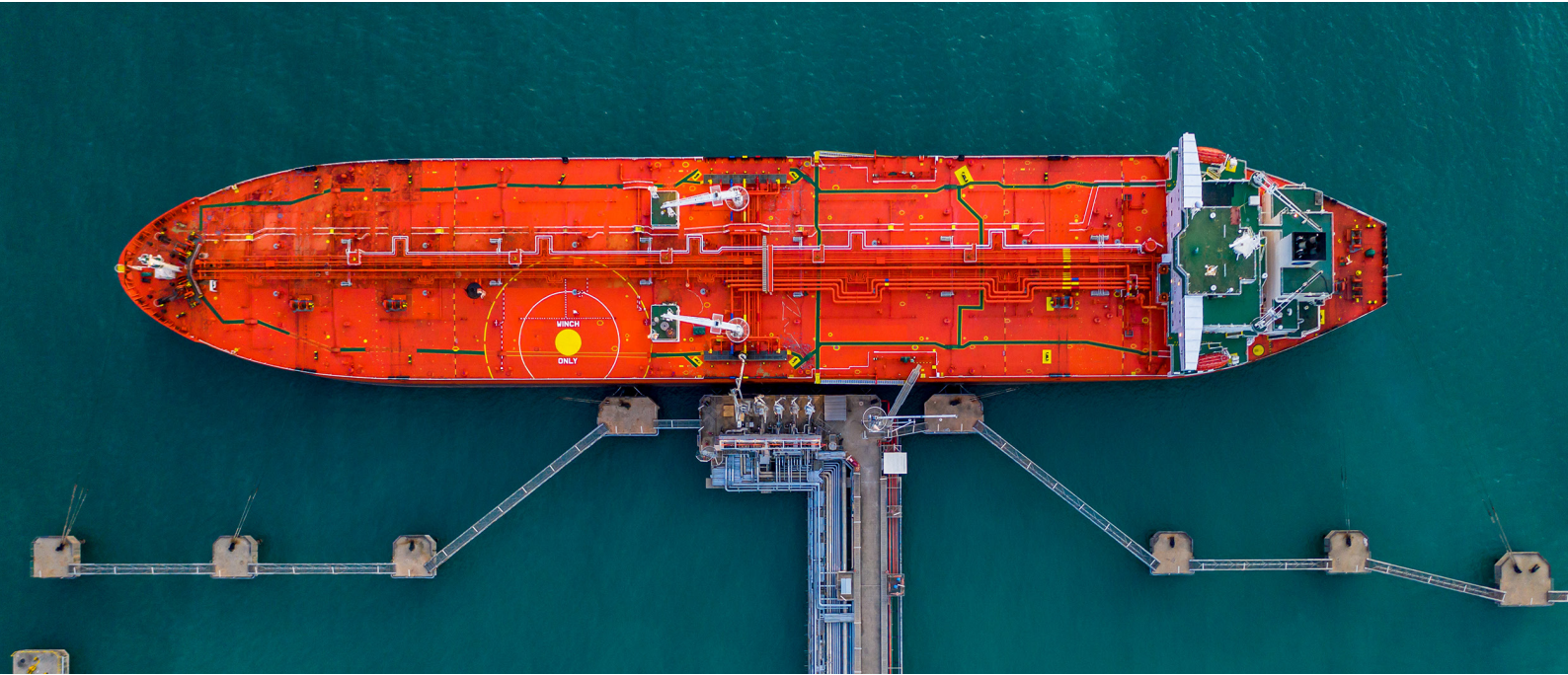


IM06

INFORMAÇÃO MENSAL
JUNHO 2026



ECONOMIAS E MERCADOS INTERNACIONAIS

MERCADOS FINANCEIROS

As condições financeiras subjacentes ao cenário económico em 2026

Os novos (des)equilíbrios do mercado petrolífero

ECONOMIA INTERNACIONAL

Perspetivas para a economia internacional

Bem-estar das famílias europeias: maior dependência pública face a uma maior inflação

ECONOMIA PORTUGUESA

Incerteza domina calendário de revisão de cenários

A literacia financeira e o seu papel nas perspetivas de acumulação de riqueza por parte das famílias portuguesas

O que se passa com as contas externas?

Da quantidade à qualidade: a transformação do mercado de trabalho português no pós-pandemia

Ponto de situação das regras orçamentais europeias à luz do Relatório Anual de Progresso

INFORMAÇÃO MENSAL

Junho 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:

5 de junho de 2026

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 PONTOS CHAVE DO MÊS

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *As condições financeiras subjacentes ao cenário económico em 2026*

11 *Os novos (des)equilíbrios do mercado petrolífero*

15 ECONOMIA INTERNACIONAL

17 *Perspetivas para a economia internacional*

19 *Bem-estar das famílias europeias: maior dependência pública face a uma maior inflação*

24 ECONOMIA PORTUGUESA

26 *Incerteza domina calendário de revisão de cenários*

28 *A literacia financeira e o seu papel nas perspetivas de acumulação de riqueza por parte das famílias portuguesas*

30 *O que se passa com as contas externas?*

32 *Da quantidade à qualidade: a transformação do mercado de trabalho português no pós-pandemia*

34 *Ponto de situação das regras orçamentais europeias à luz do Relatório Anual de Progresso*

37 ECONOMIA ESPANHOLA

Robustez com alguns sinais de alerta – o nosso cenário mudou

Ajustámos as nossas expectativas para o cenário macroeconómico. O principal indutor das alterações mais significativas foi o aumento significativo dos preços das *commodities* energéticas no mercado internacional, na sequência da eclosão do conflito no Médio Oriente, que opõe os EUA e Israel ao Irão. De facto, sendo Portugal um importador líquido de energia, apesar do menor grau de dependência do que no passado, a alteração desta variável importante reflete-se de várias formas na nossa economia.

O ajuste na expectativa de andamento do PIB foi ligeiro por comparação com a nossa expectativa anterior (menos 3 e 1 décimas em 2026 e 2027, respetivamente), apesar da substancial mudança no enquadramento internacional. Esperamos agora que a economia cresça 1,8% em 2026 e 2027, ainda assim acima do conjunto dos países da Zona Euro. A taxa de inflação será a variável com maior impacto, ainda que no nosso cenário continuemos a admitir que em média, para 2026, esta situar-se-á em valores próximos, mas inferiores, a 3%, abrindo para 2,3% no próximo ano. O mercado de trabalho deverá permanecer robusto apesar do enquadramento internacional, refletindo forte dinâmica empresarial e reporte continuado de falta de mão-de-obra especializada em muitos setores. Assim, espera-se que a taxa de desemprego permaneça estável, próxima do que se considera pleno emprego e que o emprego continue a aumentar, embora de forma mais moderada do que no passado. Para além disso, este aumento do emprego tem sido acompanhado por francas melhorias da composição do tecido laboral, como explicamos num tema de focus desta publicação. Efetivamente, o emprego é hoje mais qualificado, menos precário e mais bem remunerado. Quanto às contas públicas, será expectável que o saldo orçamental resvale para um défice ligeiro, ainda que continuando a permitir o progresso do rácio da dívida pública para baixo dos 90%.

Este é um quadro que podemos considerar de relativa robustez, dado o contexto geopolítico adverso, a escalada dos preços do petróleo, gás e combustíveis, e a alteração de postura dos bancos centrais, nomeadamente o Banco Central Europeu, que se prepara para tornar a sua política monetária ligeiramente mais restritiva. Parte desta resiliência será comum às restantes economias, assentando também num ambiente financeiro que se mantém de suporte à atividade. A expectativa de resolução célere desta crise – história que acaba por nos ser contada nos preços que os mercados internacionais antecipam para o petróleo e gás no futuro – também é um elemento-chave para a concretização deste cenário. Uma análise mais detalhada da revisão do nosso cenário pode ser consultada num tema desta publicação.

Apesar deste quadro favorável, também têm sido evidentes alguns sinais de fragilidade que nos vêm recordar que é preciso continuar a avançar no sentido de maior competitividade, maior produtividade e maior diversificação. Como detalhamos numa análise também incluída nesta publicação, as contas externas têm vindo a refletir uma deterioração paulatina que se deverá manter nos próximos meses atendendo à previsível tendência do saldo energético. Para além deste efeito, derivado da nossa dependência energética, há sinais de pioria no saldo da balança de bens não energéticos (exportações muito débeis) e de outros serviços, para além do turismo. Tudo somado, e admitindo que o mercado de energia estabiliza dentro de meses e num contexto de aumento moderado dos juros, antecipamos que a balança corrente ainda permaneça positiva no final do ano, mas muito próximo de zero, expectativa que é aliás transversal às previsões mais recentes de diversas entidades. Sinal de que nem tudo vai bem, apesar de alguma resiliência evidente quando se olha apenas para as variáveis habituais e não obstante a situação estrutural mais robusta de famílias, empresas e Estado, que apresentam agora balanços mais equilibrados do que num passado não muito distante. Em suma, aproveitemos esta crise para transformarmos os desafios em oportunidades de mudança.

Paula Carvalho
Junho 2026

Cronologia

MAIO 2026

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

MARÇO 2026

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

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.

ABRIL 2026

- 1-10** A missão Artemis II viaja até à Lua e atinge 406.771 km, a maior distância da Terra alguma vez alcançada por uma missão tripulada.

FEVEREIRO 2026

- 20** O 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%.

Agenda

JUNHO 2026

- 2** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (maio).
Zona Euro: estimativa rápida do IPC (maio).
- 9** Portugal: comércio internacional (abril).
- 11** Conselho do Banco Central Europeu.
- 16** Espanha: inquérito trimestral do custo da mão-de-obra (1T).
- 16-17** Comité de Mercado Aberto da Fed.
- 18-19** Conselho Europeu.
- 22** Portugal: população residente (2025).
- 23** Espanha: balança de pagamentos e PIIL (1T).
Portugal: preços da habitação (1T).
- 24** Portugal: Contas Nacionais por Setor Institucional (1T).
- 25** Espanha: Contas Nacionais por Setor Institucional (1T).
Portugal: rácio de NPL (1T).
- 26** Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (1T e abril).
- 29** Espanha: estimativa rápida do IPC (junho).
Zona Euro: índice de sentimento económico (junho).
- 30** Espanha: taxa de poupança das famílias (1T).
Portugal: estimativa rápida do IPC (junho).

JULHO 2026

- 1** Portugal: emprego e desemprego (maio).
Portugal: dívida pública (maio).
Zona Euro: estimativa rápida do IPC (junho).
- 2** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (junho).
- 9** Espanha: contas financeiras (1T).
- 15** China: PIB (2T).
- 17** Espanha: *rating* Moody's.
Portugal: balança de pagamentos (maio).
- 23** Portugal: endividamento do setor não financeiro (maio).
Conselho de Governadores do Banco Central Europeu.
- 24** Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (maio).
- 28** Espanha: inquérito à população ativa (2T).
- 28-29** Comité de Mercado Aberto da Fed.
- 30** Espanha: estimativa rápida do PIB (2T).
Espanha: estimativa rápida do IPC (julho).
Portugal: estimativa rápida do PIB (2T).
Zona Euro: PIB (2T).
Zona Euro: índice de sentimento económico (julho).
EUA : PIB (2T).
- 31** Portugal: estimativa rápida do IPC (julho).
Zona Euro: estimativa rápida do IPC (julho).

Incerteza e resiliência às portas do verão

Ultrapassados três meses do conflito no Médio Oriente, os efeitos do choque da oferta causados pela subida dos preços da energia tornar-se-ão gradualmente evidentes nos dados da inflação e do crescimento económico. A combinação da incerteza e resiliência que tem caracterizado a economia global nos últimos tempos forma um equilíbrio frágil, especialmente enquanto o risco geopolítico permanecer em níveis muito elevados. Esta realidade exige máxima flexibilidade, tanto nas estratégias de investimento quanto nas respostas da política económica. Da mesma forma, requer a recalibração dos cenários económicos para uma nova realidade com muito mais volatilidade nas variáveis económicas e financeiras. Tudo isso reflete o realinhamento estrutural da economia global, que persegue uma eficiência económica mais ampla, incluindo segurança e resiliência.

Por ora, dos três canais pelos quais o choque da oferta se propaga, o da energia foi ativado com grande intensidade, como demonstra o aumento generalizado da inflação, que já está a impactar de forma negativa o poder de compra das famílias. Esse aumento, juntamente com o aperto moderado das condições financeiras (substancialmente menor do que o ocorrido após a guerra na Ucrânia), arrefecerá o consumo privado nos meses centrais do ano e reduzirá os potenciais desequilíbrios macroeconómicos que a diferença entre oferta e procura pode causar.

A menos que ocorram novas surpresas negativas nos preços da energia, o efeito líquido sobre o crescimento seria moderado e concentrado nos trimestres intermediários do ano, tendo em consideração fatores que sustentam a atividade económica, como a robustez do mercado de trabalho, as expressivas taxas de poupança das famílias, os baixos níveis de endividamento do setor privado e a capacidade da política fiscal de compensar alguns dos efeitos negativos do choque da oferta. Tudo isso, no entanto, depende da rápida reabertura do Estreito de Ormuz, visto que o desequilíbrio entre oferta e procura nos mercados de energia está a ser abordado por meio de uma redução diária dos *stocks*. Caso a crise persista, isso poderá levar a problemas de distribuição em alguns segmentos de mercado durante os meses de verão.

Em termos numéricos, revimos em baixa a nossa previsão para crescimento económico global, de 3,3% para 3,0% em 2026, com reduções no crescimento da Zona Euro de 1,3%

para 0,7% (2,1% para 1,8% no caso de Portugal) e nos EUA de 2,6% para 2,1%. Para este exercício, utilizamos os preços médios do petróleo em 2026 (90 dólares por barril) e 2027 (80 dólares por barril), em linha com o que os mercados futuros estão a descontar. Isso implica um retorno gradual à normalidade nos mercados de energia nos próximos trimestres, embora com os preços de equilíbrio do crude quase 20 dólares acima do que antes do conflito e uma menor reserva de *stocks*. Caso esses pressupostos se materializem, o crescimento poderá voltar à zona potencial no final de 2026 e a inflação poderá retomar a sua trajetória rumo às metas dos bancos centrais em 2027, após o significativo aumento deste ano (prevemos 3,1% na UEM e 3,5% nos EUA).

Por ora, enquanto aguardamos os dados do crescimento económico do 2T, já são visíveis alguns sinais de desaceleração, no entanto estes estão a ser parcialmente compensados por compras em antecipação a possíveis interrupções nas cadeias de abastecimento e a futuros aumentos de preços. A informação mais valiosa vem dos dados referentes à inflação, onde na Zona Euro a subida da inflação global para 3,2% foi acompanhada por um aumento da inflação subjacente para 2,5%, em grande parte explicado pela aceleração da inflação de serviços (+0,5 p. p., para 3,5%), o nível mais alto em mais de um ano. Agora é a vez dos bancos centrais e, seguindo o velho ditado de que «mais vale prevenir do que remediar», é provável que vejamos aumentos moderados das taxas de juro nos próximos meses para conter os riscos de efeitos de segunda ordem e o seu potencial impacto nas expectativas de inflação. Na Europa, num cenário de efeitos inflacionários diretos significativos (mas não severos) e propagação limitada para o resto do cabaz, um aumento total de 50 p. b., começando em junho com 25 p. b., poderia ser suficiente. Portanto, quando estiver a ler isto, as taxas de juro oficiais na Europa provavelmente já se terão situado nos 2,25%. A situação é mais complexa para a Fed, não apenas pelas complicações introduzidas por um mandato duplo (focado na inflação e no emprego) durante um choque da oferta, mas também pela falta de clareza em relação à mudança estratégica que o novo presidente (Kevin Warsh) pretende implementar, visto que, em tempos de crise, é imprudente fazer mudanças. Além disso, a credibilidade monetária e cambial geralmente leva muito tempo para ser construída, mas pouco tempo para ser derrubada.

José Ramón Díez

Final de período, exceto quando é especificado o contrário

Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2019	Média 2020-2023	2024	2025	2026	2027
TAXAS DE JURO							
Dólar							
Fed funds (limite inferior)	3,18	0,54	1,75	4,25	3,50	3,50	3,00
SOFR 3 meses	3,62	1,01	2,09	4,37	3,71	3,72	3,21
SOFR 12 meses	3,86	1,48	2,39	4,19	3,48	3,57	2,95
Dívida pública 2 anos	3,70	1,04	2,06	4,24	3,51	3,90	3,85
Dívida pública 10 anos	4,69	2,57	2,31	4,40	4,14	4,60	4,65
Euro							
Depo BCE	2,05	0,20	0,61	3,09	2,00	2,50	2,00
Refi BCE	3,05	0,75	1,11	3,24	2,15	2,65	2,15
€STR	–	–0,54	0,52	3,06	1,93	2,43	1,93
Euribor 1 mês	3,18	0,50	0,57	2,89	1,92	2,52	2,00
Euribor 3 meses	3,24	0,65	0,70	2,83	2,05	2,58	2,04
Euribor 6 meses	3,29	0,78	0,87	2,63	2,14	2,72	2,14
Euribor 12 meses	3,40	0,96	1,04	2,44	2,27	2,89	2,26
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,35	0,56	2,02	2,13	2,61	2,07
Dívida pública 10 anos	4,30	1,54	0,72	2,22	2,84	3,00	2,90
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	1,69	0,92	2,26	2,39	3,03	2,66
Dívida pública 5 anos	3,91	2,19	1,07	2,48	2,64	3,21	2,96
Dívida pública 10 anos	4,42	3,17	1,61	2,90	3,28	3,50	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	2,62	2,23
Dívida pública 5 anos	3,96	3,94	0,98	2,15	2,49	2,91	2,67
Dívida pública 10 anos	4,49	4,67	1,52	2,68	3,14	3,45	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	1,21
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,87	0,83	0,88	0,90	0,90
EUR/JPY (yenes por euro)	129,56	126,41	135,43	161,18	182,71	180,00	175,00
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	80,1	73,8	73,1	61,6	83,7	76,2
Brent (euros/barril)	36,1	62,5	67,0	69,8	52,6	69,7	62,9

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

Nota: 1. Valores corrigidos de sazonalidade e de calendário para a Zona Euro, Alemanha, França, Itália, Portugal, Espanha e Polónia. Valores corrigidos de sazonalidade para os Estados Unidos e o Reino Unido.

Previsões

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

Economia portuguesa

	Média 2000-2007	Média 2008-2019	Média 2020-2023	2024	2025	2026	2027
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	1,8	0,5	1,5	3,0	3,6	2,0	1,8
Consumo das Adm. Públicas	2,2	-0,3	1,9	1,5	1,6	1,4	1,0
Formação bruta de capital fixo	-0,4	-0,7	3,7	3,8	3,6	4,0	1,5
Bens de equipamento	3,4	2,7	6,3	8,4	-0,9	-	-
Construção	-1,4	-2,4	3,1	3,0	5,5	-	-
Procura interna (contr. Δ PIB)	1,3	0,0	2,0	2,9	3,6	2,2	1,6
Exportação de bens e serviços	5,3	4,0	3,8	3,1	0,4	1,4	3,3
Importação de bens e serviços	3,6	2,7	3,6	4,8	4,3	2,0	2,8
Produto interno bruto	1,5	0,4	1,9	2,1	1,9	1,8	1,8
Outras variáveis							
Emprego	0,4	-0,4	1,4	1,2	3,2	1,2	1,4
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	2,9	2,3
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-9,2	-2,9	-0,4	2,1	1,2	1,2	1,3
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-7,7	-1,5	0,6	3,3	2,7	2,8	2,2
Saldo orçamental (% PIB)	-4,5	-5,1	-2,0	0,6	0,7	-0,2	-0,4

Previsões

Economia espanhola

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

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

Previsões

Algum alívio nos mercados, apesar da incerteza

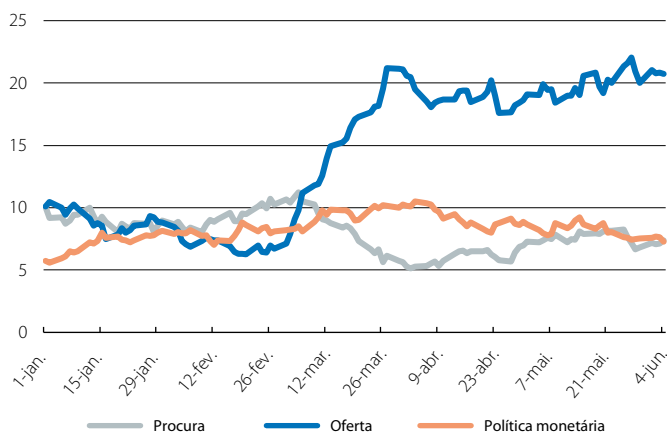
Os mercados continuaram a ser marcados pelo choque da oferta em maio, especialmente na Zona Euro. Num ambiente geopolítico incerto e com sinais contraditórios, os mercados acolheram com agrado os sinais de aproximação entre os EUA e o Irão, pelo que em maio se assistiu a uma redução dos preços do petróleo e, com ela, a uma certa moderação das expectativas de inflação cotadas a curto prazo. As taxas de juro soberanas europeias caíram, reduzindo os prémios de risco, em especial o da Itália, que foi também o país mais pressionado durante as primeiras semanas do conflito. Nos Estados Unidos, pelo contrário, as taxas soberanas subiram num mês marcado pela divulgação de dados macroeconómicos que redirecionaram as expectativas dos investidores para uma Fed mais *hawkish*. Os índices bolsistas subiram de forma generalizada, com exceções pontuais, impulsionados pelo setor tecnológico. No entanto, a volatilidade dos mercados financeiros manteve-se elevada, apesar de algum abrandamento em comparação com março e abril.

Preços da energia no centro das atenções. O mês de maio foi marcado pela continuação de um frágil cessar-fogo no Médio Oriente e pelo encerramento do Estreito de Ormuz, apesar da passagem ocasional de um petroleiro. Apesar da incerteza, os mercados foram apoiados por sinais de um acordo de paz, pelo que maio passou de uma abertura com o Brent a rondar os 110 dólares por barril para fechar abaixo dos 100 dólares, embora com muita volatilidade e uma ligeira recuperação nas últimas sessões. Contudo, as cotações do mercado também exalavam a ideia de que o restabelecimento dos fluxos de energia será dispendioso, com os futuros a fixarem o preço de um fecho de 2026 estruturalmente mais elevado do que antes do conflito e a apontarem, de forma relativamente estável, para um intervalo entre 80 e 85 dólares por barril. No que respeita ao gás natural, a dinâmica foi semelhante: se os preços caíram a partir do final de março, em maio estavam voláteis na faixa dos 45-50 euros por MWh, e os futuros no final de 2026 apontavam para 45-47 euros por MWh (mais 15 euros do que antes do conflito).

