

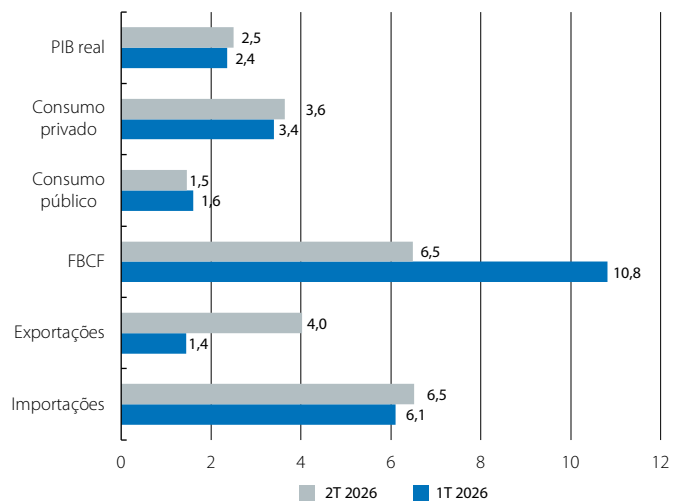
Economia surpreende pela positiva no 2T

PIB supera expectativas no 2T 2026, ao crescer 0,8% em cadeia e 2,5% em termos homólogos. Este desempenho resulta da melhoria do contributo da procura externa líquida e menos positivo da procura interna (mas, ainda assim, robustos). A procura interna contribuiu com 3,8 pontos percentuais para o crescimento homólogo, menos 8 décimas do que no 1T 2026, refletindo a correção do contributo da FBCF, que no 1T tinha registado um crescimento anormalmente elevado. O consumo manteve um comportamento robusto ao avançar 3,6%. O contributo da procura externa tornou-se menos negativo em termos homólogos, caindo para -1,3 p. p., resultado de um crescimento mais expressivo das exportações (4,0%). O avanço das exportações justifica-se sobretudo pela componente dos serviços (4,6%), mas também das de bens, que cresceram 3,7%. As importações continuam robustas, com a componente dos serviços a aumentar 16,0%, mais 8,8 p. p. do que no 1T 2026, enquanto os bens importados desaceleraram para 4,4% (5,9% no 1T). O comportamento neste trimestre coloca riscos ascendentes à nossa previsão para o PIB em 2026 (1,8%) dado que continuam ativos alguns fatores de suporte da atividade, nomeadamente da procura interna, tanto por via do consumo (suportado pelo mercado de trabalho) como do investimento (suportado pela execução do PRR). Desta forma, e mesmo tendo em conta os riscos externos e um ambiente financeiro mais restritivo, parece-nos provável que o crescimento em 2026 se situe na casa dos 2% (1,9% em 2025).

Inflação acelerou em agosto. O IPC Global atingiu os 3,3%, acima dos 3,0% registados em julho, situando assim a inflação média nos últimos 12 meses nos 2,7%. Segundo a estimativa rápida do INE, esta subida foi explicada quase integralmente pelo aumento dos preços dos combustíveis, refletindo um agravamento da componente energética da inflação (IPC Energia de 12,2% face a 8,7% em julho). Em contrapartida, os preços dos produtos alimentares não transformados mostraram uma evolução mais favorável, desacelerando para 3,4%, face a 3,7% em julho. A componente subjacente apresentou uma evolução mais contida (2,7%, mais 0,1 p. p. face a julho). Assim, verifica-se que, por ora, não se regista contágio visível a outras classes de bens e serviços, decorrente da pressão sobre os preços dos produtos energéticos.

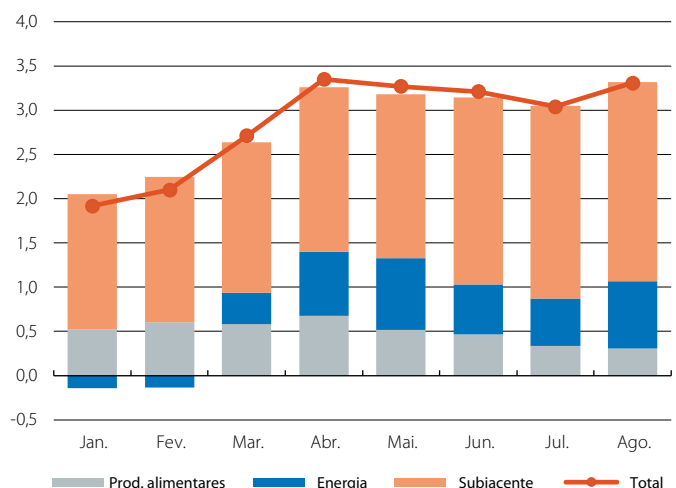
A taxa de desemprego manteve-se em 5,7% em julho, mas o número de desempregados diminuiu para 320,3 mil pessoas, menos 0,8% face a junho e -1,1% face a julho de 2025. Por sua vez, a população empregada também reduziu face a junho, mantendo uma tendência de crescimento face a 2025. Assim, em julho a população empregada situava-se em 5.347 mil pessoas, menos 0,1% do que em junho, mas 1,5% acima do nível de julho de 2025. Este foi o primeiro dado mensal relativo ao 3T, sugerindo que o mercado de trabalho continua robusto, embora com sinais de estabilização do nível de emprego em torno dos 5.300 mil indivíduos. Ou seja o emprego situa-se muito próximo do máximo histórico, continuando a representar um importante fator de suporte à economia.

Crescimento do PIB real (%)



Fonte: BPI Research com base em dados do INE.

