

IM03

INFORMAÇÃO MENSAL
MARÇO 2026



ECONOMIAS E MERCADOS INTERNACIONAIS

MERCADOS FINANCEIROS

O ambiente macrofinanceiro subjacente ao contexto económico

ECONOMIA INTERNACIONAL

O que esperar da economia internacional em 2026

10 perguntas sobre a decisão do Supremo Tribunal relativamente às tarifas dos EUA

O Japão, no início de um novo ciclo: tensões orçamentais e normalização monetária no «país do sol nascente»

ECONOMIA ESPANHOLA

O setor externo de Espanha surpreendeu pela positiva em 2025

As exportações espanholas e os desafios à sua competitividade

ECONOMIA PORTUGUESA

Novo cenário macroeconómico

A última milha da inflação?

Como é que as tempestades podem afetar a economia?

Construção como forma de combate à crise na habitação

INFORMAÇÃO MENSAL**Março 2026**

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

BPI Research (DF-EEF)

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

Paula Carvalho

Economista Chefe

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com
research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista Chefe

José Ramón Díez

Diretor de Economias e
Mercados Internacionais

Oriol Aspachs

Diretor de Economia Espanhola

Sandra Jódar

Diretora de Planeamento Estratégico

Adrià Morron Salmeron

e Oriol Carreras

Coordenadores da *Informação Mensal*

Data de fecho desta edição:

9 de março de 2026

ÍNDICE**1 EDITORIAL****3 PONTOS CHAVE DO MÊS****4 PREVISÕES****7 MERCADOS FINANCEIROS**9 *O ambiente macrofinanceiro subjacente ao contexto económico***13 ECONOMIA INTERNACIONAL**15 *O que esperar da economia internacional em 2026*17 *10 perguntas sobre a decisão do Supremo Tribunal relativamente às tarifas dos EUA*18 *O Japão, no início de um novo ciclo: tensões orçamentais e normalização monetária no «país do sol nascente»***22 ECONOMIA PORTUGUESA**24 *Novo cenário macroeconómico*26 *A última milha da inflação?*28 *Como é que as tempestades podem afetar a economia?*30 *Construção como forma de combate à crise na habitação***33 ECONOMIA ESPANHOLA**35 *O setor externo de Espanha surpreendeu pela positiva em 2025*37 *As exportações espanholas e os desafios à sua competitividade*

Geopolítica e Tarifas: um novo teste para a resiliência económica

Depois de um primeiro mês do ano vivido com diversas emoções (Venezuela, Grónlandia, etc.), o primeiro trimestre encerrou com novas mudanças no cenário tarifário, após a decisão do Supremo Tribunal dos EUA de invalidar a via legal utilizada pela Administração Trump para redesenhar uma boa parte do panorama tarifário e, sobretudo, com a intensificação das tensões no Médio Oriente em resultado do início do conflito bélico no Irão. Uma nova reviravolta no cenário geopolítico que envolverá a prova da resiliência demonstrada pelo ciclo de atividade nos últimos anos, ao enfrentar, a curto prazo, um aumento da incerteza e dos preços energéticos.

Dada a importância do Irão como produtor de petróleo (3,3 milhões de barris por dia) e a sua capacidade de restringir o tráfego marítimo pelo Estreito de Ormuz, por onde passam 20% dos carregamentos de petróleo e gás, e de danificar a infraestrutura energética da região, as reações imediatas dos mercados refletiram as preocupações dos investidores com os efeitos económicos e financeiros de um novo «choque de oferta». Os aumentos nos preços do petróleo durante a primeira semana de hostilidades, e especialmente nos preços do gás natural, destacam a sensibilidade e o potencial disruptivo da cadeia de abastecimento de energia, apesar da folga do mercado antes do início do conflito. Uma segunda consequência é a interação do choque energético com o canal comercial, uma vez que o desvio forçado das rotas de navegação ao redor do Cabo da Boa Esperança e o aumento nos preços dos seguros (12 vezes maiores no caso de petroleiros que cruzam o Estreito de Ormuz) resultarão em custos de transporte mais elevados e em novas distorções nas cadeias de valor, já afetadas pela incerteza tarifária e pela fragmentação do comércio. Isto ocorre num contexto em que o aumento generalizado da incerteza pode estender-se ao setor financeiro, especialmente ao considerar a presença de avaliações ajustadas em certos segmentos de mercado e a atual volatilidade das ações relacionadas com a IA.