Os mercados bolsistas prolongaram o desempenho positivo que já tinham mostrado em abril. Impulsionados pelo crescimento da IA, Taiwan, Coreia do Sul e Japão foram os principais beneficiários do índice, devido ao seu peso significativo nas cadeias de abastecimento de *chips*. Ao mesmo tempo, nos EUA, o S&P 500 registou oito semanas consecutivas de ganhos, coincidindo com a época de ganhos do 1T. No entanto, este crescimento global foi principalmente sustentado pelo avanço das empresas tecnológicas, que mais do que compensou o desempenho negativo de muitos outros setores. A NVIDIA, o maior constituinte do S&P 500, registou um crescimento anual de 85% nos seus lucros do 1T, impulsionado pelos ganhos dos seus centros de dados, que aumentaram 95% em relação ao ano anterior. Deste modo, no último mês, o forte desempenho das empresas ligadas à IA intensificou o estreitamento do mercado que se tem vindo a verificar nos últimos trimestres, com o peso das empresas tecnológicas no S&P 500 a aumentar de 42% para mais de 48% em apenas dois meses.

Drivers dos mercados financeiros europeus em 2026

A importância de cada driver (%)



Nota: As linhas correspondem às médias móveis da importância de cada driver nas últimas 20 sessões.

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

Energia: preços médios cotados para 2026

(Dólares por barril)

(Euros por MWh)

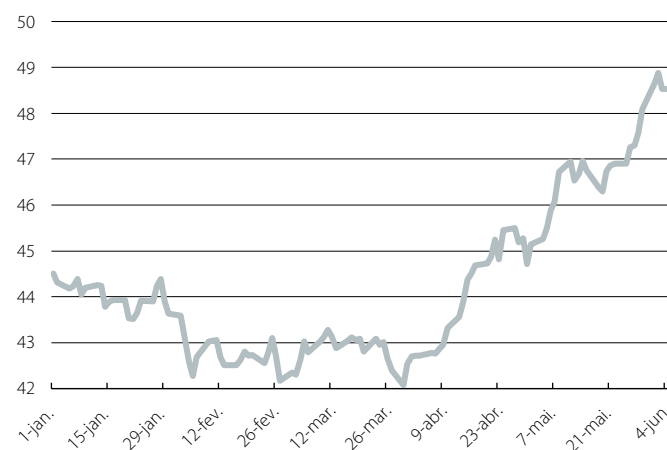


Nota: Média anual calculada com base no preço médio observado nos meses anteriores à data e nos futuros para o mês corrente e os meses seguintes.

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

EUA: peso do setor TIC no índice bolsista S&P 500

(% sobre a capitalização bolsista total do índice)



Nota: Evolução ao longo de 2026. TIC inclui os setores de tecnologia da informação e serviços de comunicação.

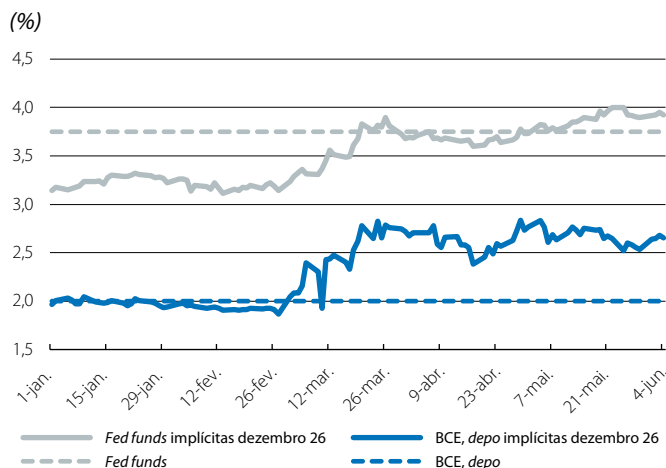
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

A Fed dá sinais mais hawkish... Até ao início de maio, o mercado estava a descontar uma taxa dos *fed funds* estável até ao final do ano, num cenário em que o choque do preço da energia não era particularmente negativo para a atividade económica dos EUA, dada a sua posição de produtor e exportador líquido. Todavia, os dados macroeconómicos recentes apontaram para um mercado de trabalho resiliente e para preços no produtor e nas importações substancialmente mais elevados do que o esperado pelo consensus dos analistas, alimentando a perceção entre os investidores de que a Reserva Federal poderia aumentar as taxas de juro (uma possibilidade a que os mercados financeiros atribuíram uma probabilidade de 75% no final desta publicação). Esta mudança de expectativas levou o dólar a valorizar-se face à maioria das principais moedas. Por outro lado, estes reajustamentos ocorrem num contexto de mudança para o banco: Kevin Warsh foi oficialmente empossado como presidente do Fed. Warsh referiu a sua intenção de reduzir a dimensão do balanço da Fed e de reformar a política de comunicação do banco (eliminando a publicação do *dot-plot*, entre outras medidas), bem como de reduzir a frequência das reuniões do FOMC. De qualquer modo, estas comunicações não foram interpretadas pelo mercado como uma alteração da orientação a curto prazo da Fed.

... enquanto as expectativas do BCE se consolidam. Dominados pelo choque de oferta provocado pelo conflito no Médio Oriente e pelo seu impacto inflacionista na Zona Euro, os mercados financeiros consolidaram, em maio, a perspetiva de duas a três subidas de taxas pelo BCE em 2026, atribuindo uma probabilidade superior a 90% de que a primeira subida de 25 p. b. ocorra na reunião de 11 de junho. Apesar disso, as taxas de juro soberanas da Zona Euro recuaram em relação aos níveis atingidos no final de abril e os prémios de risco diminuíram, especialmente o da Itália, que tem sido mais sensível às notícias do conflito.

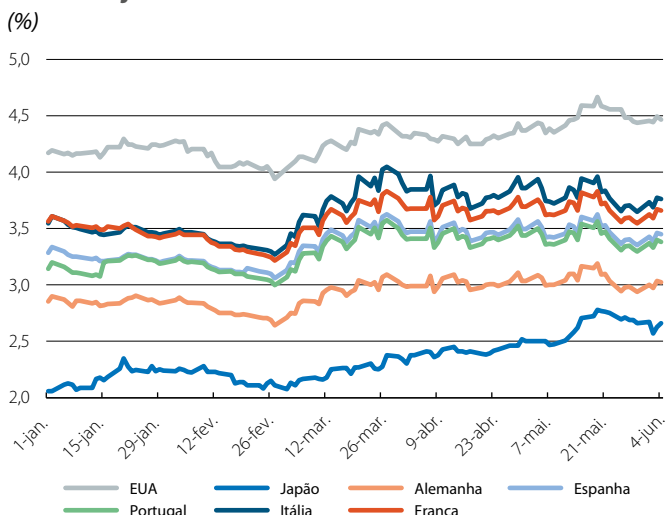
As atenções voltaram-se para o Japão depois do Ministério das Finanças japonês ter intervindo sobre o iene quando o par USD/JPY atingiu a barreira dos 160 no final do mês passado. Desde então, a moeda tem apresentado a mesma dinâmica que em episódios anteriores: uma depreciação gradual que aponta para uma fraqueza estrutural. Os mercados estão a descontar algumas subidas das taxas de juro pelo Banco do Japão, algo que já se estava a prever antes do início do conflito no Médio Oriente. A primeira destas subidas terá lugar na próxima reunião, também prevista para junho. No Reino Unido, os investidores debateram a oportunidade de endurecer a política monetária face ao aumento da inflação e à deterioração das perspetivas de atividade económica, com o mercado de trabalho a registar taxas de desemprego de cerca de 5%, níveis não observados desde a crise da COVID. Deste modo, em maio, os mercados financeiros apontavam para duas subidas do Banco de Inglaterra (BoE), contra as três que estavam descontadas há um mês, enquanto o consensus dos analistas mantinha a previsão de um BoE estável para o resto do ano. O Norges Bank, na Noruega, superou os outros bancos ao aumentar a sua taxa de juro em 25 p. b. para 4,25%.

Taxas implícitas para a Fed e o BCE em dezembro de 2026



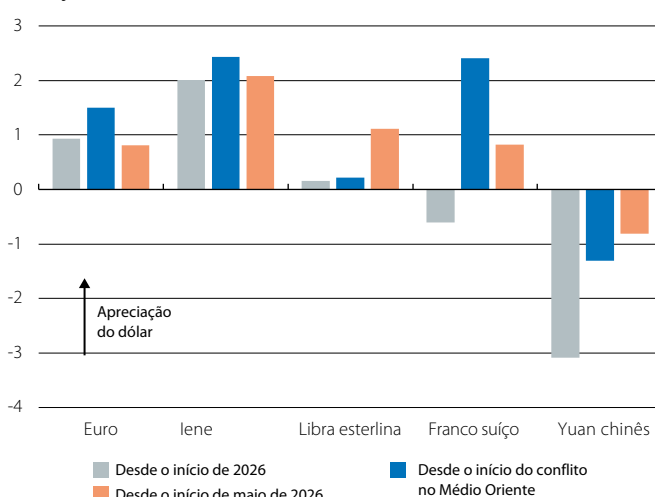
Nota: As linhas cinzentas referem-se ao upper bound da taxa fed funds. As linhas tracejadas correspondem à taxa respetiva atual.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

Taxas de juro soberanas a 10 anos



Nota: Evolução ao longo de 2026.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

Taxas de câmbio em relação ao dólar americano
Variação (%)



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

As condições financeiras subjacentes ao cenário económico em 2026

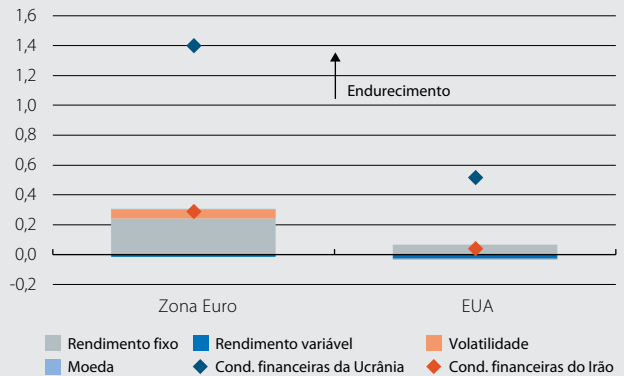
A guerra no Médio Oriente alterou as perspetivas económicas para os próximos trimestres e as condições financeiras que as sustentam.¹ O bloqueio do Estreito de Ormuz e os danos causados às infraestruturas da região conduziram a um aumento significativo do preço das matérias-primas energéticas, de muitos produtos derivados (como os combustíveis e os fertilizantes) e de outros produtos em que o Médio Oriente é relevante enquanto região produtora ou de trânsito (por exemplo, o alumínio). Esta situação conduziu a um aumento global da inflação e, juntamente com a elevada incerteza que persiste quanto à duração do conflito militar, também aumentou a volatilidade.

Este contexto cria condições financeiras menos favoráveis para a atividade económica nos próximos trimestres, caracterizadas por uma maior volatilidade, taxas de juro mais elevadas e uma trajetória mais estreita para os resultados das empresas e para o desempenho do mercado bolsista. No entanto, o aumento global da restritividade das condições financeiras tem sido, até à data, moderado e, como mostra o primeiro gráfico, explica-se principalmente pela subida das taxas de juro e pelo aumento da volatilidade. Em vez disso, o rendimento variável ajudou a aliviar as tensões, apoiado por uma boa época de resultados das empresas até ao momento (tanto em termos de divulgação de resultados como de expectativas para o futuro), pelo otimismo em torno da IA e pela opinião de que o choque energético terá mais impacto na inflação do que na atividade económica. Entre as economias avançadas, a Zona Euro tem estado sob maior pressão do que os EUA, refletindo a vulnerabilidade relativa ao novo choque (de facto, nos EUA, os índices de condições financeiras mostram uma tensão muito modesta em termos agregados).²

Para além da energia,³ a principal mudança no ambiente financeiro é a orientação da política monetária. Perante um cenário em que o choque energético é suficientemente significativo para fazer subir a inflação um pouco acima dos 3% para o conjunto de 2026, os principais ban-

Condições financeiras

Variação e contribuições (pontos)



Nota: A alteração das condições financeiras da guerra na Ucrânia compara a média de maio de 2022 com a média de janeiro de 2022; para o Irão, a média de fevereiro de 2026 é comparada com a média de maio de 2026

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

cos centrais assinalaram a sua intenção de definir uma política monetária moderadamente restritiva. Por conseguinte, as nossas novas previsões económicas baseiam-se na perspetiva de que o BCE aumentará a sua taxa diretora para 2,50% em 2026 e a manterá no limite entre neutro e restritivo durante grande parte de 2027 (vs. uma expectativa pré-conflito de taxas estáveis em 2,00%). A Fed, por seu lado, fará uma pausa nos cortes de taxas planeados e manterá a taxa dos *fed funds* até 2027 no mesmo intervalo de 3,50%-3,75% em que fechou 2025. Com esta viragem controlada da restritividade, ambos os bancos centrais ajudarão a reduzir o risco de os preços da energia mais elevados conduzirem a efeitos de segunda ordem⁴ e a repercussões, com o nosso cenário a prever que tanto o BCE como a Fed possam regressar às suas trajetórias de taxas pré-conflito até ao final de 2027.⁵

A diferente reação do BCE e da Fed não só reflete as diferenças no ponto de partida dos dois bancos centrais (inflação no objetivo de 2% na Zona Euro e política monetária neutra vs. maior inércia inflacionista nos EUA e taxas

1. Ver Focus «Perspetivas para a economia internacional» e «Incerteza domina calendário de revisão de cenários» nesta mesma publicação.

2. A análise baseia-se nos índices de condições financeiras desenvolvidos pelo BPI Research (ver, por exemplo, o artigo «A abordagem holística do BCE», no IM06/2021). Outros índices, como os da Bloomberg e da Goldman Sachs, transmitem uma mensagem semelhante, com uma tensão moderada nas condições financeiras da Zona Euro na sequência do conflito no Médio Oriente e pouco impacto nas condições financeiras dos EUA.

3. Ver Focus «Os novos (des)equilíbrios do mercado petrolífero» nesta mesma publicação para uma radiografia do impacto e da situação do mercado petrolífero três meses após o início do conflito.

4. Os efeitos indiretos e secundários devem também ser atenuados pela ausência de desequilíbrios importantes entre a oferta e a procura agregadas (como ilustrado pelos valores modestos do PIB da Zona Euro nos últimos trimestres ou pelo arrefecimento do mercado de trabalho dos EUA) e pela deterioração da confiança das empresas e dos consumidores que, decorrente do conflito no Médio Oriente, é captada pelos indicadores mais recentes. No entanto, o prolongamento do conflito, o aumento da tensão energética e/ou a influência da memória recente da crise inflacionista na Ucrânia sobre as expectativas de inflação podem conduzir a uma inflação mais elevada e a uma maior restritividade monetária.

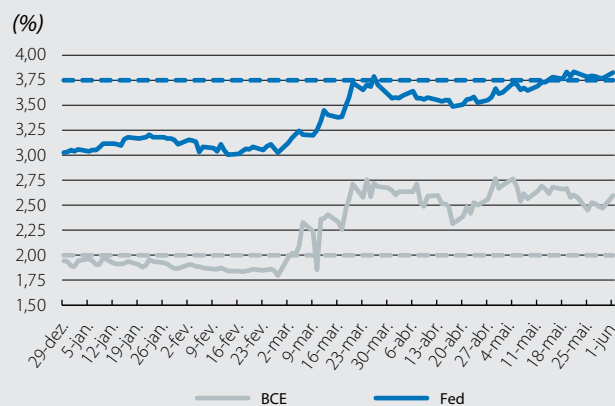
5. Ou seja, que o BCE volte a colocar a taxa *depo* em 2,00% e que a Fed retome a trajetória de cortes moderados (*fed funds* em 3,00%-3,25% no final de 2027).

moderadamente restritivas), mas também o facto de o choque do Médio Oriente ser de natureza diferente em cada região. A dependência da Europa das importações de energia significa que a Zona Euro está significativamente exposta ao aumento dos preços das matérias-primas energéticas, mesmo que o Médio Oriente não seja um dos seus principais fornecedores. Em contrapartida, a autonomia energética dos EUA significa que a atividade económica americana está mais protegida de choques diretos. Esta situação refletiu-se num desempenho diferenciado entre os mercados financeiros europeus e norte-americanos: o terceiro gráfico mostra como, desde os bombardeamentos que envolveram o Irão, os EUA e Israel, os mercados europeus têm sido dominados por uma narrativa de «choque negativo da oferta», enquanto nos mercados norte-americanos as sessões têm-se caracterizado por um «choque de endurecimento da política monetária».⁶ Apesar disso, a taxa de câmbio do euro manteve-se relativamente estável face a um dólar que pouco capitalizou (em termos de valorização) o seu papel de ativo de refúgio face a uma nova incerteza. Deste modo, mantemos a nossa previsão de força relativa do euro, com 1,20 dólares por euro como valor de referência para 2027.

De um modo geral, o conflito no Médio Oriente fez com que o ambiente financeiro recuasse e, sem sofrer uma grande tensão em termos agregados, fosse menos favorável ao desempenho da atividade económica nos próximos trimestres. Os riscos são elevados e, embora uma resolução rápida do conflito possa aliviar as condições financeiras, o prolongamento do bloqueio de Ormuz ameaça uma ativação exponencial dos custos económicos e financeiros se as existências de petróleo e de produtos petrolíferos baixarem demasiado e não conseguirem amortecer a crise do abastecimento energético. Além disso, o acompanhamento pelo mercado da dinâmica da dívida pública em várias economias avançadas não deve ser esquecida, nem os riscos financeiros em torno da IA, tanto em termos da sua capacidade de satisfazer as expectativas como de perturbar as estruturas económicas estabelecidas.

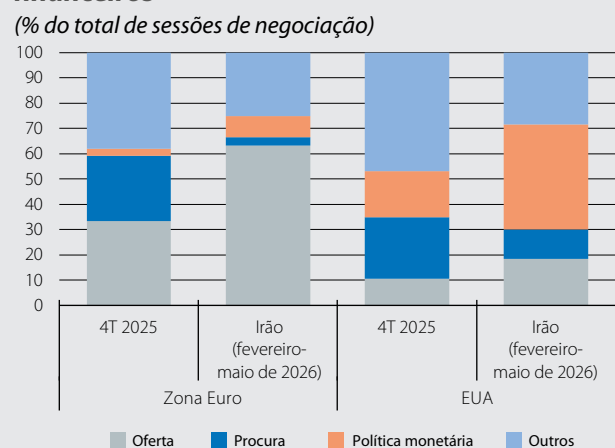
6. A caracterização das sessões de mercado entre os *drivers* da procura, da oferta ou da política monetária baseia-se nos movimentos de diferentes ativos financeiros. Por exemplo, associamos um choque negativo na oferta (que deprime a atividade e faz subir os preços) a quedas no mercado bolsista e a taxas de juro mais elevadas (com expectativas de aperto monetário para combater a inflação); um choque de procura positivo que associamos a subidas do mercado bolsista (lucros empresariais mais elevados), expectativas de inflação e taxas de juro mais elevadas; e um choque de política monetária restritiva está associado a subidas das taxas soberanas, a uma apreciação da moeda nacional e a uma descida dos mercados bolsistas e das expectativas de inflação. Para mais pormenores sobre esta extração de narrativas económicas dos mercados financeiros, ver Focus «O que os mercados nos dizem sobre a macroeconomia» no IM05/2026.

Bancos centrais: taxas esperadas pelos mercados em dezembro de 2026



Nota: As linhas a tracejado mostram o nível de taxas a partir do qual a Fed e o BCE começariam a atuar no final de 2025.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

Drivers macroeconómicos dos mercados financeiros



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

Os novos (des)equilíbrios do mercado petrolífero

Na sequência do conflito no Médio Oriente e do encerramento quase total do Estreito de Ormuz nos últimos três meses, os preços do petróleo atingiram em média cerca de 103 dólares por barril em maio, enquanto os futuros a 6-12 meses flutuaram entre 80 e 95 dólares por barril, mantendo uma curva de preços fortemente negativa.¹

O mercado do ouro negro: de fundamentos sólidos a um mundo líquido

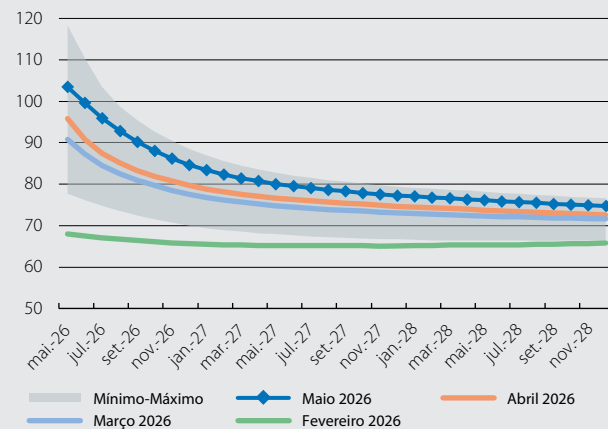
Recentemente, os fluxos de crude provenientes do Golfo caíram de 20 milhões de barris por dia (mb/d) para 8 mb/d, em resultado do colapso dos fluxos através de Ormuz (de 16 mb/d para menos de 2 mb/d), apenas parcialmente compensado pelo redirecionamento dos fluxos para rotas alternativas, nomeadamente o porto de Yanbu no Mar Vermelho (ver segundo gráfico). Neste contexto, a produção mundial de petróleo caiu de cerca de 106-108 mb/d para cerca de 95 mb/d em abril, indicando que a queda da produção nos países do Golfo foi apenas modestamente compensada por um aumento da produção noutras geografias. Ao mesmo tempo, o consumo mundial manteve-se relativamente estável, em torno de 103 mb/d em março e abril, face a cerca de 104 mb/d em 2025, o que aponta para uma queda da procura ainda limitada, concentrada sobretudo em alguns países asiáticos e em alguns produtos refinados.² Deste modo, o mercado mundial de petróleo passou de um excedente de oferta de petróleo (crude e produtos refinados) próximo de 2,0 mb/d³ para um défice superior a 8 mb/d. A chave para amortecer este défice tem sido a utilização de inventários.