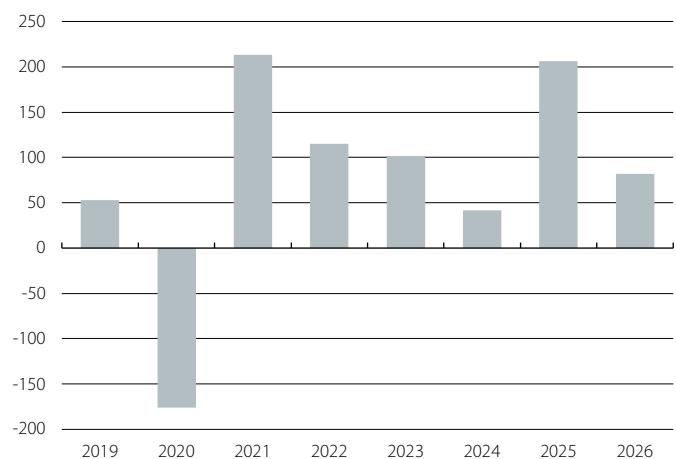
IPC: contributo para a variação homóloga (%)



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

População empregada

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



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

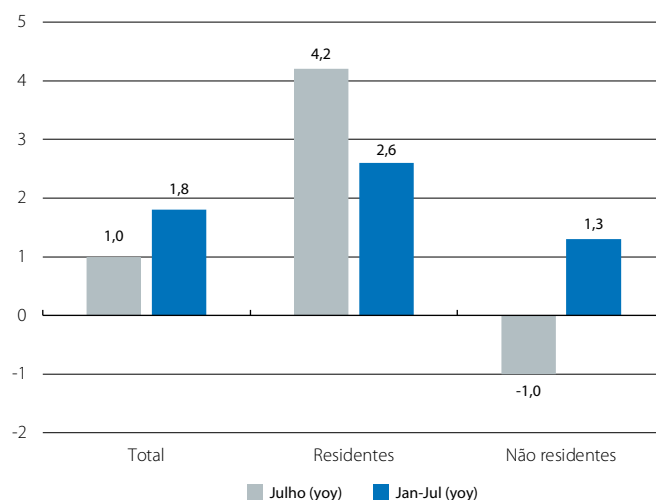
Turismo cresce moderadamente. Em julho de 2026, a atividade turística em Portugal manteve uma trajetória positiva, embora com ritmos de crescimento moderados. Os estabelecimentos de alojamento turístico registaram 3,4 milhões de hóspedes (+1,0% homólogo) e 9,6 milhões de dormidas (+2,1% homólogo). Isto coloca o crescimento de turistas e dormidas no que levamos do ano em 1,8% e 1,5%, respetivamente. A dinâmica do turismo de residentes tem dado o impulso mais significativo para estes números, enquanto os não residentes apresentam um desempenho mais modesto. Em paralelo, os proveitos totais no mês evoluíram 4,9% homólogo, destacando-se o incremento destes na região do Alentejo (+19,8%).

As contas externas registam o pior resultado de um primeiro semestre desde 2022. Em termos acumulados até junho, o saldo das balanças corrente e de capital fixou-se em 1.201 milhões de euros (-1.013 milhões de euros do que no período homólogo), motivado pela degradação do saldo da balança corrente em 2.338 milhões de euros, que foi parcialmente compensado pelo aumento do excedente da balança de capital em 1.325 milhões de euros). A performance negativa da balança corrente justifica-se pelo agravamento do saldo da balança de bens em 2.508 milhões de euros (justificado em 78% pela componente não energética), em resultado do aumento das importações (+9,1% homólogo) que mais do que compensou o aumento das exportações (+5,9% homólogo). No mesmo sentido, o saldo acumulado da balança de serviços aumentou em apenas 34 milhões de euros (+0,2% homólogo), em resultado do aumento do saldo da balança turística em 364 milhões de euros (+3,9%), via aumento das exportações, que mais do que compensou a diminuição do excedente da balança de serviços não turísticos (-330 milhões de euros). Por fim, o incremento do saldo da balança de capital em +1.325 milhões de euros (+77,4%) foi impulsionado pelas indemnizações de resseguros recebidas do exterior após as tempestades e pelo maior volume de fundos europeus atribuídos aos beneficiários finais, nomeadamente do PRR.

Em julho, os depósitos mantiveram uma dinâmica consistente. O stock de depósitos do setor privado não financeiro aumentou 6,3% homólogo, com ambos os segmentos (SNF e particulares) a registarem evoluções positivas (11,3% e 4,5% homólogo, respetivamente). Nos produtos de retalho do Estado, as respetivas subscrições líquidas atingiram os 677 milhões de euros em julho (o valor mensal líquido mais elevado desde maio de 2023), com as subscrições de Certificados de Aforro a atingirem 708 milhões de euros, com uma diminuição expressiva na retirada dos Certificados do Tesouro (que se fixou em -28 milhões de euros), o valor mensal menos negativo desde finais de 2021, evolução motivada pela entrada em vigor da respetiva Série 5, com a atratividade por este tipo de produtos a aumentar. Adicionalmente, a carteira de crédito ao setor privado não financeiro volta a acelerar. Com um crescimento de 8,4% homólogo em julho, o dinamismo foi transversal aos vários segmentos; ainda assim, o principal destaque vai para a carteira de crédito à habitação, que registou um crescimento de 10,8% homólogo e explica cerca de 64% do aumento homólogo da carteira de crédito privado. Realce ainda para a carteira de crédito às SNF (+5,2%), suportado pelas linhas de crédito de apoio no pós-tempestades.