Nesse contexto desafiante, destacam-se quatro pontos-chave no curto prazo: (i) a duração do conflito e, portanto, das tensões no mercado de energia; (ii) a estratégia da nova liderança iraniana e a possibilidade de os EUA pressionarem por uma solução semelhante à da Venezuela (com as eleições para o Congresso americano a aproximarem-se); (iii) a capacidade do Irão de danificar estruturalmente a infraestrutura energética da região, manter as interrupções no Estreito de Ormuz (guerra dos petroleiros) e prolongar o conflito, dada a delicada situação económica do país; e (iv) as respostas das autoridades monetárias para proteger o canal financeiro diante de um potencial aumento da incerteza e das expectativas de inflação.

O tempo é a variável chave, pois definirá a fronteira entre um choque de oferta controlado e um cenário de estagnação global. Os contratos futuros negociados na semana seguinte ao início dos ataques aéreos para o petróleo e o gás natural previam um choque de oferta moderado. Com essa mudança nas premissas iniciais, o cenário de crescimento para a Zona Euro, Espanha e Portugal poderá ser ligeiramente inferior ao estimado anteriormente, enquanto a inflação sofreria um aumento temporário de algumas décimas, o que não alteraria significativamente a estratégia do BCE. Assim sendo, esse impacto é gerido dentro do ciclo económico, considerando a resiliência demonstrada nos últimos anos e a redução estrutural da intensidade energética na produção. A partir deste ponto, a situação tornar-se-ia mais complexa num cenário de preços persistentemente elevados (petróleo acima de 100 USD/barril durante vários meses), com riscos de pressão ascendente sobre as expectativas de inflação. Nesse contexto, assistiríamos a aumentos nas taxas de juros que, combinados com os efeitos negativos sobre os rendimentos, nos levariam a uma situação próxima da estagnação, com distorções nos fluxos de capital, aumentos nos prémios de risco e um aperto generalizado das condições financeiras.

Desta forma, e pela enésima vez nos últimos anos, a fragilidade dos cenários económicos e financeiros diante de choques geopolíticos torna-se evidente. Esta é uma realidade com a qual teremos de conviver daqui para frente, refletindo um mundo *neo-westfaliano*, com crescente rivalidade entre grandes potências, protecionismo, divisão em blocos hegemónicos e fraca coordenação multilateral. As recomendações para mitigar os danos nesse ambiente complexo não vão muito além do que o senso comum dita: fortalecer os balanços patrimoniais, diversificar os portefólios, aumentar a flexibilidade e a liberdade de gestão, criar mecanismos de proteção capazes de absorver perdas e evitar reações exageradas em meio do ruído dos acontecimentos diários. Mais fácil falar do que fazer.

José Ramón Díez
Março 2026

Cronologia

FEVEREIRO 2026

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

DEZEMBRO 2025

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

OUTUBRO 2025

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

JANEIRO 2026

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

NOVEMBRO 2025

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

SETEMBRO 2025

- 9** O Supremo Tribunal dos EUA concorda em acelerar o processo de legalização das tarifas de Trump.
- 12** A S&P melhorou o rating da dívida espanhola para A+, e a Fitch a de Portugal para A.
- 17** A Fed baixa as taxas de juro em 25 p. b. para 4,00%–4,25%, após uma pausa de nove meses.
- 26** A Moody's e a Fitch melhoram o rating da dívida espanhola para A3 e A, respetivamente.