Inventários mundiais de petróleo: o segredo do unicórnio

Os inventários de petróleo podem ser divididos em quatro camadas. A primeira é o petróleo armazenado em navios parados ou em trânsito, e é conhecido como

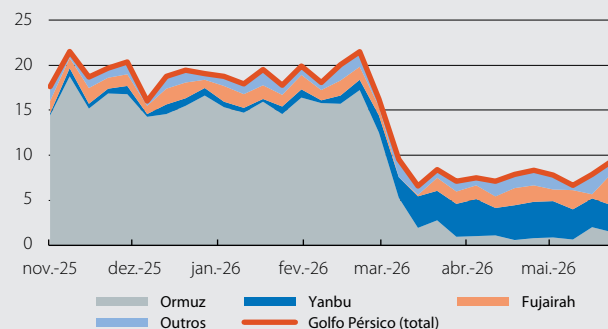
1. A inclinação negativa implica que os contratos para entrega a mais curto prazo têm preços substancialmente mais elevados do que os contratos para entrega a mais longo prazo. Este padrão, conhecido como *backwardation*, reflete a vontade dos compradores de pagar um prémio para garantir entregas de petróleo a curto prazo e é um indicador de oferta restrita (ou de uma procura excepcionalmente elevada de petróleo). Indica também que o mercado espera que o desfasamento entre a oferta e a procura seja temporário e desencoraja o armazenamento de petróleo, uma vez que este valerá menos no futuro do que atualmente.
2. Para mais pormenores, ver o «Oil Market Report» de maio de 2026 da Agência Internacional da Energia (AIE).
3. Ver Focus «O mercado do petróleo, no mundo do desconhecido», no IM04/2026.

Petróleo: preço dos futuros (Dólares por barril)



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

Fluxos de crude a partir do Golfo Pérsico (Milhões de barris por dia (média semanal))



Notas: São calculados os fluxos marítimos de crude com origem nos portos dos países do Golfo Pérsico. São incluídas todas as partidas de navios de portos do Irão, Iraque, Kuwait, Omã, Qatar, Arábia Saudita, Emirados Árabes Unidos e Iémen, agregadas consoante passem ou não pelo Estreito de Ormuz (por exemplo, os portos de Yanbu, no Mar Vermelho, e Fujairah, nos EAU). Os dados integrados de satélites, relatórios de corretores, alfândegas e agentes portuários permitem a monitorização em tempo real dos fluxos marítimos de petróleo.

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

«petróleo na água». Devido à sua rápida disponibilidade, é considerada a primeira camada que normalmente proporciona flexibilidade ao mercado. Em segundo lugar, temos os inventários comerciais. Trata-se de inventários de crude e de produtos petrolíferos detidos pelo setor privado, como as empresas petrolíferas, as refinarias e os operadores logísticos, que são utilizadas para o funcionamento normal do mercado. A sua evolução é um indicador-chave do equilíbrio, uma vez que responde aos incentivos económicos gerados pelas condições da oferta e da procura. O acompanhamento é, portanto, essencial para avaliar as tensões no setor e antecipar os movimentos dos preços do petróleo. Em terceiro lugar, existem as Reservas Petrolíferas Estratégicas

gicas (SPR, em inglês), principalmente de crude, geridas pelos governos para reforçar a segurança energética e enfrentar situações excepcionais, como grandes interrupções no abastecimento, conflitos geopolíticos ou catástrofes naturais. Ao contrário dos inventários comerciais, estes não são utilizados para fins de transações normais, mas são deliberadamente libertados para estabilizar o mercado e atenuar o impacto dos choques no abastecimento.⁴ São, por conseguinte, um instrumento fundamental da política energética, com capacidade para influenciar temporariamente a oferta mundial e a evolução dos preços do petróleo. Finalmente, existem os «mínimos operacionais», que são necessários para manter o funcionamento físico do mercado. Como «almofada» final no mercado petrolífero, entre as três camadas anteriores e estes mínimos operacionais, existem cenários de destruição da procura, em que o sistema de preços se torna o principal mecanismo de equilíbrio, arrefecendo o consumo para evitar que os inventários caiam para níveis críticos.⁵

Os inventários comerciais de petróleo dos países da OCDE mantêm-se dentro do seu intervalo histórico. No final de abril, situavam-se ligeiramente abaixo dos 2.700 milhões de barris, em comparação com uma média de cerca de 2.900 milhões na última década. Mas a sua rápida descida (-150 milhões de barris entre março e abril) implica que, ao ritmo atual, os inventários comerciais poderão aproximar-se de níveis criticamente baixos no 3T. Mesmo no pressuposto (benigno) de uma rápida retoma da produção mundial de petróleo a partir de junho, que regressaria ao seu nível anterior ao conflito no final do 4T 2026, os inventários comerciais da OCDE poderiam atingir mínimos históricos em junho e chegar a 2,4 mil milhões de barris no 3T, regressando lentamente ao normal a partir daí. Esta diminuição do nível dos inventários comerciais implica uma maior probabilidade de aumentos não lineares dos preços nos próximos meses. Além disso, os países (e produtos) mais dependentes do abastecimento energético dos países do Golfo

4. A 11 de março, a AIE anunciou a libertação de 400 milhões de barris das suas reservas estratégicas, estimadas em cerca de 1,2 mil milhões de barris (mais de 600 milhões de barris mantidos sob obrigação governamental). Esta foi apenas a sexta libertação conjunta de reservas (após as crises de 1991, 2005, 2011 e 2022, a última com dois anúncios de libertação de reservas).

5. Estes níveis mínimos de operações estão relacionados com os volumes que devem ser mantidos nas infraestruturas petrolíferas, como tanques, oleodutos ou cavidades subterrâneas, por razões técnicas. Estes níveis funcionam como uma camada não utilizável, necessária para garantir o bom funcionamento do sistema (níveis de pressão, caudais, segurança operacional). Estima-se que os níveis operacionais mínimos de petróleo sejam de cerca de 30 dias de procura (ou seja, com um consumo da OCDE de 45-47 mb/d, isto equivaleria a cerca de 1,4 mil milhões de barris).

Produção e consumo global de petróleo (crude e refinados)

(Milhões de barris por dia)



Nota: Os dados são comunicados até abril de 2026. A partir de maio de 2026, mostram-se as últimas previsões da EIA.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da EIA (Energy Information Administration).

são aqueles com recursos mais limitados e que continuarão numa situação de maior vulnerabilidade.⁶

A título de exemplo, outros cenários poderiam resultar em maiores desequilíbrios no mercado. Por um lado, a disrupção a curto prazo poderá ser maior do que o previsto, se as negociações entre o Irão e os EUA não permitirem uma recuperação dos fluxos a partir de junho, o que empurraria os inventários para mínimos ainda mais baixos nos próximos meses. Em contrapartida, a recuperação da produção mundial de petróleo poderá ser mais gradual do que o previsto, por exemplo, devido a danos mais importantes do que o esperado nas infraestruturas petrolíferas do Golfo Pérsico ou a dificuldades em restabelecer os fluxos marítimos através do Estreito de Ormuz para os níveis anteriores ao conflito, o que implicaria níveis de inventários mais baixos durante mais tempo. Dada a elevada correlação entre os preços do Brent e os inventários comerciais, estes cenários implicariam tensões de preços ainda mais elevadas nos próximos anos.⁷

Brent: em direção a que (novo) equilíbrio?

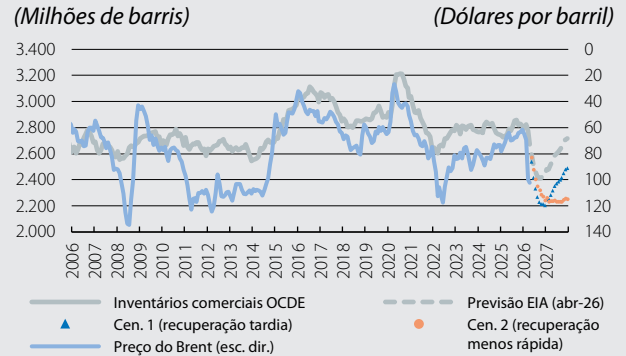
Apesar de os contratos de futuros apontarem para preços do petróleo estruturalmente mais elevados nos próximos anos em resultado do maior choque petrolífero da

6. Embora, em termos macroeconómicos, o mercado petrolífero pareça estar ainda longe dos limiares operacionais críticos, o nível dos inventários é muito heterogéneo entre regiões e produtos. Os inventários de produtos refinados (como o combustível para aviação e a nafta) deterioraram-se mais rapidamente do que os de crude, enquanto vários países da Ásia emergente estão a enfrentar dificuldades de abastecimento.

7. No seu último «Oil Market Report», de maio de 2026, a AIE estima uma perda cumulativa de 900 milhões de barris (incluindo a libertação de 400 milhões de barris de reservas estratégicas), pressupondo o fim do conflito em junho e uma recuperação da produção a partir do 3T. A AIE estima que este valor poderá duplicar em caso de um conflito mais prolongado.

história, os mercados também parecem descontar uma rápida normalização das condições de oferta e procura nos próximos meses. Neste cenário, os inventários mundiais conseguiriam manter-se como o principal mecanismo de absorção do atual choque de oferta e o preço do Brent converge, por enquanto, para um equilíbrio próximo dos 80 dólares por barril. No entanto, é importante lembrar que os preços de futuros não são uma bola de cristal. Em vez de refletir o poder de previsão, oferecem a possibilidade de garantir a entrega de uma determinada quantidade de um bem escasso no futuro, a um determinado preço, com base nas informações disponíveis atualmente. Aliás, tal como a inclinação negativa da curva aponta para uma elevada tensão no mercado a curto prazo, a longo prazo é provável que o mercado continue a ser marcado por uma longa cauda de riscos ascendentes.

Inventários comerciais de petróleo (OCDE) e o preço do petróleo bruto Brent



Notas: Os dados são comunicados até abril de 2026. A partir de maio de 2026, apresentam-se as últimas previsões da EIA e dois cenários alternativos. No cenário 1, partimos do princípio de que a interrupção dos fluxos petrolíferos se manteria até meados do 3T, e de uma velocidade de recuperação um pouco mais lenta (-0,5mb/d) no 4T. No cenário 2, pressupomos uma recuperação da produção global a partir de junho, mas mais lenta, com retiradas líquidas de inventários (a diferença estimada entre o consumo e a produção globais) inferiores (-1mb/d) ao cenário central (previsão da EIA) até ao final de 2027. É apresentado o preço médio mensal do Brent.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da EIA (Energy Information Administration).

Taxas de juro (%)

	31-maio	30-abril	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2026 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	2,15	2,15	0	0	-25
Euribor 3 meses	2,27	2,20	7	24	27
Euribor 12 meses	2,80	2,85	-4	56	71
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	2,41	2,50	-9	40	64
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,53	2,64	-11	41	75
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,94	3,04	-10	8	44
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,35	3,50	-15	7	26
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,30	3,44	-14	15	32
EUA					
Fed funds (limite inferior)	3,50	3,50	0	0	-75
SOFR 3 meses	3,66	3,66	-1	1	-67
Dívida pública a 1 ano	3,77	3,71	6	30	-33
Dívida pública a 2 anos	4,00	3,87	14	53	11
Dívida pública a 10 anos	4,44	4,37	6	27	4

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-maio	30-abril	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2026 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	53	60	-7	2,2	-5,0
Itraxx Financeiro Sénior	55	63	-7	1,0	-6,5
Itraxx Financeiro Subordinado	91	103	-12	-2,4	-16,6

Taxas de câmbio

	31-maio	30-abril	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2026 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,166	1,173	-0,6	-0,7	2,7
EUR/JPY (ienes por euro)	185,670	183,700	1,1	0,9	13,6
EUR/GBP (libras por euro)	0,867	0,862	0,5	-0,6	2,8
USD/JPY (ienes por dólar)	159,270	156,590	1,7	1,6	10,6

Matérias-primas

	31-maio	30-abril	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2026 (%)	Varição homóloga (%)
Índice Bloomberg de matérias primas	135,1	140,5	-3,8	23,2	35,1
Brent (\$/barril)	92,1	114,0	-19,3	51,3	43,5
Ouro (\$/onça)	4.540,3	4.617,9	-1,7	5,1	38,0

Mercado acionista

	31-maio	30-abril	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2026 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	7.580,1	7.209,0	5,1	10,7	28,2
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	6.050,5	5.881,5	2,9	4,5	12,7
Ibex 35 (Espanha)	18.362,9	17.781,0	3,3	6,1	29,8
PSI 20 (Portugal)	9.076,5	9.345,0	-2,9	9,8	22,8
Nikkei 225 (Japão)	66.329,5	59.284,9	11,9	31,8	74,7
MSCI emergentes	1.752,2	1.600,2	9,5	24,8	51,4

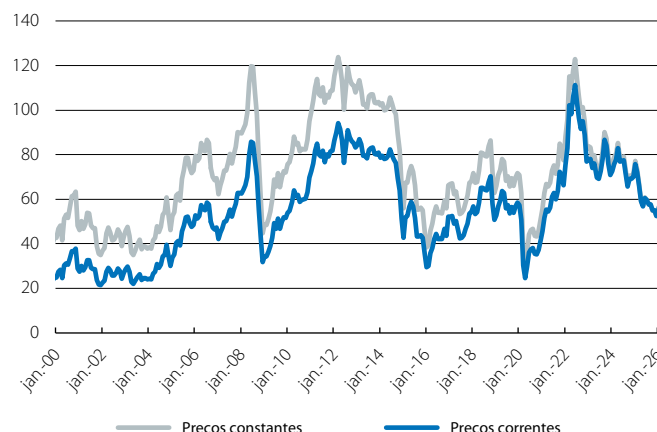
A economia mundial em busca de um novo equilíbrio

A reabertura de Ormuz, uma condição necessária mas não suficiente. O encerramento do Estreito de Ormuz desde o início do conflito fez subir o preço do petróleo para níveis próximos dos 100 dólares por barril nos últimos meses, enquanto a redução dos inventários permitiu a absorção de parte do choque energético. Durante as últimas semanas, as notícias sobre o prolongamento do cessar-fogo e as negociações entre os Estados Unidos e o Irão deram a entender que o estreito poderia ser reaberto em breve, permitindo a retoma dos fluxos de energia da região. Contudo, o restabelecimento do equilíbrio entre a oferta e a procura exigiria um aumento sustentado dos fluxos através de Ormuz, e o restabelecimento dos níveis de inventários anteriores ao conflito não será rápido. Globalmente, o mercado da energia deverá manter-se sob tensão e o risco geopolítico continuará a pressionar em alta os preços.

A atividade económica abranda face a um novo choque. Os indicadores disponíveis para as economias avançadas apontam para um abrandamento da atividade no 2T. Na UE, o índice de sentimento económico registou uma ligeira recuperação em maio (93,7 vs. 93,4 anteriormente), mas permanece próximo dos mínimos registados nos últimos anos e abaixo da sua média histórica de 100 pontos. Os indicadores do sentimento empresarial apontam para uma nova deterioração. O PMI da Zona Euro caiu para um mínimo de quase três anos de 47,5 (vs. 48,8 anteriormente), arrastado principalmente pela fraqueza no setor dos serviços (em mínimos de finais de 2020), num contexto de incerteza e aumento da inflação. No que diz respeito à indústria transformadora, a atividade continua a ser sustentada, enquanto as subcomponentes de preços mostram um aumento dos custos de produção. No seu Relatório de primavera, a Comissão Europeia salienta a deterioração do cenário macroeconómico causada pelo conflito no Médio Oriente e por um ambiente ainda marcado por uma elevada incerteza, o que reforça os riscos de abrandamento do crescimento. A previsão do BPI Research é de um crescimento da Zona Euro de 0,7% para 2026 (-0,5 p. p. em relação à previsão anterior, devido a uma combinação de dados do PIB ligeiramente inferiores aos estimados anteriormente e ao impacto do Médio Oriente) e de 1,2% para 2027 (-0,3 p. p.). Para informações mais detalhadas sobre este tema, ver o Focus «Perspetivas para a economia internacional» da presente publicação.

EUA : centrar-se no consumo privado e no mercado de trabalho. A economia dos EUA continua a resistir ao impacto do choque energético, apesar da deterioração da confiança dos consumidores. O consumo privado registou um crescimento mensal de 0,1% em abril (vs. 0,3% em março), que foi afetado pelo enfraquecimento do poder de compra das famílias, enquanto o mercado de trabalho mostrou solidez. A taxa de desemprego manteve-se em 4,3%, enquanto a criação de emprego se situou em 115.000 pessoas (vs. 63.000, média do 1T). De igual modo, a segunda estimativa do crescimento do PIB em cadeia para o 1T 2026 situou-se em 0,4% (-0,1 p. p. em relação à primeira estimativa) e refletiu um aumento mais moderado do consumo privado (+0,3% em cadeia, vs. 0,5% no 4T 2025). O investimento em capital fixo confirmou-se como o principal motor de crescimento no trimestre. Os dados relativos ao sentimento empresarial mostraram níveis consistentes

Brent: preço (Euros por barril)

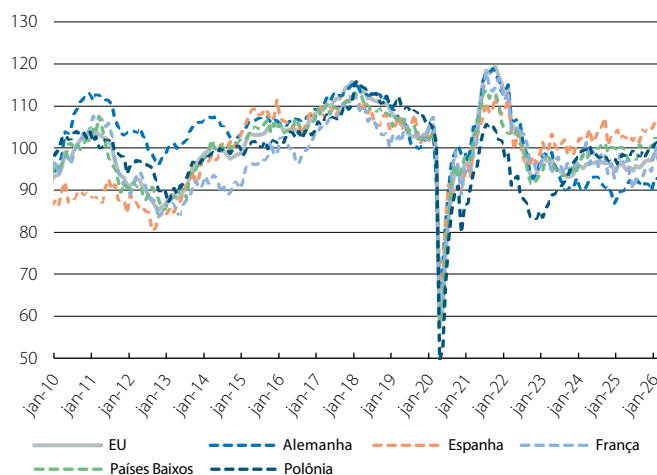


Notas: São apresentadas as médias mensais. Para o cálculo do Brent a preços constantes, são utilizados como base os preços de dezembro de 2025. O deflator utilizado baseia-se na inflação medida pelo IHPC para a Zona Euro.

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

UE: indicador do sentimento económico (ESI)

Índice

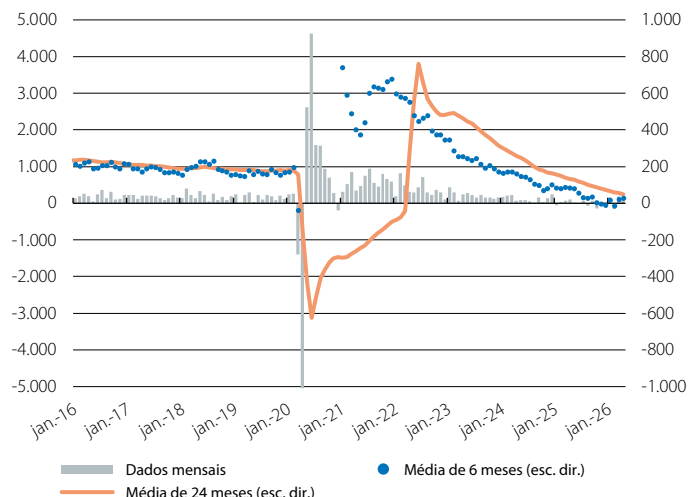


Nota: A média histórica do índice é de 100 pontos (desde o ano 2000).

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Comissão Europeia.

EUA : emprego

Varição mensal (milhares de empregos)



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

com um ligeiro abrandamento da atividade no 2T, mas com taxas de crescimento positivas. O PMI composto permaneceu inalterado em maio (51,7 pontos), embora as subcomponentes de preços mostrem pressões inflacionistas transversais e estejam no seu nível mais elevado desde 2022.

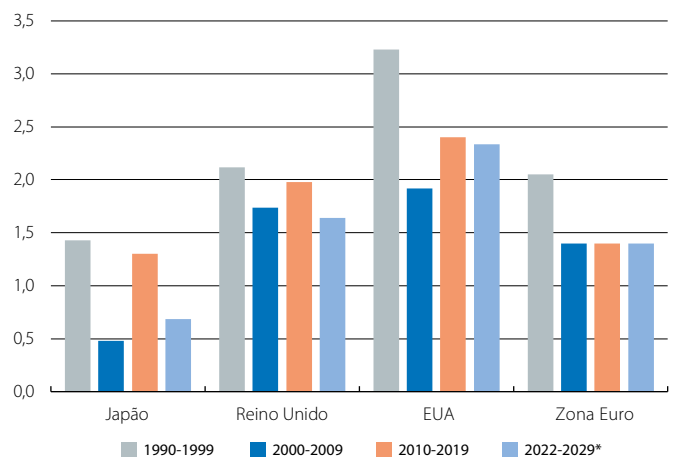
As pressões inflacionistas estão a acelerar devido ao aumento dos preços da energia. A inflação global da Zona Euro subiu para 3,2% em maio (vs. 3,0% em abril), enquanto a inflação subjacente se situou em 2,5% (+0,3 p. p.). A dinâmica dos preços da energia continua a ser visível (a energia contribuiu novamente com 1 p. p. para a inflação global) e destacou-se a dinâmica observada na inflação subjacente, em que a tendência ascendente dos bens industriais foi associada a uma notável recuperação da inflação dos serviços. Ainda sem o detalhe por componentes, a recuperação dos serviços poderá ser explicada por efeitos de calendário e pelo impacto indireto do conflito no Médio Oriente, em serviços mais sensíveis à energia, como os transportes. Nos Estados Unidos, o índice PCE de referência da Fed subiu 3,8% em abril (+0,3 p. p.) em termos globais, enquanto a variação da componente subjacente fixou-se em 3,3% (+0,1 p. p.), reforçando a perspetiva de uma Fed «em espera» até ao final do ano e de um BCE que poderá avançar para uma primeira subida «por segurança» já em junho (para mais detalhes, ver o Focus «As condições financeiras subjacentes ao cenário económico em 2026» desta publicação).

O Reino Unido e o Japão começam o ano com o pé direito, mas com desafios pela frente. O PIB britânico cresceu 0,6% em cadeia no 1T (vs. 0,2% anteriormente), graças à dinâmica dos serviços e ao dinamismo do consumo privado. No entanto, a instabilidade política que se seguiu às eleições locais, juntamente com a recuperação das obrigações soberanas e o aumento da incerteza quanto à orientação da política económica, poderá trazer novos desafios à economia do Reino Unido este ano. Por sua vez, o PIB do Japão cresceu 0,5% em cadeia no 1T (vs. 0,2% anteriormente), apoiado pelo bom desempenho da procura interna e pela recuperação das exportações. O limite máximo introduzido pelo governo japonês nos combustíveis está a ajudar a manter a inflação relativamente contida, pelo menos por agora. No entanto, os riscos estão claramente concentrados no lado positivo, tal como refletido nas componentes de preços dos PMI, em níveis próximos dos observados em 2022, e num mercado de trabalho em aperto. Com o aumento das expectativas de inflação a nível mundial, ingredientes como a incerteza económica e uma possível deterioração das perspetivas orçamentais poderão aumentar a pressão sobre ambos os países.