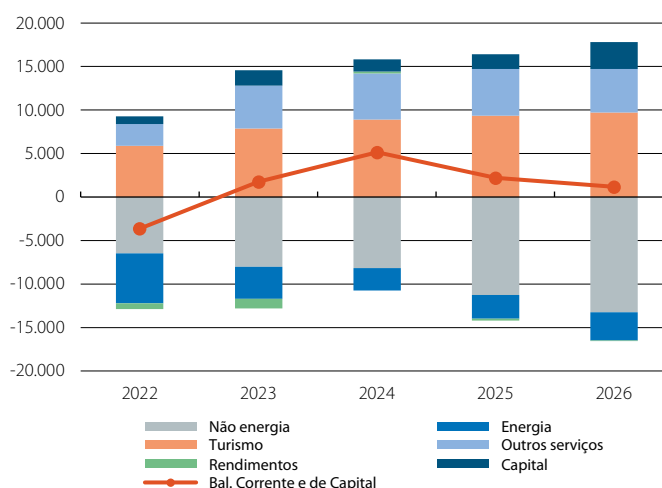
Hóspedes

Variação anual (%)



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

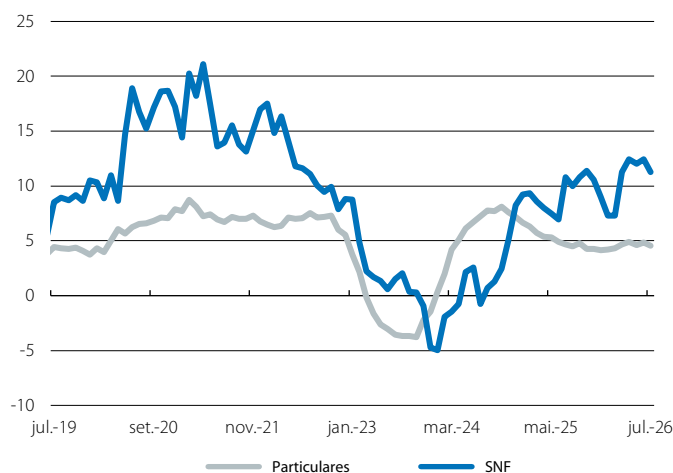
Portugal: balanças corrente e de capital (ytd junho, milhões de euros)



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

Carteira de depósitos do setor privado não financeiro

Taxa de variação homóloga (%)



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

O impacto macroeconómico dos riscos climáticos e as assimetrias regionais na exposição portuguesa

O debate em torno do clima e das suas externalidades sobre as populações e a economia iniciou-se no século passado e passou por várias iniciativas, que culminaram nos Acordos de Paris (2015), estabelecendo metas concretas para atingir a neutralidade carbónica até 2050 e limitar o aquecimento global abaixo de 1,5 °C em relação aos níveis pré-industriais. Neste artigo analisamos os impactos macroeconómicos a longo prazo das alterações climáticas em Portugal face à UE e as assimetrias na exposição regional.

Europa lidera em matéria de sustentabilidade, mas encontra-se significativamente vulnerável

A UE tem assumido um papel de liderança no combate às alterações climáticas através de um quadro regulatório rigoroso que promove a transição sustentável, incluindo o *Green Deal*, a Lei Climática Europeia, a Taxonomia e vários requisitos de divulgação ESG para empresas e intervenientes nos mercados financeiros, tais como a *Sustainable Finance Disclosure Regulation* e a *Corporate Sustainability Reporting Directive*.

Por outro lado, apesar dos progressos na quantificação dos impactos climáticos e, embora haja um consenso de que as economias emergentes são mais adversamente impactadas,¹ a Europa continua a apresentar uma alta exposição agregada aos riscos climáticos face ao total mundial, visível na anomalia da temperatura média (ver primeiro gráfico). A Comissão Europeia antecipa que as perdas económicas acumuladas para o aumento das anomalias de temperatura poderão atingir os 2,5 biliões de euros em 2050, com o sul-leste europeu a encontrar-se mais vulnerável a eventos extremos e a perdas de produtividade.²

Exposição portuguesa aos riscos climáticos

A incerteza sobre as alterações climáticas decompõe-se no risco físico, que inclui fenómenos meteorológicos mais frequentes ou intensos (agudos), como cheias e secas, bem como outros mais crónicos (subida do nível do mar, etc.); e no risco de transição, ligado à passagem para uma economia de baixo carbono, dependendo da ambição e eficácia de políticas, do desenvolvimento tecnológico, das preferências dos consumidores e do grau de cooperação internacional. A NGFS³ desenvolveu cenários teóricos e prospetivos que permitem compreender o efeito esperado destes riscos no crescimento económico a longo prazo.⁴

1. Faccia, D., Parker, M., e Stracca, L. (2021), «Feeling the Heat: Extreme Temperatures and Price Stability», ECB Working Paper No. 2626 (Frankfurt: European Central Bank).