Agenda

MARÇO 2026

- 3** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (fevereiro).
Zona Euro: estimativa rápida do IPC (fevereiro).
- 6** Portugal: *rating* da Fitch.
- 9** Portugal: números da indústria (janeiro).
- 12** Portugal: comércio internacional (janeiro).
- 13** Espanha: *rating* Fitch e S&P.
- 17** Espanha: inquérito trimestral do custo da mão de obra (4T).
- 17-18** Comité de Mercado Aberto da Fed.
- 19** Conselho de Governadores do Banco Central Europeu.
- 19-20** Conselho Europeu.
- 23** Portugal: preços da habitação (4T).
- 26** Espanha: detalhe do PIB (4T).
Espanha: crédito, depósitos e taxa de incumprimento (janeiro e 4T).
Portugal: Contas Nacionais por setor institucional (4T).
- 27** Espanha: estimativa do IPC (março).
Espanha: *rating* Moody's.
- 30** Zona Euro: índice de sentimento económico (março).
- 31** Portugal: estimativa rápida do IPC (março).
Portugal: emprego e desemprego (fevereiro).
Zona Euro: estimativa rápida do IPC (março).

ABRIL 2026

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

A economia portuguesa e o início da guerra no Médio Oriente

O início da guerra no Médio Oriente desencadeou, mais uma vez, incertezas globais. Como já aconteceu repetidamente nos últimos anos, encontramos-nos num contexto no qual fazer previsões confiáveis é muito difícil. Aconteceu durante a pandemia, também após a invasão russa à Ucrânia e, mais recentemente, quando Donald Trump iniciou a guerra tarifária. Embora a natureza de cada choque e os canais de transmissão tenham sido diferentes, a sensação de caminhar rumo a um futuro incerto é recorrente. Mais uma vez, é necessário reavaliar a posição da economia portuguesa e analisar os pontos fortes e as vulnerabilidades face aos canais pelos quais este novo choque poderá propagar-se.

O ponto de partida para a economia portuguesa é relativamente positivo. O ano de 2025 terminou com um crescimento dinâmico, superando ligeiramente as nossas previsões e o crescimento registado pela maioria das economias avançadas. No início de 2026, os indicadores de atividade continuam a evidenciar robustez, apesar dos eventos meteorológicos adversos que afetaram várias regiões do país nos meses de janeiro e fevereiro. Desta forma, a atividade mantém-se, de um modo geral, sólida e dispõe de recursos suficientes para continuar a crescer. As mais atuais previsões do BPI Research apontam para um crescimento de 2,1% este ano. Contudo, a eclosão da guerra aumentou significativamente os riscos em baixa. O potencial desvio em relação à previsão dependerá da duração e intensidade do conflito, do seu alcance geográfico e de eventuais danos estruturais na infraestrutura energética dos países do Golfo. Dependendo destes fatores, a subida dos preços da energia será mais ou menos intensa e prolongada, e os fluxos comerciais, as condições financeiras e a confiança serão afetadas em maior ou menor grau.

Neste sentido, vale a pena recordar que o peso das importações de energia que chegam a Portugal através do Estreito de Ormuz é relativamente baixo: cerca de 7% no caso do petróleo e menos de 1% no caso do gás. O aumento da produção de energias renováveis e a diversificação das importações tornaram-se ativos valiosos em situações de tensão como a atual. Embora a economia portuguesa não deva enfrentar problemas de abastecimento, será afetada pelo aumento dos preços da energia. Como referência, um aumento de 20 dólares no preço médio do petróleo no ano (para 87 USD/barril) subtrai 0,14 p. p. ao crescimento do PIB; no caso do gás, a sensibilidade é um pouco menor, próxima de 0,10 p. p. (assumindo que o preço médio do gás

em 2026 se fixe em 58€/MWh, +20€ do que no ano anterior). Tendo em conta o aumento registado até à data e a duração da recuperação que os mercados antecipam no dia 9 de março, o crescimento da economia portuguesa poderá ainda estar próximo dos 1,8%. Contudo, o impacto setorial seria muito heterogéneo: a indústria, mais intensiva em energia, seria a mais afetada; por outro lado, no turismo, a perceção de um destino seguro poderá compensar o efeito do choque sobre a procura. Relativamente à inflação, a moderação esperada para 2,1% para o conjunto do ano poderá não se concretizar e poderá manter-se em níveis mais elevados, em torno de 2,7%.