As perspetivas para as economias emergentes deterioram-se, embora com exceções. Na China, após um bom 1T, os dados de atividade revelaram um abrandamento em abril. A produção industrial abrandou, embora ainda tenha crescido a um bom ritmo (+4,1% em termos homólogos vs. 6,1% no 1T), enquanto as vendas a retalho permaneceram praticamente estagnadas. Do lado positivo, o bom desempenho dos serviços e a melhoria da confiança dos consumidores, num ambiente de inflação ainda moderada, poderão ajudar a sustentar a atividade. Em contrapartida, o PIB do Brasil registou um crescimento anual de 1,8% no 1T, impulsionado principalmente pelo consumo privado e pelo investimento. No contexto de um choque energético global, estes dados reiteram que as economias importadoras de energia e, em especial, as que apresentam vulnerabilidades de base mais elevadas, poderão enfrentar maiores riscos para as suas perspetivas de crescimento.

Global: crescimento do PIB

Variação anual (%)

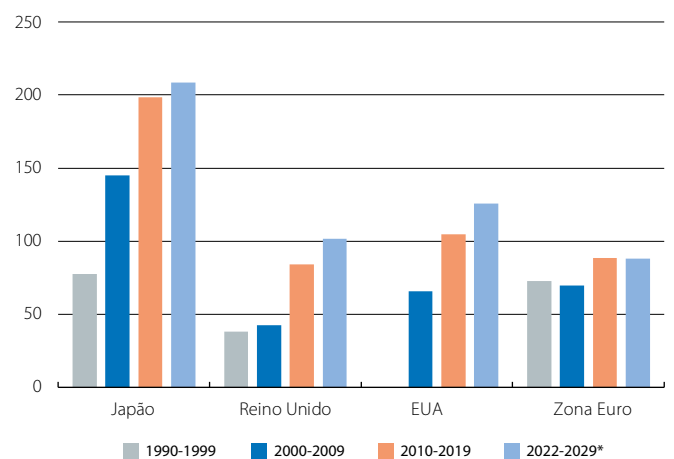


Notas: As taxas médias de crescimento anual são calculadas para cada período. Para o período 2022-2029, consideram-se as previsões do FMI a partir de 2026 (WEO, abril de 2026).

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Fundo Monetário Internacional.

Global: dívida pública

(% do PIB)

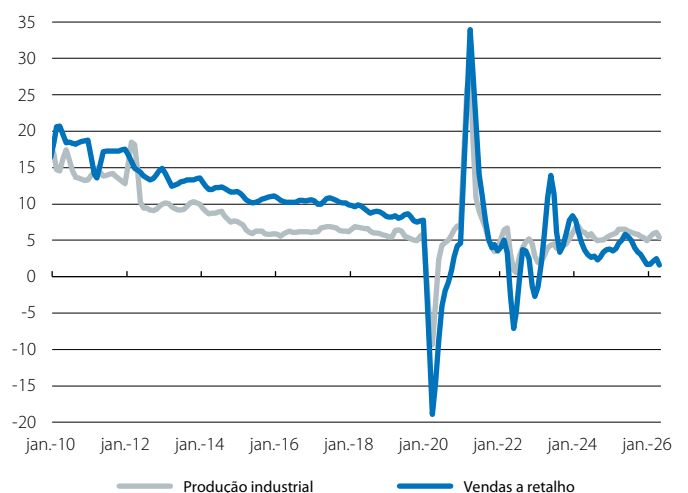


Notas: O rácio médio da dívida pública é calculado para cada período. Para o período 2022-2029, consideram-se as previsões do FMI a partir de 2026 (WEO, abril de 2026).

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Fundo Monetário Internacional.

China: indicadores de atividade

Variação homóloga (% média de 3 meses)



Fonte: BPI Research, com base em dados do Gabinete Nacional de Estatísticas da China (NBS).

Perspetivas para a economia internacional

À data de conclusão desta publicação, o conflito no Médio Oriente continua em curso e a exercer pressão sobre os preços da energia e dos seus derivados. A duração do conflito será determinante para avaliar o seu impacto económico. Na região, produz-se quase 30% do crude e 20% do gás mundiais; este último é uma matéria-prima essencial na produção de fertilizantes e de hélio, fundamental para a produção de semicondutores. Para além disso, é nessa zona geográfica que se encontram duas das principais vias marítimas do mundo: os estreitos de Ormuz e de Bab-el-Mandeb (localizada no Mar Vermelho). Existem fatores que podem exercer pressão no sentido de acelerar uma resolução do conflito, como a queda de popularidade de Trump (que poderá prejudicá-lo nas *mid-term*) ou o elevado custo económico da guerra. Dado o ambiente incerto, as nossas previsões económicas estão ancoradas nos preços da energia cotados nos mercados.

Em especial, o nosso cenário baseia-se em futuros cotados pelos mercados financeiros numa média de 14 dias úteis (por forma a reduzir a volatilidade). Segundo estes dados, o petróleo Brent estará acima dos 100 dólares por barril em julho, descendo gradualmente para cerca de 85 dólares até ao final do ano, elevando o preço médio do Brent em 2026 para cerca de 90 dólares e em 2027 para quase 80 dólares, substancialmente acima dos níveis descontados antes do conflito (quase 25 e 15 dólares acima, respetivamente). Além disso, não se prevê um regresso às taxas anteriores à guerra antes de, pelo menos, 2030. No que respeita aos preços do gás, o impacto foi muito menor do que após o início da guerra na Ucrânia. No entanto, os futuros em que se baseiam as nossas previsões apontam para um preço do gás ligeiramente inferior a 45 euros por MWh em média para 2026 e ligeiramente superior a 35 euros por MWh em média para 2027, cerca de 10-15 euros mais caro em cada ano do que o previsto antes do conflito.

Por outras palavras, os futuros da energia parecem estar a descontar uma resolução progressiva do conflito militar que conduza à reabertura do Estreito de Ormuz, mas reconhecendo que tal não implica uma recuperação imediata da atividade para os níveis anteriores ao conflito.¹

Neste contexto de aumento dos preços da energia, o crescimento económico será inferior ao previsto antes do conflito, especialmente nos países mais dependentes das importações de energia (Europa e Ásia, especialmente a Índia), enquanto a inflação aumentará de forma generalizada, o que condicionará uma postura mais *hawkish* por parte dos principais bancos centrais.²

1. Ver Focus «Os novos (des)equilíbrios do mercado petrolífero» desta publicação.

2. Ver Focus «As condições financeiras subjacentes ao cenário económico em 2026» desta publicação.

Principais previsões

Varição homóloga (%)

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

Notas: Média do período. Em laranja e itálico, previsões anteriores (fevereiro de 2026).

Fonte: BPI Research.

A Zona Euro enfrenta outro choque energético

A região tem uma exposição direta reduzida ao Médio Oriente. Contudo, apesar dos esforços efetuados nas últimas décadas para aumentar a eficiência energética e promover a utilização de energias renováveis, continua a ser altamente dependente dos combustíveis fósseis: representam quase 70% de toda a energia consumida por toda a economia, sendo praticamente o único tipo de energia utilizado no setor dos transportes.³ O impacto do aumento dos preços da energia fará subir a inflação nos próximos meses e esta ultrapassará os 3,0% na média anual de 2026, cerca de 1,0 p. p. acima do previsto antes da guerra. Assim, o poder de compra das famílias diminuirá e o consumo privado abrandará nos próximos trimestres, mas sem recuar, graças à elevada taxa de poupança das famílias (mais de 14% do rendimento disponível bruto) e a um mercado de trabalho ainda resistente (a taxa de desemprego está num mínimo histórico de 6,2% há mais de um ano). Os dados do início de 2026 da Zona Euro foram mais fracos do que o esperado, o que explica a substancial revisão em baixa que efetuámos: –0,5 p. p. em 2026, para 0,7%, e –0,3 p. p. em 2027, para 1,2%. Esta perda de dinamismo da atividade, por outro lado, atenuará os efeitos de arrastamento e de segunda ordem e, juntamente com várias medidas fiscais adotadas, ajudará a conter o impacto inflacionista da guerra. De momento, a Zona Euro evitará entrar em recessão, mas esta não pode ser excluída se o conflito se prolongar e se se concretizarem cenários mais adversos.

3. Ver Focus «A Europa enfrenta outra crise energética» no IM04/2026.

EUA: o impacto de uma inflação mais elevada no crescimento fortemente induzido pelo investimento em tecnologia

Os EUA são o maior produtor mundial de crude e gás e um exportador líquido, mas isso não significa que os seus consumidores não sintam o impacto do aumento dos preços da energia. De facto, a inflação já está a refletir o impacto (a gasolina está acima dos 4 dólares por galão), num contexto em que os preços dos serviços já mostravam uma grande resistência à moderação. Consequentemente, o impacto direto do aumento dos preços da energia fará com que a inflação global em 2026 seja, em média, quase 1,0 p. p. mais elevada do que seria sem o conflito, atingindo 3,5%. Esta evolução da inflação terá um impacto negativo no consumo das famílias, tal como já indicado pela deterioração notável dos principais indicadores de confiança das famílias, embora estas ainda mantenham taxas de crescimento dinâmicas. Continuamos, além disso, confiantes de que o investimento em tecnologia se manterá robusto graças à dinâmica da implantação da IA, pelo que a economia dos EUA manterá taxas de progresso bastante robustas. Contudo, como o 4T 2025 e o 1T 2026 foram mais fracos do que o esperado, reduzimos em 0,5 p. p. a previsão de crescimento para 2026 para 2,1%, um ritmo que se manterá em 2027.

A China beneficiará do impulso dado pelas suas exportações de elevado valor acrescentado

A economia chinesa encara o impacto da guerra no Médio Oriente com uma certa ambiguidade. Sendo uma importa-

dora líquida de energia, está a sofrer com os elevados preços da energia, enquanto as suas exportações para a Europa (que representam quase 16% do seu total) são prejudicadas pelas perturbações comerciais na região. Contudo, o arranque da IA e o desenvolvimento da energia verde em grande parte do mundo estão a impulsionar as suas exportações de alto valor, setores em que a China já se tornou uma referência global. A curto prazo, esta maior diversificação das exportações da China ajudará a sustentar o crescimento da sua economia. Este facto, associado ao corte tarifário desencadeado pelo Supremo Tribunal dos EUA e a um início de ano ligeiramente melhor do que o previsto, reafirma a nossa previsão de crescimento de 4,5% para 2026 e de 4,0% para 2027. Entretanto, as medidas implementadas pelo governo para conter o impacto do choque energético manterão a inflação, que era muito baixa antes do conflito, sob controlo e esperamos que se situe no intervalo de 1,0%-1,5% em 2026 e 2027.

Em resumo, parece que estamos a caminhar para um mundo de menor crescimento e maior inflação. A incerteza é muito acentuada e os cenários mais adversos ainda não podem ser excluídos, com impactos regionais muito díspares e em que a inflação atingiria taxas muito mais elevadas durante mais tempo, tal como o FMI alertou no seu relatório de abril. No entanto, importa sublinhar que a situação é diferente da de 2022, quando as grandes perturbações que ainda afetavam as cadeias de abastecimento mundiais na sequência da pandemia empurraram a inflação mundial para quase 9,0%.

Bem-estar das famílias europeias: maior dependência pública face a uma maior inflação

Entre 2013 e 2019, a recuperação das crises financeira e soberana permitiu ganhos graduais mas sustentados no poder de compra das famílias, apoiados pela melhoria do emprego e por um ambiente de inflação moderada. Esta dinâmica foi alterada com a pandemia e, embora o rendimento nominal e o mercado de trabalho tenham demonstrado resiliência, o choque inflacionista que se acentuou após a invasão da Ucrânia corroeu o poder de compra e afetou o bem-estar das famílias, com um impacto particularmente expressivo nas famílias com baixos rendimentos. Neste contexto, o consumo real efetivo das famílias per capita, um indicador amplo de bem-estar material, que incorpora tanto as despesas privadas como os bens e serviços individuais fornecidos pelo setor público, permite-nos analisar a forma como as condições de vida das famílias europeias evoluíram antes e depois da pandemia, bem como o papel da redistribuição pública.

Da recuperação pós-crise ao choque inflacionista

O consumo efetivo real per capita é um indicador que reflete o bem-estar material das famílias de forma mais precisa do que o PIB, o rendimento disponível ou o consumo final (ver definições no primeiro gráfico). Trata-se de uma medida menos sensível aos desvios cíclicos entre o produto, o rendimento das famílias e a poupança, especialmente relevante após a pandemia e durante os recentes choques inflacionistas.¹ Ao contrário das métricas anteriores, incorpora transferências em espécie do setor público (educação e saúde, bem como habitação ou transportes subsidiados) e, por conseguinte, reflete melhor o usufruto de bens e serviços por parte das famílias.

No período 2013-2019, o consumo real efetivo das famílias per capita na UE seguiu uma trajetória de crescimento estável (cerca de 1,5% ao ano), em consonância com uma fase de crescimento do rendimento e uma normalização gradual da economia após as crises financeira e soberana (ver segundo gráfico). O progresso nesta medida de bem-estar foi um pouco menos acentuado do que o do PIB, mas sólido, uma vez que foi sustentado pela melhoria do número de funcionários e por um ambiente de inflação moderada (menos de 1% em média por ano). Esta dinâmica mudou bruscamente com a pandemia. A quebra inicial do consumo privado em 2020 deu lugar a uma recuperação relativamente rápida, impulsionada por uma política orçamental expansionista, embora o aumento da incerteza tivesse empurrado a taxa de poupança para um nível estruturalmente mais elevado.

No entanto, o verdadeiro ponto de viragem não foi a pandemia em si, mas o episódio inflacionista que se seguiu.

1. FMI (2020). «Measuring Economic Welfare: What and How?»

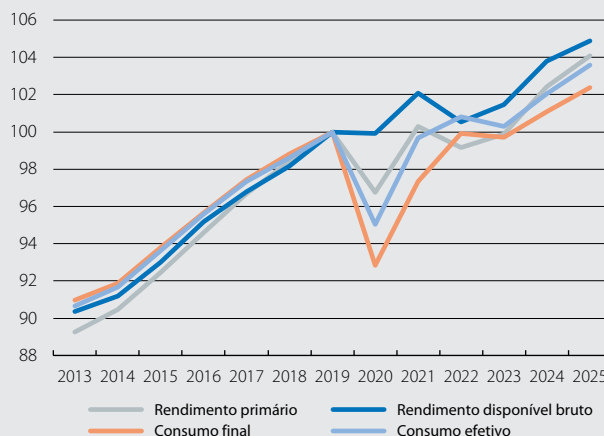
Consumo efetivo das famílias



Fonte: BPI Research.

UE: rendimento e consumo per capita

Em termos reais (índice 100 = 2019)



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

Entre 2021 e 2023, a subida acentuada dos preços da energia e dos bens alimentares provocou uma erosão do poder de compra das famílias. A inflação média anual na UE atingiu um máximo histórico de 9,2% em 2022, abrindo um fosso persistente entre a evolução das variáveis em termos nominais e reais. Simultaneamente, este choque inflacionista teve um carácter marcadamente regressivo. As famílias com os rendimentos mais baixos suportaram taxas de inflação significativamente mais elevadas, uma vez que gastaram uma maior proporção dos seus rendimentos em bens de primeira necessidade, precisamente os bens cujos preços mais aumentaram durante este período.² Além dis-

2. BCE (2024). «The unequal impact of the 2021-22 inflation surge on euro area households».

so, em alguns países, as condições de acesso à habitação deterioraram-se.³

Menos convergência e mais dispersão entre países após a pandemia

Para além do agregado europeu, as comparações entre países revelam mudanças significativas na dinâmica do crescimento e da convergência. Esta situação explica-se em grande medida pelo impacto desigual da inflação e pelas diferentes reservas orçamentais a que os países tiveram de responder. Em geral, o crescimento médio do consumo real efetivo per capita no período 2019-2025 foi significativamente inferior ao dos anos anteriores à pandemia para a grande maioria dos Estados-Membros (ver terceiro gráfico). Apenas alguns países conseguiram manter o crescimento do consumo efetivo, enquanto outros registaram um abrandamento mais acentuado, principalmente na Europa Oriental. Entretanto, as quatro grandes economias da UE (Alemanha, França, Itália e Espanha) registaram uma estagnação nos últimos anos.

Nos anos que antecederam a pandemia, os países com níveis iniciais mais baixos de consumo efetivo per capita tenderam a apresentar taxas de crescimento significativamente mais elevadas, o que aponta para um processo gradual de convergência do bem-estar (ver quarto gráfico). Este padrão enfraquece após 2019. O impacto assimétrico dos choques inflacionistas, associado às diferenças em termos de espaço orçamental, conduziu a uma maior dispersão dos resultados entre os Estados-Membros. A pandemia e os choques subsequentes não inverteram os ganhos anteriores, mas o resultado foi uma convergência mais lenta (ver no gráfico a linha azul a tracejado abaixo da linha cinzenta e o declive mais acentuado para níveis baixos de bem-estar) e uma convergência menos uniforme (maior dispersão da nuvem de pontos azuis), com a persistência de grandes diferenças estruturais na UE.

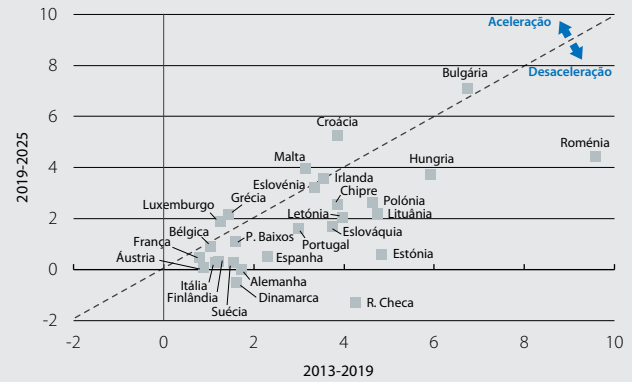
Promover o bem-estar num ambiente inflacionista: limites da redistribuição

A análise das principais economias da UE mostra claramente a mudança de padrão entre os dois períodos. Enquanto em 2013-2019 o crescimento do consumo real efetivo per capita foi principalmente apoiado pelo crescimento do rendimento real e por uma inflação moderada, após a pandemia o principal fator de diferenciação é o aumento acentuado da inflação, que corroeu significativamente o poder de compra, apesar da força do mercado de trabalho (ver quinto gráfico). Como resposta, as transferências públicas ganham peso como mecanismo de amortecimento, em especial nos Países Baixos, na Polónia e na Alemanha, juntamente com uma redução gradual da taxa de poupança após a forte recuperação em 2020-2021, mais acentuada em França, Espanha e Itália. No caso da Espanha, os resul-

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

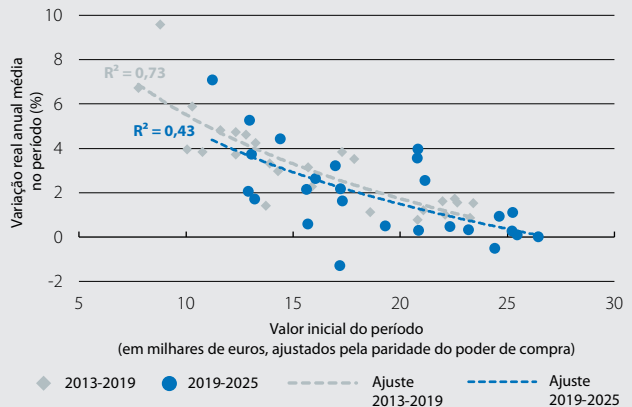
UE: consumo final efetivo das famílias per capita (países)

Variação real anual média no período (%)



Nota: Dados até 2022 para a Bulgária, até 2024 para a Estónia e até ao 3T 2025 para a Irlanda. **Fonte:** BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

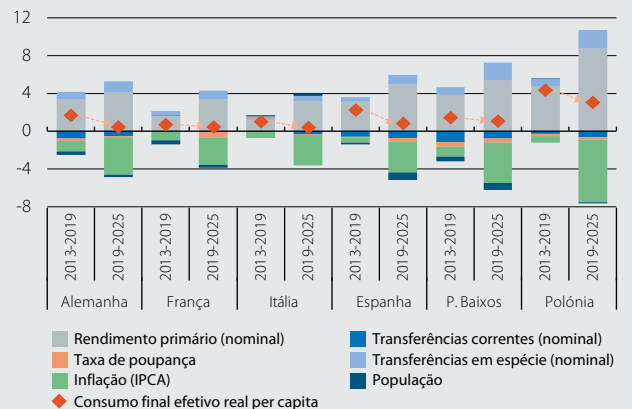
UE: consumo final efetivo das famílias per capita (países)



Notas: Dados até 2022 para a Bulgária, até 2024 para a Estónia e até ao 3T 2025 para a Irlanda. Luxemburgo está excluído devido ao registo de valores atípicos (em torno de 35.000 euros). Ajustamento logarítmico. **Fonte:** BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

UE: consumo final efetivo das famílias per capita (maior poupança)

Variação real anual média no período (p. p.)



Notas: Transferências correntes líquidas de impostos e contribuições sociais. Taxa de poupança calculada como o inverso do rácio entre o consumo final dos agregados familiares e o respetivo rendimento disponível bruto, em termos nominais. **Fonte:** BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

tados per capita são, além disso, influenciados pelo aumento acelerado da população devido a maiores fluxos migratórios no período recente.

No conjunto dos Estados-Membros, o papel mais ativo da redistribuição após a pandemia foi um fenómeno generalizado, mas não uniforme (ver sexto gráfico). Na maioria dos países, o aumento das transferências, monetárias ou em espécie, foi acompanhado de um maior contributo através de impostos e contribuições, embora a compensação do lado das receitas fiscais não tenha sido total num número expressivo de casos. Em contrapartida, apenas uma minoria de países apresenta um contributo líquido negativo das transferências para o crescimento efetivo do consumo das famílias nos últimos anos.