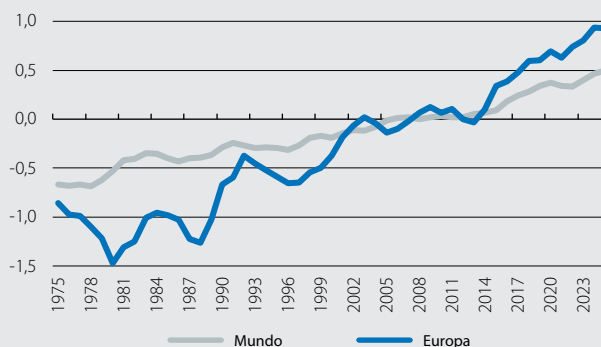
2. Mongelli, I., Avila-Urbe, A., Maes, J., Durán, J., Feyen, L. e Ciscar, J. C. (2025), «Regional economic climate risks in Europe – Early insights from a spatial growth model», Publications Office of the European Union. Disponível em: <https://publications.jrc.ec.europa.eu/repository/handle/JRC143093>

3. *Network for Greening the Financial System*: Instituição internacional que reúne bancos e supervisores cujo objetivo é partilhar boas práticas e fortalecer a incorporação de riscos ambientais no setor financeiro.

4. Estes cenários resultam de uma colaboração internacional entre instituições académicas de referência que combinam modelos climáticos *state of the art* para captar as interações entre riscos de transição, físicos e macrofinanceiros. Para mais detalhes, consultar o portal de cenários da NGFS: <https://www.ngfs.net/ngfs-scenarios-portal/explore>

Anomalia na temperatura média

Média móvel a 5 anos do desvio face à temperatura média na superfície verificada no período 1991-2020 (°C)

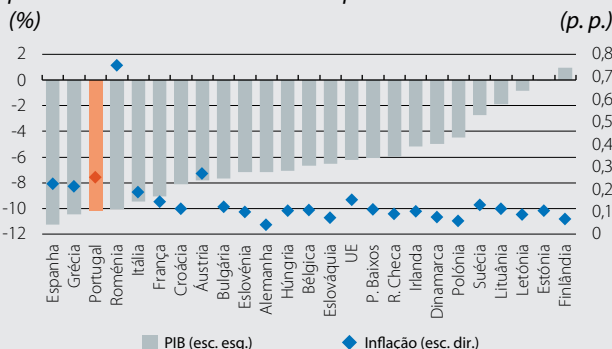


Nota: Anomalias calculadas segundo a metodologia de reanálise meteorológica (ERA5), criada pelo Centro Europeu de Previsões Meteorológicas a Médio Prazo através da combinação de estimativas de modelos físicos com observações históricas.

Fonte: BPI Research, com base nos dados da Comissão Europeia e da Copernicus.

Estimativa do impacto médio dos riscos climáticos no PIB e na inflação em 2050

Diferencial face ao PIB em PPC (\$, 2017) ou à taxa de inflação previstos no cenário-base da NGFS para 2050



Nota: Os diferenciais seguem o modelo NiGEM NGFS v1.24.2 [REMIND-MAGPIE 3.3-4.8] e dizem respeito ao impacto acumulado em 2050 das alterações climáticas no PIB e na inflação. Foi lido um impacto médio, atribuindo por simplicidade a mesma probabilidade a cada um dos cenários de longo prazo disponíveis («below 2°C»; «delayed transition»; «fragmented world»; «NDCs» e «net zero 2050»). Não se encontram dados disponíveis para o Chipre, Luxemburgo e Malta.

Fonte: BPI Research, com base nas projeções da NGFS.

De acordo com as últimas estimativas da NGFS, Portugal encontra-se entre as economias europeias mais expostas aos riscos climáticos, sendo a terceira a apresentar o impacto mais negativo no PIB (e de maior acréscimo na inflação) em 2050 decorrente da materialização de um cenário interpolado que corresponde à média simples de cinco dos cenários sobre riscos físicos e de transição⁵ (ver segundo gráfico). Projeta-se que o PIB português será em média 10,17% mais baixo e a inflação 0,25 p. p. mais elevada em 2050 face ao cená-

5. Os cinco cenários da NGFS referidos nas notas do segundo gráfico são os únicos que disponibilizam dados para Portugal. A média simples entre estes cenários reflete uma materialização pertinente, mas não demasiado acentuada de ambos os riscos físico e de transição.

rio-base.⁶ Em contraste, a generalidade dos países da Europa Central e Setentrional apresentam um impacto muito mais reduzido.

Assim, esta discussão torna-se particularmente importante, dado o agravamento dos fenómenos meteorológicos no nosso país, o aumento da temperatura, a concentração em alguns setores de atividade vulneráveis⁷ e os entraves ao nível da obsolescência de infraestruturas e ativos fixos, apesar dos progressos na exploração de energias renováveis e redução da dependência externa. A pobreza energética permanece também significativa entre muitas famílias.⁸ Além disso, o setor bancário português, essencial ao financiamento dos agentes económicos, está exposto através do canal de crédito à habitação e às empresas, sobretudo quando os imóveis se localizam em zonas críticas ou as empresas pertencem a setores vulneráveis, como a agricultura e as indústrias intensivas em carbono.

A Agência Europeia do Ambiente vê alguns pontos positivos na transição portuguesa, como a energia, a melhoria na qualidade do ar e o investimento na adaptação climática (em parte decorrente do PRR), mas evidencia que Portugal enfrenta desafios ao nível de vulnerabilidades a fenómenos extremos e padrões de consumo e produção ainda insuficientemente sustentáveis. Estes desafios notam-se, por exemplo, na incapacidade sistemática de gerir eficazmente a floresta (ocorrência excessiva de incêndios no verão) e nos grandes prejuízos económicos decorrentes do «comboio de tempestades» no início de 2026.

Heterogeneidade regional na exposição portuguesa aos riscos climáticos

A materialização dos riscos climáticos e a mitigação das suas implicações irão influenciar a trajetória do crescimento económico, o nível de preços e as condições financeiras durante as próximas décadas, pelo que decidimos avaliar as assimetrias regionais em Portugal.

Segundo as estimativas do IPMA, a exposição de Portugal Continental às alterações climáticas, nomeadamente a eventos meteorológicos extremos (i.e. risco físico), é assimétrica entre regiões. O Norte, Centro e Alentejo encontram-se relativamente mais expostos a aumentos futuros na temperatura e, consequentemente a ondas-de-calor. No Alentejo e Algarve, esta situação é especialmente preocupante, dada a média histórica já elevada e as consequências para a agricultura. Diversos estudos indicam que o aumento das temperaturas afeta negativamente o investimento, a produção, os preços dos alimentos e a produtividade.⁹

6. Esta média deve ser interpretada como um exercício ilustrativo da exposição climática agregada e não como uma previsão probabilística, dado que os cenários da NGFS não atribuem probabilidades específicas às trajetórias analisadas.

7. Por exemplo, aqueles que se encontram ligados ao turismo.

8. Consultar focus «O mercado da energia em Portugal encontra-se numa trajetória sólida e adaptativa, mas a pobreza energética persiste» no IM02 2026.

9. Por exemplo, consultar relatório «Too hot to grow: The economic costs of extreme heat» (2026) da Allianz, disponível em: https://www.allianz.com/en/economic_research/insights/publications/specials_fmo/260528-heat-economics.html

Indicadores meteorológicos em Portugal Continental

Indicador	NUTS II	Média histórica simulada (1971-2000)	Anomalia estimada face à média histórica (2026-2100) segundo um cenário de debilidade moderada
Temperatura máxima média (°C)	Continente	18,42	1,63
	Norte	15,72	1,68
	Centro	17,46	1,63
	Algarve	20,68	1,5
	AM Lisboa	19,73	1,44
	Alentejo	20,58	1,64
Proporção de dias com precipitação > 50mm (%)	Continente	1,08	0,56
	Norte	7,45	2,06
	Centro	3,53	1,59
	Algarve	4,56	1,1
	AM Lisboa	3,18	1,55
	Alentejo	1,24	0,92
Índice de seca* (desvios face ao normal meteorológico)	Continente	0	-0,12
	Norte	0	1,65
	Centro	0	0,3
	Algarve	0	-2,08
	AM Lisboa	0	-1,36
	Alentejo	0	-1,77
Índice de risco de incêndio elevado (nº de dias com risco elevado)	Continente	60,1	9,09
	Norte	25,41	12,25
	Centro	45,95	10,63
	Algarve	71,63	7,3
	AM Lisboa	66,81	9,03
	Alentejo	67,43	5,1

Notas: As anomalias estimadas correspondem à diferença entre a média prospetiva das previsões do IPMA para o período 2011-2100 sob o cenário RCP4.5 (de vulnerabilidade moderada em relação a desenvolvimentos meteorológicos adversos e agravamento limitado nas emissões de GEE, que aumentam até meados do século *xxi* e depois estabilizam) e a média histórica no período 1971-2000. Existe também o cenário RCP8.5, mais severo e improvável considerando os esforços para alcançar a neutralidade carbónica. Ambos foram elaborados por instituições e equipas de investigação científica sobre os efeitos das alterações climáticas, como o International Institute for Applied Systems Analysis (IIASA). Não estão disponíveis dados para as regiões autónomas. * Valores negativos (positivos) indicam seca (condições anormalmente mais húmidas).

Fonte: BPI Research com base em dados do IPMA.

Já a exposição a cheias¹⁰ é historicamente mais alta nas regiões litorais e mais setentrionais, nomeadamente o Norte (clima mediterrânico com influências oceânicas). Numa perspetiva futura, o Centro e a AM Lisboa também estão vulneráveis, com anomalias consideravelmente acima da média continental.

O stress hídrico é tradicionalmente relevante nas regiões com um clima mediterrânico mais seco (Algarve e Alentejo), que apresentam as anomalias mais acentuadas e um forte risco de secas prolongadas durante o período estival, algo que foi parcialmente combatido com a construção de barragens, como a do Alqueva, que nas últimas décadas contribuiu para revitalizar a produção agrícola através das culturas de regadio. Em contraponto, o Norte e o Centro encontram-se mais vulneráveis ao agravamento de incêndios, pela natural densidade florestal.

Tiago Miguel Pereira

10. Proporção de dias no ano em que a precipitação ultrapassa os 50 mm.

Inflação (IHPC): radiografia após o choque energético do Médio Oriente

O conflito no Médio Oriente renovou as pressões sobre os preços da energia e contribuiu para elevar a inflação portuguesa para cerca de 3%.¹ A principal questão não é o impacto direto do aumento dos custos energéticos, mas sim o efeito de repercussão sobre outros preços na economia, devido a custos de produção mais elevados. Estará o choque energético a ser transmitido para além dos preços da energia e a transformar-se em pressões inflacionistas mais amplas em Portugal?

Efeitos diretos da energia

No início de 2023, passado um ano da invasão à Ucrânia pela Rússia e do choque energético que se verificou,² a inflação total caiu muito mais rapidamente do que a inflação subjacente e o efeito desinflacionista da energia foi bem patente (como podemos ver no primeiro gráfico). Em 2026, o efeito direto da energia sobre a inflação voltou a surgir, impulsionado pelo conflito no Médio Oriente. A inflação energética em Portugal atingiu um máximo de 14,5% em termos homólogos em maio, contribuindo com quase 0,9 p. p. para a inflação global. No entanto, importa notar que a inflação dos serviços continua a ter um contributo comparativamente relevante, e não apenas a energia. Isto é visível no facto de a inflação total portuguesa ter atingido um máximo de 3,3% em abril de 2026, um valor que revela pressões muito inferiores às observadas no choque energético de 2022, quando a inflação total atingiu um pico de 10,6% no mês de outubro. Atualmente, a inflação persistente nos serviços continua a ser uma das principais fontes de aumento dos preços – nos meses após o início do conflito do Médio Oriente, a energia explica em média 21% do IHPC total e os Serviços 52%.