Implicações para a coesão e o impulso à agenda competitiva

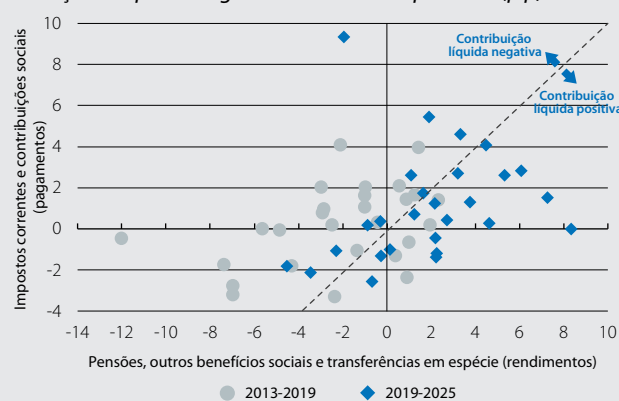
Desde a pandemia, a ação dos governos da UE conseguiu amortecer o impacto do choque sem precedentes no bem-estar material das famílias, evitando uma queda acentuada do consumo real per capita. Contudo, este resultado tem dependido cada vez mais da redistribuição pública e tem ocorrido num contexto de menor convergência entre países. A erosão do poder de compra causada pela inflação pôs em evidência os limites de um modelo baseado na proteção *ex post* do bem-estar. Para o futuro, a preservação da coesão económica exigirá o reforço dos fundamentos competitivos da UE: impulsionar a produtividade e aprofundar o mercado único.⁴ Sem progressos no crescimento potencial e na criação de emprego, a manutenção do bem-estar tornar-se-á cada vez mais onerosa e mais difícil de conciliar com a convergência europeia num ambiente de elevada dívida pública.⁵

4. Ver Focus «Até que ponto a UE avançou com a Bússola para a Competitividade?» no IM04/2026.

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

Transferências correntes e em espécie

Varição em percentagem do rendimento primário (p p)



Nota: Dados até 2022 para a Bulgária, até 2024 para a Croácia, Chipre, Estónia, Letónia, Lituânia, Malta, Eslováquia e Eslovénia, e até ao 3T 2025 para a Irlanda.

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

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

ESTADOS UNIDOS

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	03/26	04/26	05/26
Atividade									
PIB real	2,8	2,1	2,1	2,3	2,0	2,6	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	3,4	4,5	4,9	4,6	3,9	4,6	4,5	4,9	...
Confiança do consumidor (valor)	104,5	96,1	93,1	97,4	94,2	90,7	92,2	93,8	93,1
Produção industrial	–0,7	1,1	0,5	1,7	1,6	1,1	0,8	1,4	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	48,2	48,9	48,8	48,7	48,2	52,6	52,7	52,7	54,0
Habitacões iniciadas (milhares, média mensal)	1.371	1.357	1.356	1.347	1.323	1.413	1.507	1.465	...
Case-Shiller preço habitação usada (índice)	330	339	338	338	341	343	342	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	4,0	4,3	4,2	4,3	4,5	4,3	4,3	4,3	...
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,1	59,8	59,8	59,6	59,7	59,3	59,2	59,1	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–2,8	–3,4	–3,6	–3,4	–3,0	–2,5	–2,2	...	...
Preços									
Taxa de inflação global	2,9	2,6	2,4	2,9	2,7	2,7	3,3	3,8	...
Taxa de inflação subjacente	3,4	2,8	2,8	3,1	2,6	2,5	2,6	2,8	...

JAPÃO

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	03/26	04/26	05/26
Atividade									
PIB real	–0,2	1,1	2,0	0,5	0,2	0,6	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	37,2	34,7	33,2	34,8	36,7	36,9	33,3	32,2	33,6
Produção industrial	–3,0	0,1	0,1	–1,1	–1,3	1,2	0,6	2,3	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	12,8	13,5	13,0	14,0	15,0	17,0	–	–	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,6	2,7	2,7	2,5	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–1,0	–0,6	–0,7	–0,5	–0,4	...	...	...	...
Preços									
Taxa de inflação global	2,7	3,2	3,4	2,9	2,7	1,4	1,4	1,3	...
Taxa de inflação subjacente	2,4	3,0	3,2	3,2	3,0	2,6	2,5	1,9	...

CHINA

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	03/26	04/26	05/26
Atividade									
PIB real	5,0	5,0	5,2	4,8	4,5	5,0	–	–	–
Vendas a retalho	3,3	3,8	4,4	2,4	0,7	2,4	1,7	0,2	...
Produção industrial	5,6	5,9	6,2	5,8	5,0	6,0	5,7	4,1	...
PMI indústrias (oficial)	49,8	49,6	49,4	49,5	49,4	49,6	50,4	50,3	50,0
Setor externo									
Balança comercial ^{1,2}	997	1.189	1.145	1.174	1.189	1.179	1.179	1.167	...
Exportações	4,6	5,5	6,0	6,5	3,8	14,5	2,3	13,9	...
Importações	1,0	0,2	–0,8	4,6	3,4	23,0	28,1	25,3	...
Preços									
Taxa de inflação global	0,2	0,1	0,0	–0,2	0,6	0,8	1,0	1,2	...
Taxa de juro de referência ³	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Renminbi por dólar	7,2	7,2	7,2	7,2	7,1	6,9	6,9	6,8	6,8

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

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

ZONA EURO

Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	03/26	04/26	05/26
Vendas a retalho (<i>variação homóloga</i>)	1,2	2,4	3,1	2,0	2,3	1,9	2,1	1,0	...
Produção industrial (<i>variação homóloga</i>)	-2,9	1,5	1,2	1,5	2,0	-1,2	-2,1	...	...
Confiança do consumidor	-12,6	-13,4	-14,2	-13,6	-12,9	-13,8	-16,4	-20,6	-19,0
Sentimento económico	95,9	95,9	95,0	96,0	97,1	97,7	96,3	93,2	93,5
PMI indústrias	45,9	49,1	49,3	50,1	49,5	50,8	51,8	52,8	53,8
PMI serviços	51,5	51,3	50,1	50,9	53,0	51,2	50,2	47,6	47,7
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (<i>variação homóloga</i>)	1,0	0,7	0,8	0,7	0,7	0,6	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,4	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	...
Alemanha (<i>% pop. ativa</i>)	3,4	3,7	3,7	3,8	3,9	3,9	3,8	3,8	...
França (<i>% pop. ativa</i>)	7,5	7,7	7,6	7,8	8,0	8,2	8,2	8,2	...
Itália (<i>% pop. ativa</i>)	6,6	6,1	6,3	6,0	5,7	5,3	5,2	5,1	...
PIB real (<i>variação homóloga</i>)	0,9	1,5	1,6	1,4	1,2	0,8	-	-	-
Alemanha (<i>variação homóloga</i>)	-0,5	0,3	0,4	0,3	0,4	0,3	-	-	-
França (<i>variação homóloga</i>)	1,4	0,9	0,8	0,8	1,1	0,9	-	-	-
Itália (<i>variação homóloga</i>)	0,6	0,7	0,5	0,7	0,9	0,8	-	-	-

Preços

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	03/26	04/26	05/26
Inflação global	2,4	2,1	2,0	2,1	2,1	2,0	2,6	3,0	3,2
Inflação subjacente	2,8	2,4	2,4	2,3	2,4	2,3	2,3	2,2	2,6

Setor externo

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	03/26	04/26	05/26
Balança corrente	3,4	2,2	2,7	2,4	2,2	2,2	2,2	...	...
Alemanha	5,9	4,5	5,0	4,7	4,5	4,4	4,4	...	...
França	0,1	-0,3	-0,2	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	...	...
Itália	1,1	1,1	0,9	1,1	1,1	1,4	1,4	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	94,2	96,1	96,2	97,9	97,5	97,2	96,8	97,3	97,0

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	03/26	04/26	05/26
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	0,8	2,7	2,6	2,9	3,0	3,0	3,2	3,4	...
Crédito às famílias ^{2,3}	0,5	2,2	2,1	2,5	2,9	3,0	3,0	3,0	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	4,9	3,4	3,4	3,2	3,3	3,3	3,4	...	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	4,6	3,7	3,7	3,6	3,5	3,5	3,5	...	...
Depósitos									
Depósitos à ordem	-3,9	5,0	5,3	5,5	5,4	5,4	5,1	4,1	...
Outros depósitos a curto prazo	12,4	-0,1	-0,1	-1,5	-1,0	-0,2	-0,1	0,8	...
Instrumentos negociáveis	20,0	7,7	11,0	4,4	0,9	0,8	4,2	1,1	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	3,0	1,9	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.

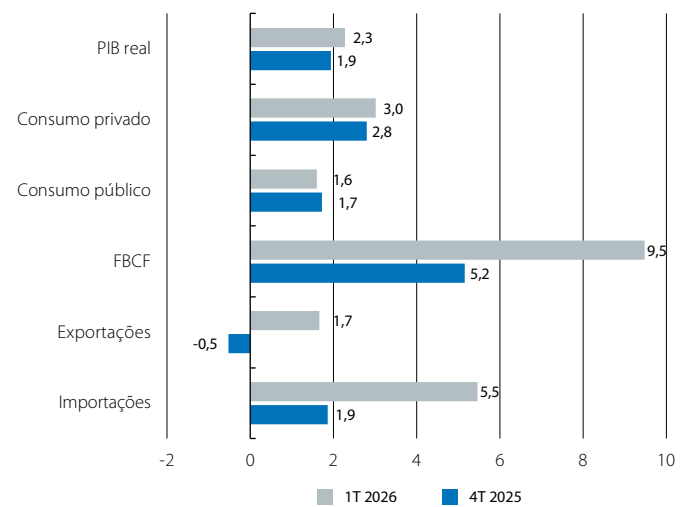
Investimento e consumo privado suportam a atividade

Confirma-se que o PIB no 1T 2026 estagnou em cadeia, crescendo 2,3% em termos homólogos. Este desempenho resulta da melhoria do contributo da procura interna e de contributos mais negativos da procura externa, em ambos os casos tanto em cadeia como em termos homólogos. A procura interna contribuiu com 4,1 p. p. para o crescimento, tirando partido do aumento de 9,5% da FBCF; e o consumo manteve um comportamento robusto ao avançar 3% homólogo. A procura externa foi influenciada pela aceleração das importações, associada ao comportamento do investimento, pois esta é uma componente com elevado conteúdo importado. Os poucos indicadores já disponíveis relativos ao 2T sugerem que a atividade manter-se-á moderada, mas em expansão. Destes, destaca-se o indicador de sentimento económico da Comissão Europeia, que nos dois primeiros meses do 2T se situou em 101 pontos (face a 103,7 pontos no 1T), refletindo uma desaceleração mais acentuada do sentimento dos agentes económicos em abril, recuperando ligeiramente em maio. Embora o ambiente externo seja mais adverso, internamente continuam ativos fatores que tenderão a limitar o impacto desfavorável do conflito, antecipando-se um retorno à trajetória de crescimento em cadeia. Assim, a procura interna continuará a suportar o crescimento, tanto via investimento como consumo privado, enquanto a procura externa manter-se-á debilitada, com as exportações pressionadas pelo baixo crescimento dos principais parceiros comerciais. A suportar esta perspetiva está a expectativa de que o investimento (sobretudo público) se revele robusto, refletindo a entrada do PRR no seu último ano e o facto de o mercado de trabalho continuar forte, apoiando o crescimento via consumo privado. Tendo em conta todos estes fatores, no início do mês de maio revimos em baixa a nossa previsão para o crescimento em 2026, de 2,1% para 1,8%.

Inflação estabiliza em maio acima de 3%. A estimativa rápida do INE indica que em maio a inflação global manteve-se inalterada face a abril, superando a fasquia dos 3% (3,3%). A inflação subjacente também estabilizou, fixando-se em 2,2%. Os principais motivos que justificam a variação homóloga do IPC Global são o aumento muito forte da inflação dos produtos energéticos (taxa de 13,2%) e também dos produtos alimentares não transformados (taxa de 5,7%). O impasse do conflito no Médio Oriente começa a deixar a sua marca mais vincada, em especial no preço dos combustíveis, ainda que, em maio, a situação tenha estabilizado. Desta forma, e face ao panorama de incerteza e arrastamento do conflito, à persistência dos preços do petróleo e gás natural em níveis elevados e às leituras da inflação desde março, revimos em alta a previsão para a taxa de inflação em 2026 para 2,9%, mais 8 décimas do que o esperado em fevereiro.

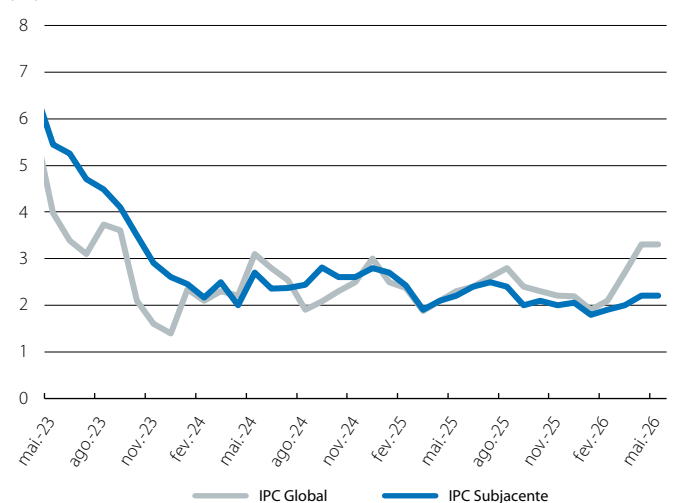
População empregada mantém ritmo de crescimento expressivo e volta a registar um máximo histórico. O dado de abril (ajustado de sazonalidade e ainda preliminar) reforça o comportamento extraordinário do emprego, que voltou a crescer acima dos 2% (mais concretamente 2,3%) registando novamente um novo máximo histórico da série estatística mensal (de 5,344,700). Ao mesmo tempo, a taxa de desemprego diminuiu em cadeia (-0,1 p. p.) para 5,7%, o que representa uma descida de 0,5 p. p. quando comparada com o mês homólogo. Estes dados acabam por reforçar a nossa perspetiva recentemente atualizada para a dinâmica do mercado

Crescimento do PIB e componentes (%)



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

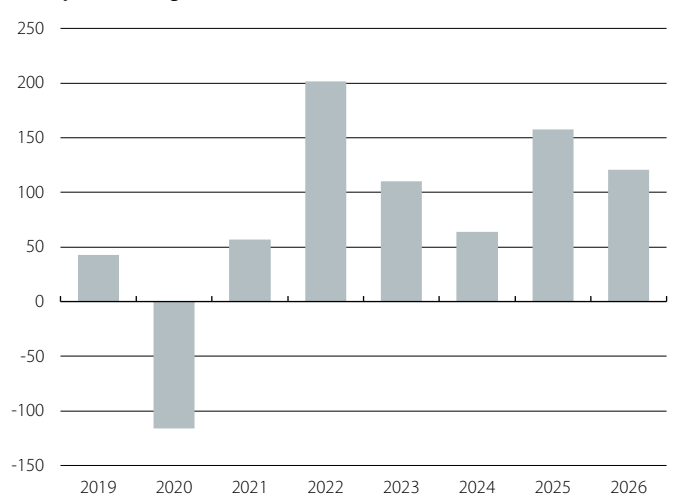
IPC yoy (%)



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

População empregada

Variação homóloga no mês de abril de cada ano (milhares de indivíduos)



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

de trabalho português em 2026: o emprego deverá desacelerar este ano, mas continuará a ser um suporte à atividade económica.

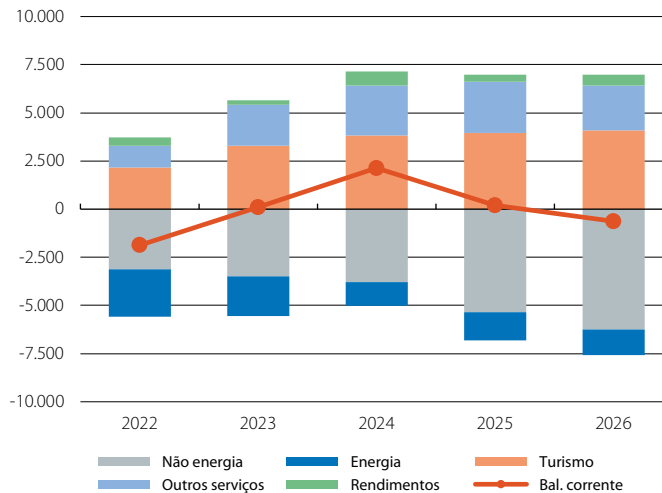
A balança corrente registou um défice de 616 milhões de euros em termos acumulados até março. A deterioração do saldo em 809 milhões face ao período homólogo justifica-se pelo agravamento do saldo da balança de bens em 779 milhões de euros (motivado sobretudo pela componente não energética), em resultado do aumento nas importações (+3,7% homólogo) que mais do que compensou o aumento das exportações (+0,9% homólogo). No mesmo sentido, o saldo acumulado da balança de serviços reduziu-se em 202 milhões de euros (-3,0% homólogo), em resultado da diminuição do excedente da balança de serviços não turísticos. Por comparação ao primeiro trimestre de 2025 e em termos acumulados, a balança turística viu o seu excedente aumentar em 140 milhões de euros (+3,5% homólogo), via aumento das exportações. No que toca ao setor do Turismo, em abril o número de hóspedes aumentou 2,4% em termos homólogos e com diferenças marcadas entre residentes e não residentes – o número de hóspedes residentes manteve-se praticamente inalterado (+0,1%) e os não residentes avançaram de forma mais significativa (+3,8%). No entanto, o INE sublinha que os resultados de março poderão ter sido influenciados pela estrutura móvel do calendário, ou seja, pelos efeitos associados aos períodos de Carnaval e da Páscoa. No conjunto do ano, as dormidas globais cresceram 1,0% e os proveitos totais 5,3%.

O aumento das tensões geopolíticas revela-se um desafio acrescido para a estabilidade financeira. Isto, a par de uma eventual correção abrupta do preço dos ativos nos mercados financeiros, agravou os riscos para a estabilidade financeira, de acordo com o Banco de Portugal. Para além disso, o banco central refere que o contexto atual é favorável à ocorrência de choques de diversas naturezas (macroeconómico, financeiro, geopolítico e climático), que poderá afetar a estabilidade do sistema financeiro português. Para além disso, volta a reforçar que uma correção dos preços dos imóveis residenciais, riscos operacionais e de cibersegurança (num contexto de transformação digital acelerada), riscos climáticos, pressões sobre a despesa pública (decorrentes da necessidade de atenuar os choques e outros desafios, como o envelhecimento populacional e a defesa) num contexto de (ainda) elevado endividamento público, deterioração das condições económicas e financeiras das empresas e agravamento do rácio de endividamento das famílias (num contexto de eventual agravamento dos custos de financiamento e preços elevados das casas) são também fatores de risco para a estabilidade do sistema financeiro nacional. Ainda assim, as melhorias estruturais da economia portuguesa nos últimos 10 anos e a resiliência do sistema financeiro ajudam a contrabalançar este contexto mais incerto.

Carteira de depósitos acelera em abril. Os depósitos continuam a evidenciar uma dinâmica consistente: o stock de depósitos do setor privado não financeiro aumentou 6,9% homólogo, com ambos os segmentos (SNF e particulares) a registarem evoluções positivas (12,4% e 4,9% homólogo, respetivamente). Estas variações homólogas têm vindo a crescer desde o início do ano. Nos produtos de retalho do Estado, os certificados de aforro (CA) em abril registaram subscrições líquidas de 483 milhões de euros, o valor mais elevado desde abril de 2025. Refira-se que nesse mês o Governo aumentou o teto máximo de investimento da série F para 250 mil unidades e a taxa de juro base para os CA também aumentou, sendo a mais elevada desde maio de 2025.

Portugal: balança corrente

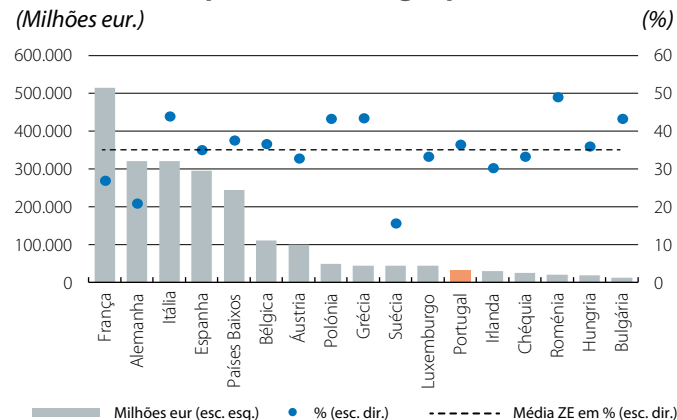
(ytd março, milhões de euros)



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

Empréstimos do sistema bancário aos setores mais expostos ao risco geopolítico

(Milhões eur.)

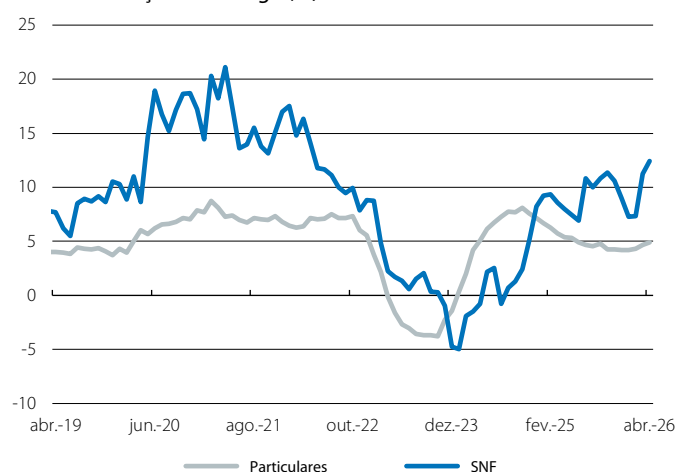


Nota: Dados a dezembro de 2024, com exceção de Portugal (dezembro 2025). Os setores mais afetados são os considerados por análises desenvolvidas pelo BCE ao risco geopolítico e correspondem à Agricultura, florestas e pescas (A), Indústria (C), Construção (F) e Transportes e armazenagem (H). A linha a tracejado diz respeito à média da área do euro para a exposição aos setores mais afetados em percentagem do crédito a empresas.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do BdP (REF Maio 2026).

Carteira de depósitos do setor privado não financeiro

Taxa de variação homóloga (%)



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

Incerteza domina calendário de revisão de cenários

O mundo mudou desde fevereiro e por isso tivemos de realizar alguns ajustamentos no nosso cenário macroeconómico.

O início da guerra no Irão foi o catalisador destas alterações, na medida em que afetou o comércio internacional feito através do Estreito de Ormuz por onde passam, em condições normais, cerca de 20% do petróleo e do gás consumidos. Embora a dependência de Portugal das trocas comerciais com origem no Médio Oriente seja reduzida,¹ a transmissão à economia portuguesa ocorre via aumento dos preços dos produtos energéticos, reforço da incerteza e o ambiente financeiro menos favorável, nomeadamente através do aumento dos custos de financiamento. Em relação ao primeiro aspeto, as diferenças são significativas. De facto, de um preço do Brent em torno dos 66 dólares por barril em fevereiro, passámos agora para níveis em torno dos 100 dólares, com perspetivas que em termos médios este se situe perto dos 90 dólares em 2026, caindo para um nível pouco abaixo dos 80 dólares em 2027. No gás a subida do preço foi mais moderada – dos 30 euros por MWh para 45 euros – antecipando-se que em média possa situar-se em torno dos 43 euros em 2026 e 36€/MWh em 2027. Ou seja, por comparação a fevereiro, aquando da elaboração do cenário anterior, as previsões para o petróleo e para o gás em 2026 foram revistas em mais 23 dólares e mais 13 euros, respetivamente. Em 2027, o diferencial face a fevereiro reduz-se para 13 dólares e 10 euros. O preço da Ureia, um fertilizante utilizado para acelerar o crescimento das culturas aumentando a sua produtividade, aumentou 20% desde o final de fevereiro. Aos aumentos de preços acresce o risco para a alteração do balanço entre oferta e procura destes bens, podendo gerar escassez de oferta com impacto na atividade económica.

Por si só, o aumento dos preços do gás e do Brent retiram 2 décimas ao crescimento do PIB este ano. No entanto, o crescimento poderá também ser negativamente impactado por uma postura mais cautelosa dos agentes económicos (maior incerteza), que poderão adiar decisões de investimento e de consumo. Adicionalmente, o aumento destes preços tenderá a refletir-se em mais inflação, possivelmente em aumento de taxas de juro por parte do BCE,² aumentando os custos de financiamento e reduzindo o rendimento real disponível das famílias.

1. A exposição de Portugal a importações de energia que transitam pelo Estreito de Ormuz é relativamente reduzida: cerca de 7% no caso do petróleo e menos de 1% no caso do gás natural.

2. O mercado desconta a possibilidade de que o BCE aumente as taxas diretas em 50/75 p. b. este ano, com forte aposta num aumento já de 25 p. b. em junho.

Parte destes impactos negativos poderão ser mitigados pela solidez de alguns aspetos da economia portuguesa que deverão continuar a suportar a procura interna. Entre estes, a entrada do PRR no seu último ano, impulsionando o investimento, sobretudo público; os baixos níveis de endividamento, tanto no setor privado como público, limitando o impacto de taxas de juro mais elevadas; a elevada taxa de poupança das famílias, constituindo uma importante almofada de suporte num ambiente mais inflacionado; e por fim a solidez do mercado de trabalho. Adicionalmente, o PIB estagnou no 1T, contrariando a nossa perspetiva de um avanço de 0,2%. Todos estes aspetos traduzem-se na revisão do crescimento do PIB real em menos 3 décimas, para 1,8%.

Quanto ao mercado laboral, antecipamos que este permaneça robusto, mas evoluindo a um ritmo mais lento do que o esperado em fevereiro. O crescimento mais moderado do emprego do que o antecipado no 1T 26, a revisão em baixa do crescimento económico e o maior grau de incerteza dos agentes económicos refletir-se-á no crescimento mais lento do emprego, sobretudo em 2026, sem que, no entanto, isto se reflita na deterioração da taxa de desemprego, que continuamos a prever que se fixe em 5,9% em 2026, menos 1 décima do que em 2025.

O impacto mais forte da crise no Médio Oriente far-se-á sentir na taxa de inflação. De facto, os sinais deste agravamento são já evidentes, com a inflação homóloga de abril a acelerar para 3,4%, refletindo o agravamento dos preços da energia para 11,7% homólogo versus 5,7% em março; e a aceleração dos preços dos bens alimentares para 7,4%, mais 1 p. p. do que em março. Este desempenho associado à manutenção dos preços do Brent e do gás elevados e possível contágio a outros preços traduziu-se na revisão em alta da previsão para a taxa de inflação em 2026 para 2,9%, mais 8 décimas do que o esperado em fevereiro.

As contas públicas, sobretudo o saldo orçamental, serão impactadas pelas medidas de apoio ao aumento do preço dos combustíveis e às medidas de apoio após as tempestades de fevereiro, voltando a uma situação de défice, mas menos significativo do que o esperado em fevereiro, refletindo o registo de um excedente melhor do que o esperado em 2025 e o anúncio de uma distribuição mais significativa de dividendos pela CGD,³ entre outros fatores. Não obstante, antecipamos que a dívida pública continue a sua trajetória de redução quando medida em proporção do PIB (86,4% no final de 2026).

No mercado imobiliário, a revisão dos preços residenciais também foi em alta, refletindo o efeito de arrastamento

3. Ver Focus publicado no IM05, «O clima e a geopolítica ensombram o excedente orçamental».

resultante do crescimento mais forte dos preços no último trimestre de 2025 e a manutenção de um desequilíbrio evidente entre oferta e procura de habitações. Apesar disso, o crescimento trimestral destes preços poderá moderar-se, refletindo o desajuste face aos rendimentos de nacionais, a envolvente financeira menos favorável e a falta de resposta da oferta, em linha com os sinais já visíveis de uma redução no número de transações no 1T de 2026.

Na construção e divulgação deste cenário mantém-se o refrão que nos tem acompanhado nos últimos anos, ou seja, elevada incerteza, desta vez com os riscos enviesados em alta para a inflação e em baixa para o crescimento. Caso estes se materializem, então o mercado de trabalho poderá ter pior desempenho, o défice público pode exceder a nossa previsão e os preços das casas poderão crescer menos do que o antecipado. Por fim, mas não menos importante, o cenário traçado parte da possibilidade de que o conflito do Médio Oriente se possa resolver nos próximos meses, na medida em que as partes envolvidas mostram algum interesse na sua resolução; esta é de facto uma das hipóteses mais relevantes do nosso novo cenário.

Teresa Gil Pinheiro

Cenário macroeconómico de maio vs. cenário de fevereiro

		2025	2026	2027	2028	Acum. 26-28
PIB (crescimento anual)	BPI, mai-26	1,9	1,8	1,8	1,8	5,4
	BPI, fev-26	–	2,1	1,9	1,8	5,9
Taxa de desemprego (% força de trabalho)	BPI, mai-26	6,0	5,9	5,9	5,9	–0,1
	BPI, fev-26	–	5,9	5,9	5,9	–0,1
Emprego (crescimento anual)	BPI, mai-26	3,2	1,2	1,4	1,2	3,8
	BPI, fev-26	–	1,9	1,5	1,3	4,8
Taxa de inflação (média anual)	BPI, mai-26	2,3	2,9	2,3	2,0	7,3
	BPI, fev-26	–	2,1	2,0	2,0	6,2
Inflação subjacente (média anual)	BPI, mai-26	2,2	2,2	2,1	1,9	6,3
	BPI, fev-26	–	2,0	1,9	1,9	5,9
Preço das casas (crescimento anual)	BPI, mai-26	17,6	11,7	4,6	2,8	20,2
	BPI, fev-26	–	10,1	3,7	2,8	17,3
Saldo orçamental (% do PIB)	BPI, mai-26	0,7	–0,2	–0,4	–0,4	–1,1
	BPI, fev-26	–	–0,6	–0,5	–0,5	–1,2
Dívida pública (% do PIB)	BPI, mai-26	89,7	86,4	83,2	81,6	–8,1
	BPI, fev-26	–	86,4	83,4	81,7	–8,0

Fonte: Projeções do BPI Research.

A literacia financeira e o seu papel nas perspetivas de acumulação de riqueza por parte das famílias portuguesas

A literacia financeira é um tema que tem ganho relevo desde a crise de 2008 e consiste, de acordo com a OCDE, numa combinação entre «consciência financeira, conhecimento, competências, atitudes e comportamentos necessários para tomar decisões financeiras sólidas e, em última análise, alcançar o bem-estar financeiro» (por exemplo: OCDE, 2023).¹ Assim, envolve não só a compreensão de conceitos-chave como a inflação e o valor temporal do dinheiro, mas também a capacidade de agir de forma racional e informada no que toca às necessidades financeiras individuais. Este conjunto de competências revela-se particularmente relevante na conjuntura macroeconómica e geopolítica atual, marcada pela incerteza elevada e alteração dos fundamentos que movem os mercados.

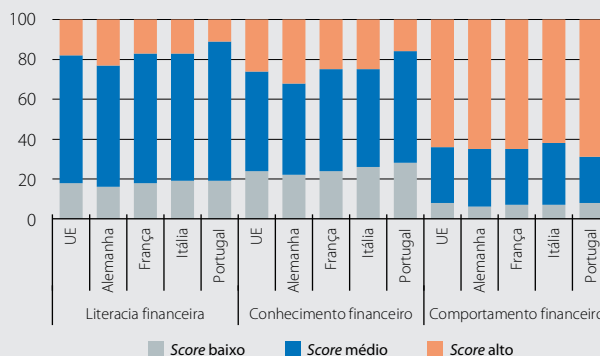
No Boletim Económico de março,² o Banco de Portugal analisou esta temática no contexto do inquérito da OCDE/INFE de 2023 e concluiu que Portugal apresenta um nível global de literacia financeira equiparado ao da Zona Euro, traduzindo um desempenho razoável, embora caracterizado por várias limitações. O indicador da OCDE envolve três componentes – conhecimentos, comportamentos e atitudes financeiras – pelo que o país obteve um desempenho acima da média nas duas últimas, o que significa que os portugueses possuem bons hábitos de poupança e gestão de despesas. O principal entrave prende-se com a componente dos conhecimentos financeiros, quantificada através de sete questões às quais apenas 13% dos portugueses inquiridos respondeu corretamente a todas (vs. 17,9% na Zona Euro), evidenciando dificuldades de compreensão em domínios como a diversificação de riscos e o cálculo de juros.

Este artigo pretende complementar o estudo do banco central através da análise de um outro inquérito – o Eurobarómetro de educação financeira da Comissão Europeia³ – e ao avaliar os seus impactos nas perspetivas de acumulação de riqueza por parte das famílias por via da composição das suas carteiras de poupança e investimento. O indicador de literacia financeira deste inquérito é dado pela média entre duas dimensões (ao invés de três no caso da OCDE) relacionadas com conhecimentos e comportamentos.⁴

Os resultados do Eurobarómetro são um pouco mais negativos que os da OCDE, mas encontram-se aproximadamente em linha com os mesmos. Observando o primeiro gráfico, Portugal apresenta uma *performance* abaixo da média europeia

Literacia financeira na UE: Eurobarómetro de 2023

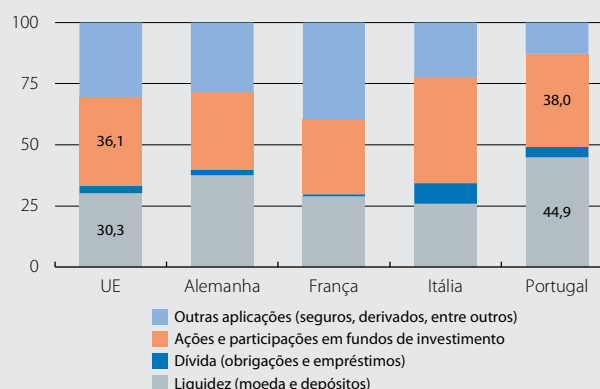
(% dos inquiridos que obtiveram o score respetivo)



Nota: Score baixo indica valores abaixo ou iguais a 5; score médio indica valores entre 5 e 9 e score alto indica valores de 9 ou 10. O score final de literacia financeira resulta de uma média ponderada entre os scores de conhecimento e comportamento.
Fonte: BPI Research, com base nos dados da Comissão Europeia.

Evolução da estrutura de ativos financeiros das famílias na UE em 2024

(% do total detido pelas famílias)



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

(peso de *scores* baixos e médios de aproximadamente 89% vs. 82% na UE), marcada maioritariamente pelo *gap* em termos de conhecimentos (84% vs. 74% na UE), enquanto os portugueses adotam atitudes e respostas mais prudentes que a generalidade dos países (peso de *scores* altos de 69% vs. 64% na UE). Isto reforça a dicotomia entre falta de compreensão de conceitos relevantes e cautela na tomada de decisões financeiras que podem afetar a riqueza, a solvência e a liquidez de cada indivíduo, pelo que os portugueses são caracterizados por uma elevada aversão ao risco que poderá advir de diferentes fontes.⁵

Esta baixa tolerância ao risco é evidenciada no segundo gráfico. Em 2024, quase metade das poupanças das famílias foi canalizada para ativos financeiros líquidos e com baixo risco de crédito e de mercado (moeda, depósitos e instrumentos de dívida, incluindo produtos de retalho do Estado) (49,2% vs. 33,3% na

5. Como os níveis de literacia financeira são relativamente baixos, a aversão ao risco pode advir da ausência de conhecimentos que racionalizem certas decisões de investimento ou endividamento ao invés das próprias características psicológicas, emocionais e financeiras da população.

1. OCDE (2023). OECD/INFE 2023 international survey of adult financial literacy. Disponível em: https://www.oecd.org/en/publications/oecd-infe-2023-international-survey-of-adult-financial-literacy_56003a32-en.html
2. Banco de Portugal (2026). Boletim Económico – março 2026. Disponível em: <https://www.bportugal.pt/publicacao/boletim-economico-marco-2026>
3. Comissão Europeia (2023). Monitoring the level of financial literacy in the EU. Disponível em: <https://europa.eu/eurobarometer/surveys/detail/2953>
4. A componente dos conhecimentos é medida através do nº de respostas corretas a cinco questões técnicas de conceitos financeiros e a dos comportamentos pelo nº de respostas concordantes a comportamentos prudentes em termos de escolha de produtos financeiros, controlo de despesas e ambição em atingir objetivos financeiros.

UE), que acabam por se traduzir numa menor rentabilidade, enquanto 50,8% (66,7% na UE) foram investidos em ativos tendencialmente de maior risco e retorno esperado, como ações, participações em fundos de investimento e outras aplicações.⁶

No terceiro gráfico são apresentados os impactos estimados do nível de literacia financeira e das suas componentes nas proporções de ativos sem risco (moeda e depósitos) e com risco, nomeadamente ações e participações em fundos, através de modelos de regressão linear utilizando dados dos países-membros da UE.

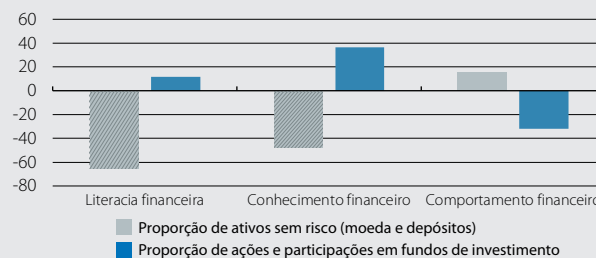
Os resultados dos modelos confirmam a importância económica que esta temática possui, ao indicarem um impacto negativo e estatisticamente significativo do indicador global de literacia financeira (com um nível de significância a 10%) e do específico sobre conhecimento (a 5%) na proporção de moeda e depósitos detidos pelas famílias europeias. Ou seja, quanto menor a literacia, maior a aversão ao risco e a propensão para alocar capital a ativos pouco rentáveis. Além disso, reforçamos as conclusões do Banco de Portugal sobre a preferência generalizada por segurança do capital e de que o principal problema se prende com as dificuldades da população em entender e aplicar conceitos-chave, ao observarmos que o principal contributo para esta dinâmica vem do domínio dos conhecimentos e não dos comportamentos (coeficiente no caso do conhecimento está de acordo com o do indicador global e até reflete uma significância estatística mais forte, ao contrário do coeficiente do comportamento). Nas regressões sobre ações e participações em fundos, os resultados também não são significativos, mas seguem o sinal esperado.

Tal como espelhado na análise do Banco de Portugal, o desempenho da literacia financeira pode ser impactado direta ou indiretamente por outros determinantes como género, idade, níveis de escolaridade e rendimento, pelo que tivemos em conta um conjunto de variáveis de controlo abrangendo os mesmos. Isto defende que o impacto da literacia financeira também é afetado pela dinâmica que tem com os restantes fatores demográficos e socioeconómicos.⁷ Em geral, deduzimos uma relação positiva (negativa) entre literacia financeira e apetite (aversão) a ativos de risco, traduzida na componente do conhecimento, enquanto a do comportamento apresenta um impacto contrário sinalizando ainda a importância do fator prudência na tomada de decisão.

São duas as principais consequências de fundo que os níveis limitados de literacia financeira têm para o bem-estar das famílias portuguesas: a menor capacidade de acumular riqueza e uma acentuação das assimetrias de rendimento e poder de compra face a outras economias desenvolvidas. Ao se sentirem menos confiantes em investir em ativos de risco para rentabilizar as suas poupanças em termos reais, os particulares enfrentam um custo-oportunidade associado aos

Relação entre os indicadores de literacia financeira e a estrutura de ativos das famílias nos países da UE

Coefficiente de regressão (impacto do aumento de 1 unid. na var. dependente em p. p.)



Notas: * Foi estimada uma equação com as respetivas proporções identificadas como variáveis dependentes, cada score de literacia financeira como variável independente principal e ainda um vetor de variáveis de controlo: $Proporcao = \beta_0 + \beta_1 * X_{lit.financieira,i} + \theta_j * Controlos_{i,j} + \epsilon_i$. Os valores únicos de cada variável de literacia financeira foram calculados pelo BPI Research para cada país, ponderados pelo peso (w) dos scores, sendo atribuído «0» aos baixos, «1» aos médios e «2» aos altos: $score\ final_i = w_{médios} * 1 + w_{altos} * 2$. ** Os impactos de cada dimensão na respetiva proporção de ativos por nível de risco foram estimados através de regressões lineares do tipo mínimos quadrados ordinários (OLS) em secção cruzada (países da UE mais média geral, totalizando 28 observações; dados de 2024 para as proporções de ativos e para as variáveis de controlo e de 2023 para as variáveis independentes (i.e. dimensões de literacia financeira), que foi o ano em que se realizou o inquérito). Teve-se em conta em conta a matriz HAC (Newey-West) para mitigar eventuais problemas de heteroscedasticidade. Os coeficientes a cinzento escuro e com riscas revelam significância estatística no máximo a 10%. As variáveis de controlo são a proporção de indivíduos do sexo masculino, a idade mediana da população residente, a proporção de população com educação superior e o rendimento mediano líquido. O software utilizado para estimar os modelos foi o EViews. **Fonte:** BPI Research, com base em estimativas internas e nos dados da Comissão Europeia e Eurostat.

rendimentos do fator capital⁸ que se perpetua ao longo do tempo via efeito composto, assentando integralmente as suas decisões monetárias nos salários (rendimentos do fator trabalho) que já por si são comparativamente reduzidos, apesar de terem registado aumentos importantes nos últimos anos. Estas consequências podem alastrar-se ao resto da economia, limitando estruturalmente o consumo e investimento potenciais a longo prazo pelo facto de os recursos não serem direcionados para as aplicações de maior valor acrescentado e as empresas terem de basear o seu financiamento, por exemplo, no crédito bancário, reduzindo as suas opções. Por outro lado, existe o benefício de os agentes económicos estarem menos expostos a flutuações de curto prazo nos ativos de risco.

Torna-se assim urgente colocar a literacia financeira na lista de prioridades estratégicas para os ganhos de competitividade e resiliência do país. A principal estratégia existente neste âmbito é o Plano Nacional de Formação Financeira,⁹ que promove o debate sobre o tema nas escolas, entre jovens e docentes, mas o destaque vai para o setor privado, especialmente jornais/media e empresas financeiras, mas também indivíduos que têm conseguido difundir conteúdos relevantes de forma recreativa e lúdica entre a população através das redes sociais, criando o conceito de *finfluencer* (influencers financeiros).¹⁰

Tiago Miguel Pereira

6. Focando exclusivamente nas ações e participações em fundos de investimento, as famílias portuguesas apresentam uma proporção ligeiramente superior à média europeia (38% vs. 36,1%), mas a relevância das ações individuais (contra as carteiras naturalmente mais diversificadas nos fundos) é menor em Portugal (33,9% vs. 41%).

7. Por exemplo, é natural que uma família com rendimentos relativamente reduzidos ou baixos níveis de escolaridade apresente uma menor literacia financeira.

8. Por exemplo, ausência de rendimentos via juros atrativos, dividendos e ganhos de capital.

9. O novo ciclo para 2026-2030 foi formalizado entre as principais entidades regulatórias do sistema financeiro (Banco de Portugal, Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões e Comissão do Mercado de Valores Mobiliários) e o Ministério da Educação, Ciência e Inovação.

10. Embora existam benefícios, continua a ser necessário escrutínio sobre este nicho para evitar a propagação de desinformação.

O que se passa com as contas externas?

O saldo da balança corrente encolheu até março

Nos três primeiros meses de 2026, a balança corrente registou um défice de 615,5 milhões de euros, o equivalente a $-0,9\%$ do PIB, uma redução significativa no saldo face aos valores registados no período homólogo (até março de 2025, a balança corrente tinha registado um excedente de 193,2 milhões de euros, $+0,3\%$ do PIB). Esta redução deveu-se não só ao aumento do défice da balança de bens não energéticos (para $-5,1\%$ do PIB), assim como à diminuição do excedente da balança de serviços, para $4,9\%$ do PIB ($-0,4$ p. p.). Adicionalmente, o excedente da balança de rendimento secundário também contribuiu para o agravamento do saldo, ao ter passado para $0,8\%$ do PIB ($-0,3$ p. p.). Por ora ainda não são visíveis os impactos do aumento dos preços da energia em resultado do conflito no Médio Oriente, que tem feito o preço do Brent aumentar de forma significativa; no entanto o prolongamento do fecho do Estreito de Ormuz poderá colocar pressões adicionais ao saldo já negativo da balança corrente via degradação do saldo da balança de bens energéticos.

Analisando a evolução do saldo acumulado até março da balança corrente em termos absolutos, conclui-se que a redução do mesmo face a 2025 justifica-se pelo aumento em 11% do défice da balança comercial de bens (para -7.584 milhões de euros) e pela redução em 3% do excedente da balança comercial de serviços (para $+6.425$ milhões de euros). A diminuição do défice da balança de rendimento primário ($+310$ milhões de euros) foi mais do que compensada pela redução do excedente da balança de rendimento secundário (-138 milhões de euros). Salienta-se ainda o facto de que o saldo acumulado no ano da balança corrente nos primeiros três meses do ano (-616 milhões de euros) constitui o pior arranque de ano desde 2022. Nos próximos pontos tentamos perceber o que motivou a degradação nos saldos da balança de bens e de serviços.