Isto também é evidente pelo facto de as linhas da inflação total e da inflação subjacente se terem mantido muito próximas ao longo do período de 2024-25, sendo apenas recentemente visível um diferencial que mostra o contributo da energia para o aumento da inflação total. O novo diferencial entre as linhas nos meses imediatamente após o início do conflito no Médio Oriente sugere que a magnitude do choque é suficiente para gerar efeitos de propagação através de custos de *input* mais elevados. A questão central é, portanto, saber se o renovado contributo da energia está a começar a propagar-se para além da inflação total, atingindo as componentes sensíveis à energia do cabaz subjacente.

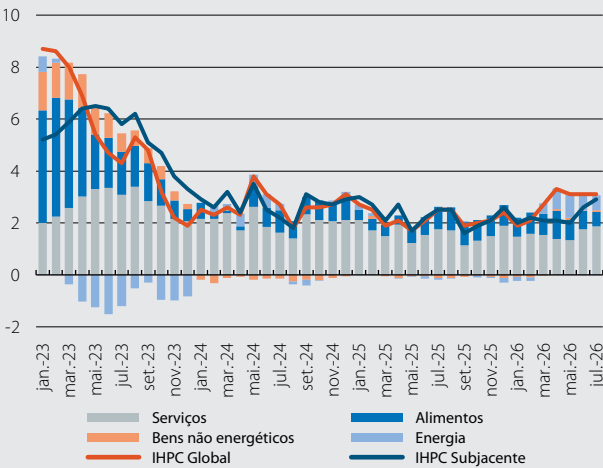
Impacto indireto

A tabela mostra as 15 categorias do IHPC português que registaram a maior aceleração da inflação homóloga entre

1. Neste artigo, a inflação refere-se ao IHPC, o índice harmonizado de acordo com a metodologia do Eurostat.
2. Este choque elevou o IHPC acima dos 10% o IHPC da Energia acima dos 30%.

Portugal: IHPC

Variação homóloga e contributos (%)



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

Portugal: top 15 de categorias com maior aumento de inflação

Categoria do IHPC	Peso (%) 2026	Inflação yoy (π) em junho 2026 (%)	Δπ entre Fevereiro e junho 2026 (p. p.)
Combustíveis líquidos	0,05	20,3	25,5
Acessórios para equipamento de transporte pessoal	0,03	19,3	23,0
Gasóleo	1,96	12,8	17,6
Gasolina	1,24	10,9	17,6
Outros produtos alimentares n.e.	0,17	12,0	16,3
Hidrocarbonetos liquefeitos	0,34	10,8	13,6
Equipamento periférico e os seus consumíveis	0,02	16,0	12,8
Frutos silvestres frescos	0,30	10,1	12,0
Preparados à base de peixe	0,32	7,2	8,6
Pecas para equipamento de transporte pessoal	0,27	3,7	6,4
Transporte aéreo nacional de passageiros	0,15	12,4	5,8
Massas alimentícias, noodles, cuscuz e produtos similares à base de massa	0,12	1,8	5,7
Pequenos eletrodomésticos para cozinhar e preparar alimentos	0,05	4,0	5,7
Pequenos eletrodomésticos para a preparação de bebidas	0,02	0,9	4,5
Bebidas espirituosas e licores	0,08	2,1	3,7

Nota: Detalhe de acordo com o ECOICOP2 a quatro dígitos.
Fonte: BPI Research, com base nos dados do Eurostat.

fevereiro e junho de 2026. Como seria expectável, os produtos relacionados com energia representam uma parte significativa da lista, com combustíveis líquidos, gásóleo, gasolina e hidrocarbonetos liquefeitos a registarem aumentos muito significativos. No entanto, a tabela inclui também vários itens de categorias alimentares e de bebidas (5). Assim, a maioria da aceleração da inflação está a dar-se em componentes não *core*, embora se perceba já alguma propagação a bens e serviços cuja produção é relativamente intensiva em energia, como os transportes aéreos.

Outra forma de avaliar os efeitos indiretos do choque energético consiste em construir um indicador de inflação que agregue todos os bens não energéticos e serviços mais suscetíveis à transmissão dos custos da energia. Com base na intensidade energética de cada setor produtivo, que pode ser inferida através das tabelas input-output, classificamos todos os bens não energéticos e serviços que compõem o IHPC em categorias «sensíveis» e «não sensíveis» à energia, representando cerca de 30% e 70% do cabaz subjacente, respetivamente.³