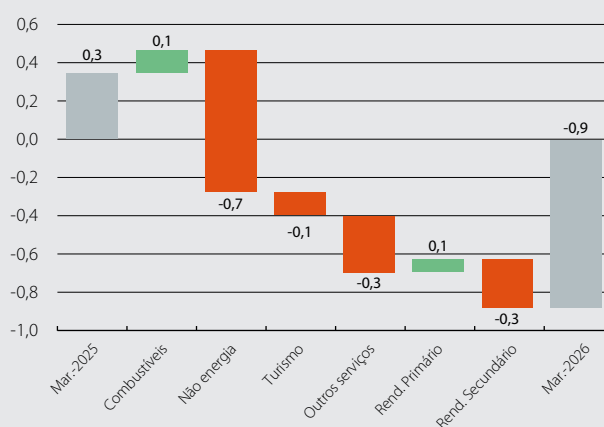
Balança de bens atinge o maior défice nos primeiros três meses do ano desde 2003

Até março de 2026 e comparando com o período homólogo, as importações de bens cresceram 943 milhões de euros ($+3,7\%$), ao passo que as exportações registaram um aumento de apenas 165 milhões de euros ($+0,9\%$), resultando num agravamento do saldo deficitário da balança de bens em 779 milhões, constituindo o pior resultado registado nos primeiros três meses do ano desde 2003. Quer o aumento das exportações como o das importações foi motivado pelos bens não energéticos,¹ destacando-se o aumento homólogo das exportações de máquinas e equi-

1. As exportações acumuladas até março de 2026 registaram um aumento de 349 milhões de euros (bens não energéticos) e uma diminuição de 184 milhões de euros (bens energéticos) face ao mesmo período de 2025. As importações de bens não energéticos aumentaram 1.228 milhões de euros e as de energia diminuíram 285 milhões de euros.

Evolução da balança corrente

% do PIB e variação em p. p.



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

Evolução da balança corrente (por componente)

Valores acumulados até março, em milhões de euros

Saldo	2025	2026	Diferença
Balança de Bens	-6.805	-7.584	↓ -779
Balança de Serviços	6.626	6.425	↓ -202
Balança rend. primário	-907	-597	↑ 310
Balança rend. secundário	1.279	1.141	↓ -138
Balança corrente	193	-616	↓ -809

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

pamentos ($+19\%$) e de equipamentos elétricos ($+13\%$). As principais variações absolutas face ao mesmo período de 2025 observadas no lado das importações incidiram-se nos produtos informáticos e eletrónicos ($+32\%$), nos automóveis ($+8\%$) e nos equipamentos elétricos ($+17\%$). No que diz respeito aos parceiros comerciais, destacamos a redução das exportações para a Alemanha (-30%) e para os Estados Unidos (-24%), ambos os casos em resultado da diminuição das vendas de produtos farmacêuticos² e, em sentido contrário, o aumento das exportações para a Turquia ($+44\%$, justificado pelas vendas de automóveis) e Finlândia ($+116\%$, via aumento de vendas de minérios metálicos). Do lado das importações, o destaque vai para o aumento da exposição face aos Países Baixos ($+61\%$, justificado essencialmente pelo aumento de importações de produtos informáticos e eletrónicos) e Brasil ($+41\%$, em resultado do aumento das compras de petróleo bruto e gás natural) e, em sentido contrário, a diminuição das importações efetuadas à Irlanda (-71% , motivado pelos produtos farmacêuticos).

2. Para mais informações sobre a dinâmica dos produtos farmacêuticos em 2025, consultar o Focus «Detalhes da balança corrente portuguesa até ao 3T 2025» no IM12/2025.

A que se deveu a degradação no saldo da balança de serviços?

Portugal é um relevante exportador líquido de serviços, sendo esta componente aquela que mais sustenta o saldo da balança corrente. Até março de 2026, esta balança registou um excedente de 6.425 milhões de euros, o que corresponde a um decréscimo de 3% face ao excedente registado em igual período de 2025. A diminuição do saldo em 202 milhões de euros é justificada pela redução do excedente na rubrica dos outros serviços (-341 milhões de euros, i.e. -13%), que foi parcialmente compensado pelo incremento do excedente da rubrica das viagens & turismo (+140 milhões de euros, i.e. +4%). Começando pela variação positiva no excedente da balança turística, esta deveu-se ao aumento das exportações líquidas para países pertencentes à América (saldo aumentou 101 milhões de euros, com os Estados Unidos a justificarem 1/3 deste incremento). A rubrica dos «Outros Serviços» piorou o seu saldo devido à redução das exportações líquidas de serviços de transporte (-247 milhões de euros, via aumento das importações) e de outros serviços empresariais (-191 milhões de euros, devido à contração de exportações), cujas variações negativas foram parcialmente compensadas pela melhoria do saldo nos serviços TIC (+124 milhões de euros, via aumento de exportações).

Como irá evoluir o saldo da balança corrente?

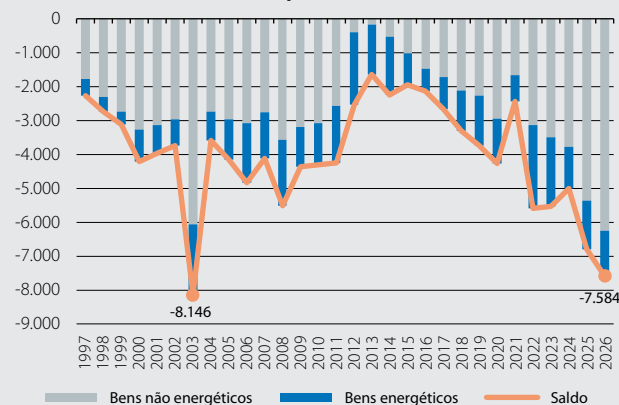
Com base nos preços dos futuros à data de elaboração do cenário macroeconómico de maio, estimamos um preço médio do petróleo Brent para 2026 em 90 USD/barril (+31% face a 2025) e do gás TTF em 43 €/MWh (+19%), abaixo do verificado em 2022.³ Desta forma, procedemos à revisão do nosso cenário macroeconómico, reduzindo a previsão para o crescimento do PIB real em 0,3 p. p. para 1,8%.⁴

Em relação à revisão do saldo corrente (que atualmente se fixa em 1,2% do PIB para este ano), será tido em consideração o agravamento do saldo energético, que estimamos que se possa deteriorar em 26% face ao saldo de 2025, para cerca de -6.700 milhões de euros, sobretudo devido a aumento das importações de bens energéticos, assim como algum abrandamento no crescimento das exportações e importações de viagens & turismo através de potenciais constrangimentos em resultado do aumento dos preços do *jet fuel* e possibilidade de cancelamento de voos por parte das companhias aéreas.

Com base na nossa estimativa de evolução para as várias componentes da balança corrente, prevemos que a degradação

Decomposição do saldo da balança de bens por subcategoria

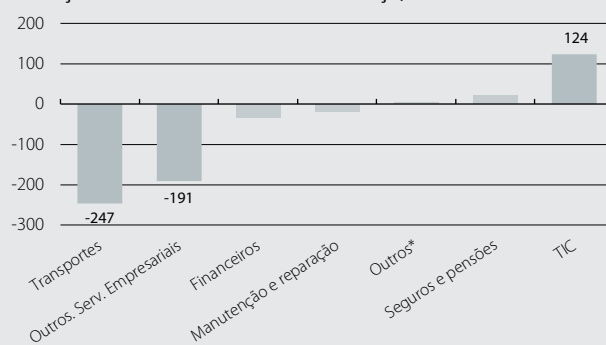
Valores acumulados até março, em milhões de euros



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

Varição do saldo por rubrica dos «Outros Serviços»

Varição do saldo acumulado até março, em milhões de euros



Nota: * «Outros» incluem os serviços de construção, serviços culturais & recreativos, direitos de propriedade intelectual, transferência de recursos pertencentes a terceiros e serviços das administrações públicas.

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

dação do saldo da balança de bens não será suficiente para que este agregado regresse a valores negativos, uma vez que a balança de serviços deverá continuar a registar um excedente superior ao défice da balança de bens. Assim, estimamos que o saldo da balança corrente atinja cerca de +1,200 milhões de euros, equivalente a 0,4% do PIB,⁵ o que ainda assim representa uma deterioração de 69% face ao saldo relativo ao ano anterior, evidenciando que a economia portuguesa ainda se mostra vulnerável perante a ocorrência de choques exógenos adversos (como são as alterações de política comercial dos EUA e o conflito no Médio Oriente).

Pedro Avelar

3. Nesse ano, e em resultado da invasão russa à Ucrânia, o preço médio do Brent atingiu 98,9 USD/barril e o do gás TTF ultrapassou os 131€/MWh, conduzindo a um défice energético de -11.584 milhões de euros (-4,7% do PIB). Nesse ano, o saldo da balança corrente portuguesa fixou-se em -2,0% do PIB.

4. Para mais informações sobre as revisões efetuadas ao cenário central, consultar o Focus «Incerteza domina calendário de revisão de cenários» presente nesta publicação.

5. De notar que este resultado está em linha com a estimativas mais recentes para Portugal do FMI que constam no *World Economic Outlook*, que aponta para um saldo corrente no acumulado do ano de 0,5% do PIB.

Da quantidade à qualidade: a transformação do mercado de trabalho português no pós-pandemia

O emprego tem apresentado uma dinâmica incrivelmente robusta no pós-pandemia, suportando o crescimento económico: a população empregada cresceu 10,1% entre 2019 e 2025 (mais 485.000 postos de trabalho), enquanto a taxa de emprego atingiu máximos históricos. Ainda assim, a criação de emprego no último ciclo apresenta algumas diferenças relevantes face ao ciclo de crescimento anterior (2014-2019), especialmente no que diz respeito à distribuição setorial. As TIC, a construção, a Administração Pública ou as atividades profissionais (consultoria, científicas e técnicas) ganharam protagonismo em detrimento de outros setores, tipicamente intensivos em mão-de-obra, como a indústria transformadora. O setor da construção, sendo um dos mais intensivos em mão-de-obra, foge a esta regra, mas obedece a estímulos e razões conhecidas e relacionadas com a elevada escassez de oferta de habitação no país.

O reforço do peso dos setores menos intensivos em mão-de-obra e tipicamente associados a atividades de maior valor acrescentado leva-nos a questionar sobre se o emprego criado nos últimos 6 anos é de melhor qualidade do que no ciclo de crescimento anterior. Para isso, iremos explorar três fatores: o nível de formação dos trabalhadores, a estabilidade dos contratos de trabalho e as remunerações reais.

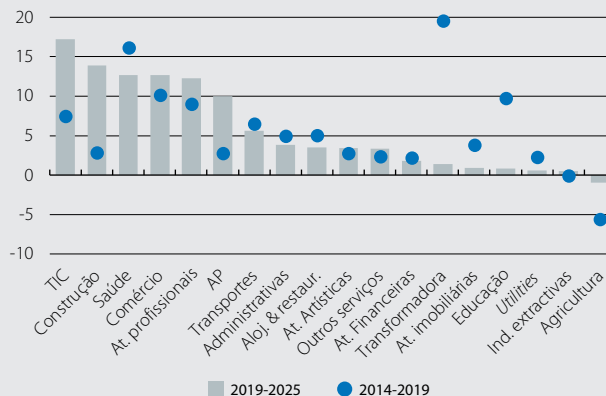
População empregada com maior nível de escolaridade

Uma população empregada mais qualificada tem imensos benefícios, quer em termos pessoais (tipicamente com melhores oportunidades, maior remuneração, mais estabilidade), quer para o país (como a melhoria da produtividade). O emprego criado nos últimos anos foi, em larga medida, de pessoas com o ensino superior completo, numa proporção claramente superior ao que se tinha verificado no ciclo de expansão anterior. Em sentido contrário, o emprego de pessoas com menores qualificações tem vindo a diminuir. Com isto, Portugal regista uma melhoria expressiva da proporção da população empregada com o ensino superior nestes 12 anos, para cerca de 35% em 2025 (+10 p. p. face a 2014). No entanto, continua a destacar-se de forma negativa face aos restantes países da UE: é o 7º pior país (nos últimos lugares surgem países de Leste e Itália).

Tentámos ainda perceber de onde vem esta melhoria: será que a melhoria da qualificação da população empregada se deve ao facto de o emprego ter aumentado em setores que exigem tipicamente mais qualificações (denominado efeito de composição) ou será que é explicada por uma melhoria das qualificações transversal a

Portugal: emprego por setor

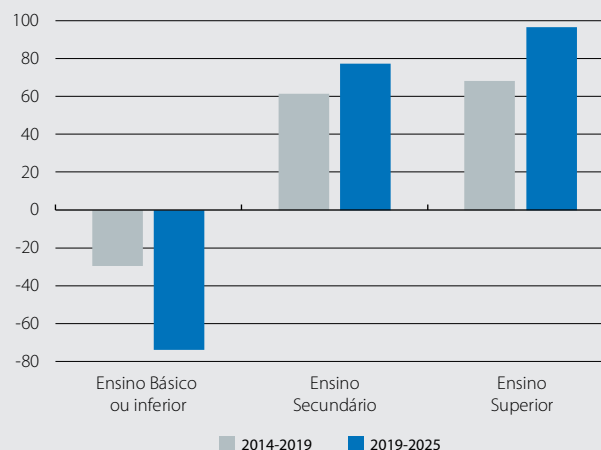
Contribuição relativa para o crescimento (%)*



Nota: * Corresponde à contribuição de cada setor para o crescimento do emprego, expressa como percentagem do crescimento total do emprego no período considerado.
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

Portugal: emprego por nível de escolaridade

Contribuição relativa para o crescimento do emprego (%)



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

todos os setores (denominada margem intensiva)? Decomposemos entre estes dois efeitos e a conclusão é que ambos são positivos, mas a margem intensiva é claramente ganhadora (explica cerca de 80% da variação do emprego entre 2019 e 2025).

A precariedade dos contratos diminuiu nos últimos anos

Outro aspeto relevante para se avaliar a qualidade do emprego criado prende-se com o nível de precariedade dos contratos de trabalho. Para isso, analisámos o emprego criado à luz da tipologia dos contratos (sem termo ou a termo). Neste ponto, verifica-se que os contratos sem termo explicam a totalidade do aumento do emprego nos

últimos 6 anos, com um contributo negativo das outras tipologias, tipicamente mais precárias.¹ Isto difere do observado no ciclo expansionista anterior, em que ambas as tipologias tinham contributos positivos. Perante isto, a taxa de emprego temporário atingiu os 15,1% em 2025 (face a 21,4% em 2019 e 22,1% em 2014).

Mais uma vez, desagregámos em efeito de composição e margem intensiva, para tentar perceber se a redução da taxa de emprego temporário resulta da variação do peso dos diferentes setores (ou seja, se o emprego nos setores em que o trabalho temporário predomina diminuiu) ou se resulta das variações da taxa de emprego temporário em cada setor.² A tabela apresentada permite concluir que a redução da taxa se deve, nos dois momentos de expansão, à menor utilização de contratos a termo nas empresas dos diferentes setores. Dois setores são um bom exemplo disso: a taxa de emprego temporário diminuiu mais de 10 p. p. entre 2019 e 2025 no alojamento & restauração e na construção, apesar de se manterem acima da taxa registada para o conjunto do mercado.

A melhoria dos salários foi (quase) transversal a todos os setores de atividade

A dinâmica dos salários também foi muito expressiva no último ciclo expansionista: a remuneração bruta mensal média real aumentou mais de 10% entre 2019 e 2025, claramente acima dos 3,4% registados no período anterior. Mais uma vez, para tentar perceber qual terá sido a força motriz por detrás deste crescimento expressivo, desagregámos esta dinâmica entre efeito composição e margem intensiva. O gráfico ajuda a perceber que ambas as dinâmicas tiveram um efeito positivo no aumento das remunerações, mas a margem intensiva é claramente a vencedora. Isto significa que o aumento dos salários foi transversal aos vários setores de atividade (uma análise mais detalhada revela uma perda de poder de compra em apenas dois setores de atividade: *utilities* e setor financeiro). Esta conclusão não surpreende de todo, se pensarmos nos aumentos contínuos do salário mínimo (aumento de cerca de 45% entre 2019 e 2025, face a cerca de 20% no período anterior) e no relato de escassez de mão-de-obra (reportado nos inquéritos de conjuntura às empresas como um dos obstáculos à atividade em setores como, por exemplo, a construção, ou refletido nas vagas

1. Isto poderá também ser explicado pelas alterações laborais feitas em 2019, que vieram incentivar a contratação sem termo e penalizar contratos mais precários.

2. Para esta análise recorreu-se a dados do Eurostat, de forma a obter a taxa de emprego temporário em cada um dos setores de atividade. Ainda assim, perante a ausência de informação para o período analisado, foi necessário excluir a indústria extrativa, *utilities* e atividades imobiliárias, pelo que a redução da taxa de emprego temporária apresentada na tabela resulta apenas do conjunto dos restantes setores. Se considerarmos os dados do INE para o conjunto dos setores, a redução entre 2019 e 2025 foi de 6,3 p. p.

Portugal: taxa de emprego temporário

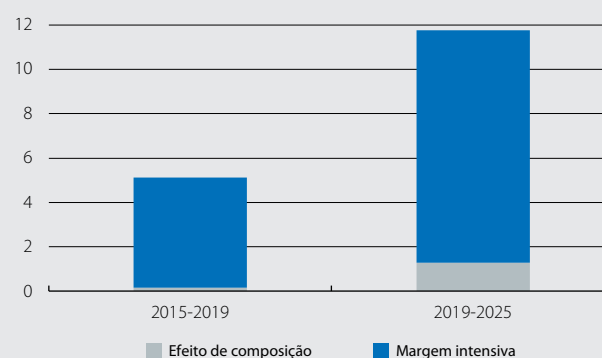
(p. p.)

	2014-2019	2019-2025
Efeito de composição	-0,03	0,02
Margem intensiva	-0,60	-6,03
Total	-0,63	-6,01

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

Portugal: crescimento dos salários reais

(p. p.)



Nota: Perante a ausência de dados para os salários reais por setor de atividade em 2014, foi necessário focar a análise entre 2015 e 2019. A variação percentual em ambos os períodos não corresponde ao mencionado no texto, uma vez que os dados do texto são os referidos para o total da economia e, no gráfico, excluimos alguns setores de atividade.

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

de emprego por preencher, que registam um aumento de cerca de 60% entre 2019 e 2025).³

Perante isto, é correto afirmar que o emprego criado nos últimos seis anos em Portugal foi, de facto, de melhor qualidade, com uma melhoria expressiva das qualificações da população empregada (com maior preponderância dos indivíduos com o ensino superior) e através de contratos mais estáveis. No entanto, apesar da recuperação expressiva dos salários neste ciclo, não se verificou que o aumento do nível salarial geral tenha resultado de um incremento do emprego em setores com salários mais elevados, concluindo-se que o aumento foi praticamente generalizado aos vários setores de atividade.

Vânia Duarte

3. Em 2025, o número de vagas de emprego por preencher registou o valor mais elevado de sempre: 56.029 em média no ano. A taxa foi de 1,4%, face a 1,0% em 2019 e 0,6% em 2014. Neste caso, o principal destaque vai para o setor das TIC, cuja taxa atingiu os 4,1% em 2025 (vs. 2,9% em 2019 e 2,2% em 2014).

Ponto de situação das regras orçamentais europeias à luz do Relatório Anual de Progresso

No final de abril, o Governo português apresentou o Relatório Anual de Progresso (RAP), com algumas alterações face ao que tinha inscrito no Orçamento de Estado para 2026. Neste artigo vamos debruçar nas principais diferenças e comparar as novas perspetivas do Governo com as recentes estimativas da Comissão Europeia e Conselho das Finanças Públicas (CFP) para as contas públicas portuguesas.

O ponto de partida em termos macroeconómicos é agora distinto. O conflito no Médio Oriente veio trazer um novo foco de incerteza e volatilidade à economia, obrigando o Governo a alterar substancialmente as previsões para os preços do petróleo (de 56,4 no OGE 2026 para 89,8 dólares por barril no RAP). Para além disso, Portugal enfrentou eventos climáticos adversos no início do ano, com o comboio de tempestades a afetar de forma substancial algumas regiões do país. Perante este contexto, o Executivo antecipa um crescimento menor para a economia portuguesa em 2026 e um crescimento mais acelerado dos preços.

Esta alteração no contexto geopolítico tem implicações para as contas públicas. Apesar da execução orçamental de 2025 se ter revelado mais positiva do que o Governo estimava aquando da elaboração do OGE 2026 (na altura projetava um excedente orçamental de 0,3% do PIB em 2025, mas ficou em 0,7%), as medidas avançadas para apoiar as famílias e empresas a lidarem com estes novos desafios terão um impacto negativo no saldo orçamental em 2026. Perante isto, o Governo reviu em baixa as suas previsões para o saldo orçamental, passando de uma expectativa de um ligeiro excedente (0,1% do PIB) para um saldo nulo.

O principal destaque vai para a revisão em alta do lado da despesa, com especial destaque para o consumo intermédio e o investimento público. O Governo justifica a aceleração do investimento com a implementação de investimentos estruturais (financiados pelo PRR e os de contributo nacional) e os esforços de reconstrução após o comboio de tempestades. Ao mesmo tempo, o Executivo esclarece que as rubricas de outra receita corrente, receita de capital, outra despesa corrente e outra despesa de capital são também influenciadas pelos fundos do PRR. Por sua vez, as medidas de apoio às famílias explicam a ligeira revisão em alta das prestações sociais face ao previsto no OGE 2026. No total, o Governo antecipa que as tempestades resultem num impacto negativo nas contas públicas de 1.199 milhões de euros, o equivalente a 0,4% do PIB. Perante isto, a despesa corrente primária sofre uma revisão em alta face à previsão no OGE 2026

Cenário macroeconómico para 2026

(Variação anual em %, exceto quando indicada outra medida)	2025	2026	
		OGE 2026	RAP
PIB	1,9	2,3	2,0
Consumo Privado	3,5	2,7	1,9
Consumo Público	1,6	1,2	1,6
Investimento	3,6	5,5	4,8
Exportações	0,4	1,8	1,5
Importações	4,3	3,6	2,6
IHPC	2,2	2,1	2,5
Emprego¹	2,3	0,9	1,2
Taxa desemprego (% pop. ativa)	6,0	6,0	6,0
Balança corrente e capital (% PIB)	2,5	3,0	2,3

Nota: Emprego de acordo com as Contas Nacionais.

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

Principais indicadores das contas públicas

(% PIB)	2025	2026	
		OGE 2026	RAP
Receita corrente	42,1	41,9	42,8
Receita fiscal	24,5	24,1	24,3
Contribuições sociais	12,6	12,5	12,8
Outra receita corrente	4,9	5,3	5,7
Receita de capital	1,2	1,9	2,6
Receita total	43,4	43,8	45,4
Despesa corrente	38,8	39,1	39,8
Consumo intermédio	5,1	5,0	5,4
Despesas com pessoal	10,6	10,6	10,7
Prestações sociais	18,0	18,1	18,2
Juros	1,9	2,1	1,9
Subsídios e outra despesa corrente	3,1	3,3	3,6
Despesa de capital	3,9	4,6	5,6
Formação bruta de capital fixo	3,0	3,4	4,4
Outras despesas de capital	0,9	1,2	1,1
Despesa total	42,7	43,7	45,3
Saldo Global	0,7	0,1	0,0
<i>Por memória:</i>			
Receita fiscal e contributiva	37,2	36,6	37,1
Despesa Corrente Primária	36,9	37,0	37,9
Saldo Primário	2,6	2,2	1,9
Divida Pública	89,7	87,8	87,5

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

(+0,9 p. p.), para quase 38% do PIB; a confirmar-se, será um aumento de 1 p. p. face ao observado em 2025 e representa o valor mais elevado desde 2022, ano ainda marcado pelos efeitos da pandemia.

Apesar desta deterioração, o Governo mantém a expectativa de cumprimento das novas regras orçamentais europeias: o Executivo projeta que a despesa líquida primária em 2025 tenha ultrapassado o teto acordado com a

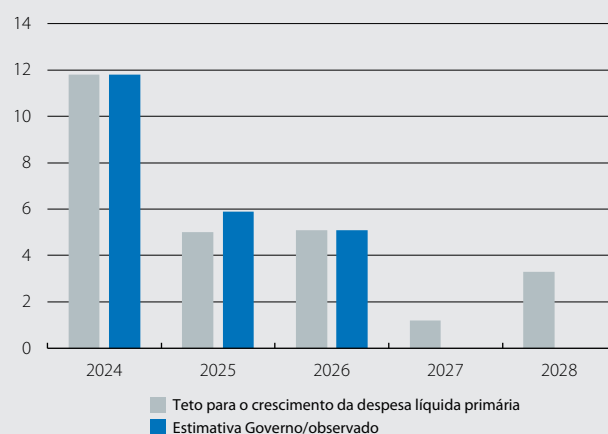
Comissão Europeia, mas, em 2026, a trajetória estará alinhada. Assim, o desvio acumulado até 2026 estará em 0,3 p. p., inferior aos 0,6 p. p. acumulados permitidos (ou 0,3 p. p. por ano). Ao mesmo tempo, relativamente à cláusula de salvaguarda da dívida pública (que exige uma descida mínima de 1 p. p. por ano do rácio de dívida pública), o Governo antecipa o seu cumprimento, com uma diminuição de 2,2 p. p. face ao registado em 2025, para 87,5% do PIB.

Ainda assim, a previsão agora antecipada pelo Governo fica abaixo da última revisão do CFP (que aponta para um ligeiro excedente, de 0,1%), mas acima da última previsão da Comissão Europeia (-0,1%) e da nossa própria previsão (-0,2%).¹

Vânia Duarte

Portugal: trajetória da despesa líquida primária

Varição anual (%)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do Relatório Anual Progresso.

1. Para saber mais sobre as nossas perspetivas sobre as contas públicas em 2026 e o impacto estimado das tempestades e do conflito no Médio Oriente, sugerimos a leitura do Focus «O clima e a geopolítica ensombram o excedente orçamental», disponível no IM05/2026.

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	03/26	04/26	05/26
Índice coincidente para a atividade	2,0	2,0	1,8	2,0	2,3	2,2	2,0	1,8	...
Indústria									
Índice de produção industrial	0,8	0,7	1,4	3,3	0,6	0,3	4,1	0,0	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-6,2	-4,0	-4,7	-3,2	-2,9	-2,1	-2,5	-2,8	-3,5
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	6,5	20,9	20,4	9,0	16,2	-4,7	12,4	...	...
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	17,5	16,5	...	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	6,3	1,9	4,1	2,6	1,9	2,2	2,2	1,8	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	5,5	10,1	7,2	11,6	7,7	6,0	6,7	7,9	8,3
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	3,3	5,3	4,8	5,8	5,3	4,3	6,0	4,9	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,8	3,4	3,5	3,1	3,2	3,0	2,7	2,2	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-18,0	-16,2	-17,9	-16,2	-15,2	-16,2	-18,7	-23,9	-27,1
Mercado de trabalho									
População empregada	1,2	3,2	2,9	3,7	3,7	2,3	2,6	2,3	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,4	6,0	5,9	5,8	5,8	6,1	5,8	5,7	...
PIB	2,2	1,9	1,7	2,2	1,9	2,3	...	...	...

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	03/26	04/26	05/26
Inflação global	2,4	2,3	2,2	2,6	2,2	2,2	2,7	3,3	3,3
Inflação subjacente	2,5	2,2	2,3	2,3	2,1	1,9	2,0	2,2	2,2

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	03/26	04/26	05/26
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	2,0	0,6	4,2	2,0	0,6	-3,0	-3,0	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	2,0	4,1	7,0	6,7	4,1	3,0	3,0	...	...
Saldo corrente	6,5	3,8	3,5	3,0	3,8	3,0	3,0	...	...
Bens e serviços	6,4	3,7	4,0	3,5	3,7	2,8	2,8	...	...
Rendimentos primários e secundários	0,1	0,1	-0,5	-0,5	0,1	0,2	0,2	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	9,6	8,3	6,9	7,0	8,3	7,3	7,3	...	...

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	03/26	04/26	05/26
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	7,5	5,4	5,4	6,3	5,4	6,4	6,4	6,9	...
À ordem	-0,3	8,1	5,1	8,6	8,1	7,9	7,9	7,4	...
A prazo e com pré-aviso	15,3	3,1	5,8	4,3	3,1	5,1	5,1	6,5	...
Depósitos das Adm. Públicas	26,7	28,7	39,6	-0,5	28,7	20,4	20,4	15,2	...
TOTAL	7,9	6,0	6,4	6,1	6,0	6,9	6,9	7,2	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	1,9	6,6	4,9	5,8	6,6	7,7	7,7	8,0	...
Empresas não financeiras	-1,0	2,6	2,0	2,2	2,6	4,3	4,3	4,9	...
Famílias - habitação	3,0	9,3	6,4	8,0	9,3	9,9	9,9	10,1	...
Famílias - outros fins	5,4	7,0	6,6	6,9	7,0	8,4	8,4	8,3	...
Administrações Públicas	0,6	6,4	3,8	4,8	6,4	3,2	3,2	2,7	...
TOTAL	1,9	6,6	4,8	5,7	6,6	7,5	7,5	7,8	...
Taxa de incumprimento (%)²	2,4	2,1	2,3	2,3	2,1	0,0	...	...	...

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.

Espanha mantém um crescimento sólido apesar do aumento da incerteza

Crescimento: um pouco menor, mas dinâmico. O cenário macroeconómico é mais uma vez condicionado por um aumento da incerteza geopolítica, em resultado do conflito no Irão, cujo principal canal de transmissão é o aumento dos preços da energia. Espanha enfrenta-o a partir de um ponto de partida sólido, após um 2025 dinâmico e um 1T 2026 melhor do que o esperado. O crescimento é favorecido pela força do consumo privado e do emprego, pelo bom desempenho das exportações de serviços e pelo investimento que continua a beneficiar dos fundos europeus. Estes fatores, juntamente com as elevadas poupanças acumuladas das famílias e o apoio da política orçamental, funcionam como um amortecedor contra a deterioração do ambiente internacional. No entanto, a retoma do setor da energia e uma procura externa mais fraca irão atenuar a atividade e pressionar a inflação no sentido ascendente. Por conseguinte, revimos moderadamente o crescimento do PIB em baixa para 2,1% em 2026 e 1,8% em 2027, face aos 2,4% e 2,0% anteriormente projetados. Apesar disso, o diagnóstico subjacente mantém-se: a economia espanhola continuará a crescer a um ritmo relativamente elevado, com um apoio diversificado e claramente acima da média de crescimento da Zona Euro, que deverá situar-se abaixo de 1%.

Os dados de atividade do 2T são relativamente positivos, com um mercado de trabalho forte, mas também com alguma fraqueza incipiente do consumo privado. Até ao momento, no 2T, as inscrições na Segurança Social, corrigidas de sazonalidade, cresceram 0,6% em cadeia, mais 1 décima de ponto percentual do que no 1T. Em maio, a incorporação de imigrantes após a regularização extraordinária já começa a refletir-se, mas mesmo excluindo estes registos, os dados continuam a ser dinâmicos. Calculamos que, dos mais de 63.000 novos registos, em termos corrigidos de sazonalidade, cerca de um terço se deve ao processo de regularização. Excluindo-os, o aumento das inscrições na Segurança Social seria de 0,2% em termos mensais, um ritmo comparável ao do 1T. Os PMIs apontam para uma dinâmica positiva no 2T: o PMI da indústria transformadora situou-se em 51,2 em maio, pelo que o setor, estando acima de 50, continua a expandir-se. A produção continua a aumentar ligeiramente, compensando a fraca procura, as encomendas mais fracas e os custos mais elevados na sequência do conflito no Médio Oriente. O PMI dos serviços recuperou em maio e regressou a território expansionista, 50,1 pontos após 47,9 em abril, na véspera de uma época turística de verão que, se o conflito do Golfo for gerido de forma razoável e atempada, deverá ser muito positiva. No entanto, o impacto do choque começa a notar-se nos indicadores de consumo. Em abril, as vendas a retalho caíram 1,5% em termos homólogos e o crescimento anual abrandou substancialmente: de 4,1% para 0,8%. O indicador interno de consumo interno do CaixaBank Research também é consistente com esta perda de dinamismo: em abril e maio, o crescimento do consumo foi de 1,6% em termos homólogos, claramente abaixo dos

Espanha: novo cenário macroeconómico

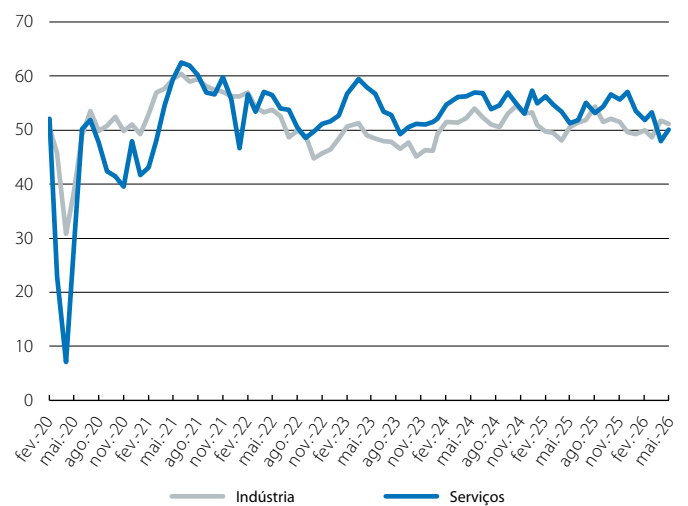
Varição anual (%), salvo indicação em contrário

	Novo cenário macroeconómico			Cenário anterior		
	2025	2026 (p)	2027 (p)	2025	2026 (p)	2027 (p)
PIB	2,8	2,1	1,8	2,8	2,4	2,0
Taxa de desemprego (% da população ativa)	10,5	9,8	9,3	10,5	9,8	9,2
Inflação	3,7	3,5	2,7	2,7	2,4	2,2

Fonte: BPI Research.

Espanha: PMI

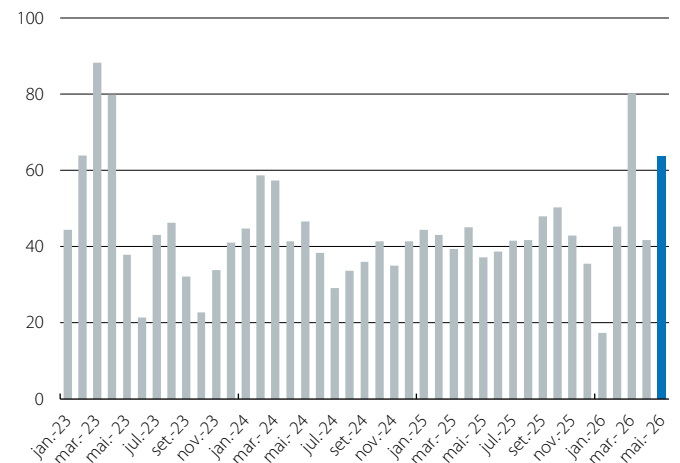
Nível



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

Espanha: inscritos na Segurança Social*

Varição mensal (milhares de pessoas)



Nota: * Séries corrigidas de sazonalidade.

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

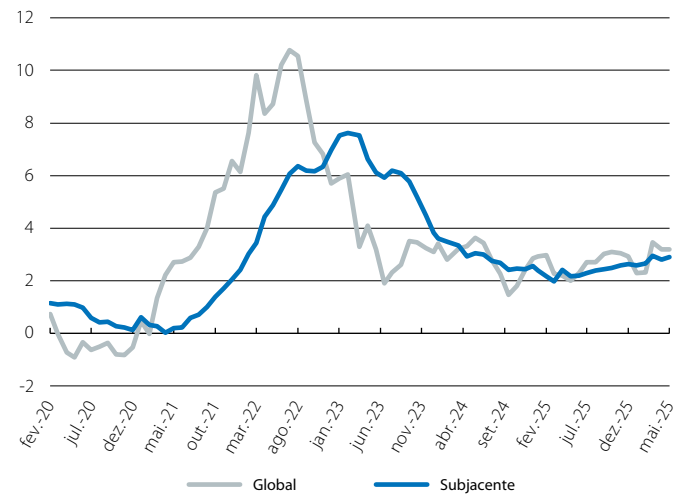
3,5% do 1T, embora parte disto se deva a fatores temporários (efeitos de base e calendário da Páscoa).

A inflação segue acima dos 3% por causa da energia. As novas previsões do BPI Research elevam a inflação para 3,5% em 2026 e 2,7% em 2027, contra 2,4% e 2,2% anteriormente. O cenário incorpora um impacto direto da guerra do Irão em 2026 através dos preços da energia e, em 2027, através de efeitos indiretos (repercussão gradual e moderada nos bens industriais e nos produtos alimentares). Os dados preliminares de maio estiveram alinhados com o cenário: inflação global de 3,2% (como em abril) e subjacente de 2,9% (1 décima acima). A recuperação nos serviços (6 décimas de ponto percentual para 4,0%) foi notável nos transportes e recreação, em parte devido a uma recuperação após um abril anormalmente baixo devido a efeitos de calendário. Em junho, prevê-se uma recuperação temporária, concentrada no setor da energia, na sequência da retirada dos descontos fiscais sobre a eletricidade e o gás; com preços compatíveis com os futuros atuais, a inflação poderá rondar os 4% em junho e seguir depois uma trajetória descendente.

Bom desempenho da balança corrente que, com dados até março, é apenas marginalmente afetada pela guerra no Irão. O excedente da balança corrente situou-se em 3,0% do PIB (acumulado a um ano), em linha com o valor registado um ano antes e com os fundamentos da nossa narrativa: uma economia resiliente apesar da incerteza, ainda apoiada pelo forte dinamismo dos serviços, tanto turísticos como não turísticos, que mais do que compensa a deterioração da balança de bens num contexto de maior procura interna e de perturbações geopolíticas. O excedente do turismo situou-se em 4,1% do PIB e mantém-se dinâmico, apesar de uma ligeira moderação devido a um maior crescimento das importações de turismo, uma tendência que poderá ser reforçada pela possível reorientação dos fluxos turísticos devido à guerra no Golfo. Os serviços não turísticos aumentaram significativamente a sua contribuição para 3,1% do PIB, contra 2,6% no ano anterior, graças ao forte crescimento das exportações. No comércio de bens, a evolução foi mais heterogênea: o défice dos bens não energéticos aumentou para -1,4% do PIB, num contexto de maior dinamismo das importações associado ao dinamismo da procura interna, enquanto o défice dos bens energéticos diminuiu para -1,7% do PIB. Consequentemente, apesar das recentes tensões nos preços da energia, o balanço energético (acumulado a 12 meses) ainda não se deteriorou.

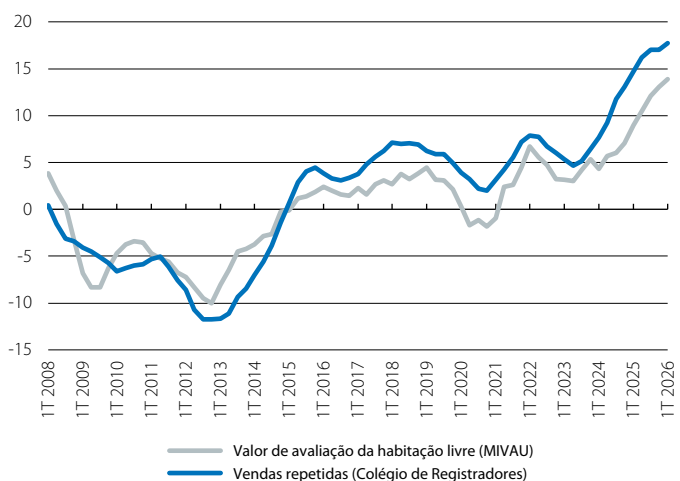
No mercado da habitação, o desfasamento entre a oferta e a procura continua a refletir-se no comportamento dos preços. O crescimento dos preços manteve-se elevado no 1T, aumentando 3,8% em cadeia e 13,9% em termos anuais, num contexto de desequilíbrio persistente entre uma oferta insuficiente e uma procura muito dinâmica. Vários fatores já analisados impulsionaram a procura: aumento das rendas, crescimento demográfico e um mercado de trabalho forte. Embora as licenças para construção nova tenham aumentado, a produção efetiva continua sem absorver totalmente a procura, o que reforça a necessidade de acelerar o aumento da oferta para evitar maiores pressões sobre os preços. Este desequilíbrio leva-nos a esperar que o crescimento dos preços da habitação se mantenha elevado nos próximos trimestres, mesmo com a perspetiva de uma subida das taxas do BCE.

Espanha: IPC
Variação homóloga (%)



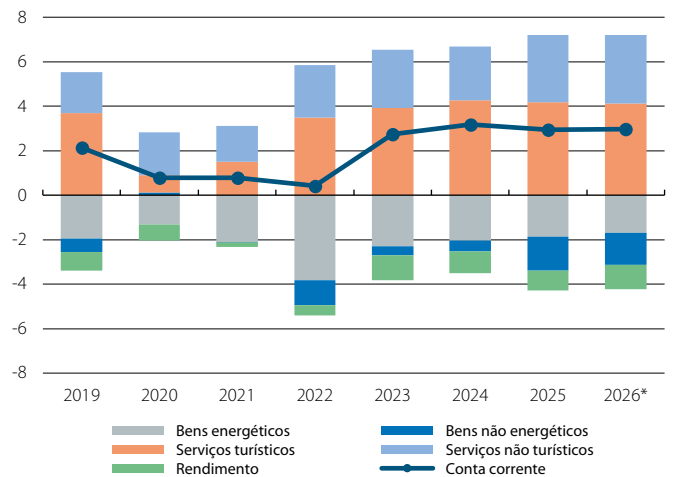
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.

Espanha: preço da habitação
Taxa de variação homóloga (%)



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

Espanha: saldo da balança corrente
(% do PIB)



Nota: * Dados relativos ao 1T 2026, acumulado de quatro trimestres.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Banco de Espanha.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	03/26	04/26	05/26
Indústria									
Índice de produção industrial	0,4	1,3	1,4	2,4	1,8	0,4	1,9	2,0	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-4,9	-4,8	-5,3	-5,0	-3,9	-3,2	-4,4	-5,0	-4,2
PMI das indústrias (valor)	52,2	50,9	50,0	52,6	51,1	49,3	48,7	51,7	51,2
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	16,7	8,8	14,8	7,9	8,8	...	...	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	9,7	11,5	22,9	18,8	11,5	5,6	5,6	...	...
Preço da habitação	8,4	12,7	12,7	12,8	12,9	...	...	...	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	10,1	3,2	6,3	4,3	3,2	2,7	2,7	2,3	...
PMI dos serviços (valor)	55,3	54,5	52,2	54,2	56,4	52,9	53,3	47,9	50,1
Consumo									
Vendas a retalho ¹	1,7	4,3	5,2	4,4	4,1	3,4	4,1	0,8	...
Matrículas de automóveis	7,2	12,9	13,7	16,9	8,0	7,6	11,7	8,4	-0,8
Indicador do sentimento económico (valor)	103,1	103,1	102,3	102,8	104,3	105,1	103,5	102,6	102,5
Mercado de trabalho									
População empregada ²	2,2	2,6	2,7	2,6	2,8	2,4	...	...	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	11,3	10,5	10,3	10,5	9,9	10,8	...	...	...
Inscritos na Segurança Social ³	2,4	2,3	2,2	2,3	2,4	2,3	2,5	2,4	2,5
PIB	3,5	2,8	2,9	2,7	2,6	2,7	...	...	...

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	03/26	04/26	05/26
Inflação global	2,8	2,7	2,2	2,8	3,0	2,7	3,5	3,2	3,2
Inflação subjacente	2,9	2,3	2,3	2,4	2,6	2,7	2,9	2,8	2,9

Setor externo

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	03/26	04/26	05/26
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	0,2	0,7	2,0	0,8	0,7	0,2	0,2	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	0,1	4,6	4,1	4,6	4,6	1,7	1,7	...	...
Saldo corrente	50,7	49,4	48,5	48,2	49,4	50,9	50,9	...	...
Bens e serviços	66,3	64,5	64,0	62,5	64,5	69,5	69,5	...	...
Rendimentos primários e secundários	-15,7	-15,1	-15,5	-14,3	-15,1	-18,7	-18,7	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	68,7	66,6	67,5	66,6	66,6	67,8	67,8	...	...

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	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	03/26	04/26	05/26
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	5,1	4,8	3,9	4,9	4,8	5,5	5,5	5,5	...
À ordem e poupança	2,0	6,7	5,0	7,2	6,7	7,1	7,1	6,2	...
A prazo e com pré-aviso	23,5	-4,7	-1,5	-6,6	-4,7	-2,2	-2,2	2,1	...
Depósitos das Adm. Públicas ⁵	23,1	4,9	25,5	7,2	4,9	5,0	5,0	8,7	...
TOTAL	6,3	4,8	5,4	5,1	4,8	5,5	5,5	5,8	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	0,7	3,5	2,6	2,8	3,5	3,8	3,8	2,9	...
Empresas não financeiras	0,4	2,9	2,5	2,3	2,9	3,7	3,7	3,7	...
Famílias - habitação	0,3	3,5	2,3	2,9	3,5	3,7	3,7	3,7	...
Famílias - outros fins	2,3	4,5	3,5	3,7	4,6	4,3	4,3	-1,3	...
Administrações Públicas	-2,6	10,7	5,3	12,9	10,7	8,1	8,1	9,9	...
TOTAL	0,5	3,9	2,7	3,4	3,9	4,1	4,1	3,4	...
Taxa de incumprimento (%)⁶	3,3	2,7	3,0	2,9	2,7	2,6	2,6	...	...

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