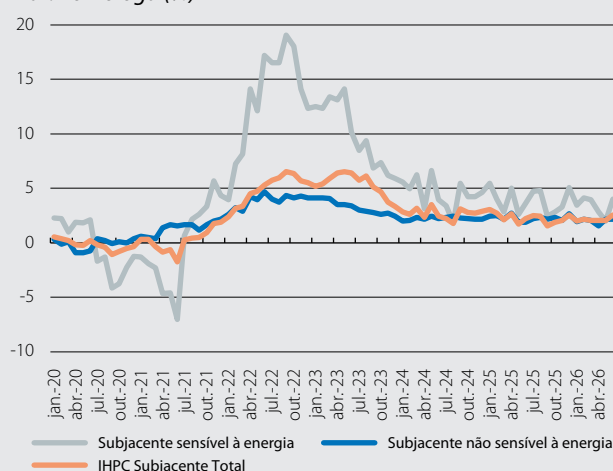
Como mostra o gráfico, durante a crise inflacionista de 2022-2023, o indicador «sensível à energia» antecipou tanto a intensificação como o abrandamento das pressões sobre os restantes preços subjacentes. Em 2022 a componente da inflação subjacente sensível à energia atingiu um pico de cerca de 17%, enquanto a inflação não sensível à energia atingiu um pico de cerca de 4-5%, com a inflação subjacente total a permanecer entre as duas séries, atingindo um pico próximo de 7%. Ou seja, o diferencial entre os dois indicadores («sensível» e «não sensível») foi substancialmente amplo, sinalizando que Portugal esteve muito exposto a choques energéticos diretos, mas registou uma transmissão mais contida para a totalidade dos setores. Atualmente, os movimentos observados são muito mais reduzidos do que os registados nessa altura e ainda não permitem tirar conclusões acerca da possibilidade de uma propagação mais significativa ao cabaz subjacente.

Existem outros indicadores, para além da análise a componentes do HIPC, que tornam mais visível o risco de efeitos indiretos. Tratam-se sobretudo de indicadores baseados em inquéritos às empresas, como os PMIs ou os indicadores de sentimento da Comissão Europeia. Olhando para as expectativas de preços nos diferentes setores, podemos observar que a Indústria foi o setor onde a expectativa de aumento de preços incrementou mais expressivamente desde o último choque energético, atingindo um saldo de respostas extremas de 30% mas ainda longe dos níveis aquando do choque do início da guerra na Ucrânia (onde

3. Reproduzimos a metodologia de Fagandini et al. (2024), «Decomposing HICPX inflation into energy-sensitive and wage-sensitive items», Boletim Económico do BCE 3/2024, utilizando uma desagregação de 4 dígitos e os pesos mais recentes (2026). Considera-se que um bem ou serviço é «sensível» à energia quando a sua intensidade energética (consumos intermédios de energia em percentagem da produção total) é superior à média observada para o conjunto dos bens e serviços.

IHPC Subjacente

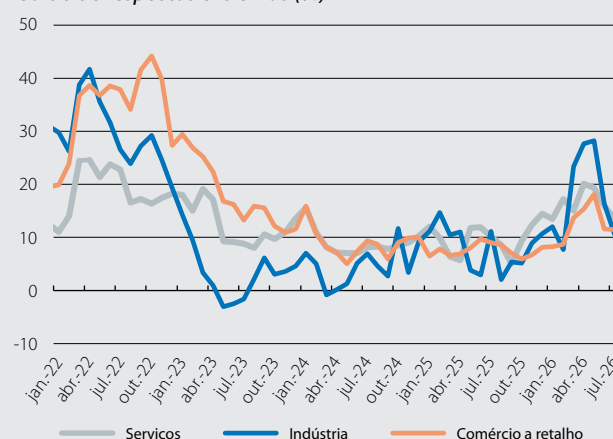
Var. homóloga (%)



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

Business & Consumer Survey: expectativas de preços (próximos 3 meses)

Saldo de respostas extremas (%)



Fonte: BPI Research, com base nos dados da Comissão Europeia (ajustados de sazonalidade).

superou os 40%). É de destacar também que após esse incremento generalizado nos três setores cujo pico ocorreu nos meses de abril e maio, as curvas voltaram a descer e a expectativa de preços nos Serviços está mesmo num valor abaixo do registado previamente ao choque. Por fim, no choque de 2022 o Comércio a Retalho reagiu com um impulso semelhante ao da Indústria e manteve-se num nível elevado durante mais tempo, contribuindo para uma pressão mais prolongada na componente subjacente da inflação. Na nossa opinião isto aconteceu devido ao contexto de política monetária relaxada e poupanças (forçadas) acumuladas pelas famílias durante a pandemia, que constituíram um forte estímulo para a sustentação da dinâmica da procura. Ou seja, a transmissão do aumento de custos para o preço ao consumidor estava mais facilitada ao contrário do que acontece atualmente – as taxas diretoras do BCE estão em terreno neutro/ligeiramente restritivo e o mercado desconta a possibilidade de novos aumentos.

Perspetiva futura: acontecimentos geopolíticos e incerteza nos mercados energéticos

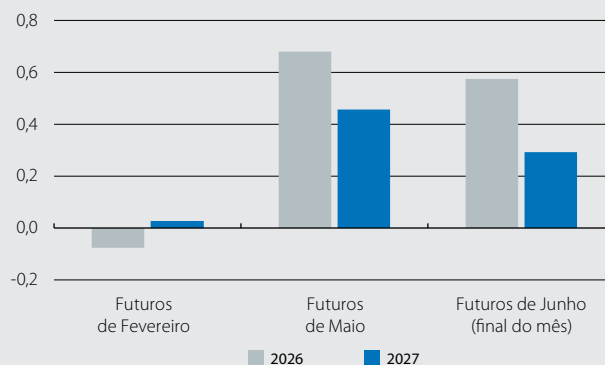
As evidências atuais apontam então para um contágio mais contido do choque energético à totalidade do cabaz de compras, comparativamente a momentos anteriores. No entanto, interessa ter alguma visibilidade acerca de como o choque energético pode continuar a impactar os preços no consumidor. Para isso, analisámos o mercado de futuros do Brent e do Gás (TTF) em três diferentes momentos no tempo: em fevereiro (pré-conflito no Médio Oriente), em maio (pós-conflito) e no final de junho (após a assinatura do memorando que resultou num contexto de tréguas).

Integrámos os dados dos futuros nos nossos modelos que servem para apoiar a estimativa da inflação da energia para chegar a conclusões, isto é, para perceber a hipotética contribuição da inflação energética na globalidade do IHPC (último gráfico). Como é visível, antes do conflito estimávamos que a componente energética contribuisse para a desinflação em 2026, apoiando ao regresso do IHPC para valores perto do objetivo dos 2%. Com o surgimento do conflito no Médio Oriente e as consequentes perturbações nos mercados energéticos, o efeito *stand alone* da energia acrescenta uma perspetiva de um IHPC agravado em cerca de +0,7 p. p. Por fim, o contexto de redução das tensões modera essa perspetiva mais gravosa, mas acarreta consigo uma inflação superior à perspetivada no início do ano, o que, estendendo-se no tempo (o impacto em 2027 também se afigura material), aumenta a probabilidade de reflexo na componente subjacente do cabaz, o que entronca na nossa narrativa atual de cenário para a inflação – o regresso a uma inflação média em linha com o valor objetivo de 2% só se deverá verificar em 2028.

Tiago Belejo Correia e Sophie Maria Johnson

Portugal: contribuição esperada da inflação energética para o IHPC de acordo com os futuros do Brent e Gás

(p. p.)



Nota: A contribuição esperada incorpora os dados do IHPC conhecidos em cada momento do tempo.

Fonte: BPI Research, com base nos dados da Comissão Europeia (ajustados de sazonalidade).

Indicadores de atividade e emprego

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

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	06/26	07/26	08/26
Índice coincidente para a atividade	2,0	2,0	2,0	2,3	2,2	2,1	2,2	2,4	...
Indústria									
Índice de produção industrial	0,8	0,7	3,3	0,6	0,4	-0,7	-1,1	-1,4	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-6,2	-4,0	-3,2	-2,9	-2,1	-3,6	-4,4	-4,3	-4,4
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	6,5	21,4	9,1	16,9	-3,1	5,6	6,3	...	...
Compra e venda de habitações	14,5	15,5	3,8	-4,7	-8,7	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária)	8,5	17,4	18,2	18,4	17,5	16,7	16,6	15,2	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	6,3	1,9	2,5	1,7	2,1	...	1,5	1,0	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	5,5	10,1	11,6	7,7	6,0	8,2	8,5	8,4	8,4
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	3,3	5,3	5,8	5,3	4,4	3,6	2,7	3,0	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,8	3,4	3,2	3,4	3,3	2,9	2,8	2,8	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-18,0	-16,2	-16,2	-15,2	-16,2	-25,6	-25,9	-22,6	-20,5
Mercado de trabalho									
População empregada	1,2	3,2	3,7	3,7	2,3	2,9	2,2	1,6	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,4	6,0	5,8	5,8	6,1	5,3	5,7	5,7	...
PIB	2,2	1,9	2,2	1,9	2,4	2,5	-	-	-

Preços

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

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	06/26	07/26	08/26
Inflação global	2,4	2,3	2,6	2,2	2,2	3,3	3,2	3,0	3,3
Inflação subjacente	2,5	2,2	2,3	2,1	1,9	2,3	2,5	2,6	2,7

Setor externo

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

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	06/26	07/26	08/26
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	2,0	0,6	1,6	0,1	-3,2	0,0	0,0	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	2,0	4,1	6,9	4,5	3,7	4,2	4,2	...	...
Saldo corrente	6,5	3,8	3,4	3,6	2,3	1,2	1,2	...	...
Bens e serviços	6,4	3,7	3,2	3,0	1,7	0,5	0,5	...	...
Rendimentos primários e secundários	0,1	0,1	0,2	0,6	0,6	0,7	0,7	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	9,6	8,3	7,6	8,3	7,7	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	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	06/26	07/26	08/26
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	7,5	5,4	6,3	5,4	6,4	6,9	6,9	6,3	...
À ordem	-0,3	8,1	8,6	8,1	7,9	7,3	7,3	7,1	...
A prazo e com pré-aviso	15,3	3,1	4,3	3,1	5,1	6,5	6,5	5,6	...
Depósitos das Adm. Públicas	26,7	28,7	-0,5	28,7	20,4	9,2	9,2	19,9	...
TOTAL	7,9	6,0	6,1	6,0	6,9	7,0	7,0	6,8	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	1,9	6,6	5,8	6,6	7,7	8,2	8,2	8,4	...
Empresas não financeiras	-1,0	2,6	2,2	2,6	4,3	4,8	4,8	5,2	...
Famílias - habitação	3,0	9,3	8,0	9,3	9,8	10,6	10,6	10,8	...
Famílias - outros fins	5,4	7,0	6,9	7,0	8,4	8,2	8,2	8,2	...
Administrações Públicas	0,6	6,4	4,8	6,4	3,2	3,2	3,2	5,8	...
TOTAL	1,9	6,6	5,7	6,6	7,5	8,0	8,0	8,4	...
Taxa de incumprimento (%)²	2,4	2,1	2,3	2,1	2,1	2,1	-	-	-

Notas: 1. Residentes em Portugal. As variáveis de crédito incluem titularizações. 2. Dado fim do período.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE, do Banco de Portugal e Refinitiv.