A situação convida-nos também a reavaliar a posição macrofinanceira da economia portuguesa. Se as pressões inflacionistas eventualmente se intensificarem, o BCE será forçado a aumentar as taxas de juro e as condições financeiras globais serão mais restritivas se a incerteza e a aversão ao risco permanecerem em níveis elevados. Neste sentido, importa referir que Portugal enfrenta o cenário numa posição mais sólida do que há alguns anos. A dívida do setor privado, medida em percentagem do PIB, tem vindo a diminuir ao longo do tempo. A dívida externa líquida (que se cifrou em 36,2% do PIB em 2025) também diminuiu de forma constante e acentuada durante mais de uma década, reduzindo a vulnerabilidade a mudanças no sentimento dos investidores internacionais. A dívida pública, por seu lado, também manteve a trajetória de descida iniciada em 2021, reduzindo 3,9 p. p. no último ano, ao atingir 89,7% do PIB. Assim, a sua evolução tem sido mais positiva do que a de outras economias avançadas e tem contribuído para a manutenção de um prémio de risco relativamente baixo.

O último canal através do qual a economia portuguesa poderá ser afetada é a confiança. Se as famílias e as empresas, preocupadas com o contexto geopolítico, reagirem de forma exagerada e reduzirem o consumo e o investimento por precaução, o impacto do choque será significativo. No entanto, acreditamos que isso não deve acontecer. A economia portuguesa iniciou o ano de forma atribulada, mas mantém uma exposição comercial relativamente baixa aos países do Médio Oriente e encontra-se numa posição económica e financeira razoavelmente sólida. No entanto, para o bem de todos – e especialmente pelos cidadãos do Médio Oriente – esperemos que a guerra termine o mais brevemente possível.

Paula Carvalho
Oriol Aspath

Final de período, exceto quando é especificado o contrário

Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2019	Média 2020-2023	2024	2025	2026	2027
TAXAS DE JURO							
Dólar							
Fed funds (limite inferior)	3,18	0,54	1,75	4,25	3,50	3,00	3,00
SOFR 3 meses	3,62	1,01	2,09	4,37	3,71	3,10	3,07
SOFR 12 meses	3,86	1,48	2,39	4,19	3,48	3,10	2,78
Dívida pública 2 anos	3,70	1,04	2,06	4,24	3,51	3,50	3,75
Dívida pública 10 anos	4,69	2,57	2,31	4,40	4,14	4,50	4,60
Euro							
Depo BCE	2,05	0,20	0,61	3,09	2,00	2,00	2,00
Refi BCE	3,05	0,75	1,11	3,24	2,15	2,15	2,15
€STR	–	–0,54	0,52	3,06	1,93	1,94	1,97
Euribor 1 mês	3,18	0,50	0,57	2,89	1,92	2,00	2,03
Euribor 3 meses	3,24	0,65	0,70	2,83	2,05	2,04	2,06
Euribor 6 meses	3,29	0,78	0,87	2,63	2,14	2,12	2,11
Euribor 12 meses	3,40	0,96	1,04	2,44	2,27	2,23	2,18
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,35	0,56	2,02	2,13	2,04	2,00
Dívida pública 10 anos	4,30	1,54	0,72	2,22	2,84	2,95	2,90
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	1,69	0,92	2,26	2,39	2,57	2,60
Dívida pública 5 anos	3,91	2,19	1,07	2,48	2,64	2,88	2,92
Dívida pública 10 anos	4,42	3,17	1,61	2,90	3,28	3,45	3,50
Prémio de risco	11	164	90	68	45	50	60
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	3,33	0,76	2,03	2,16	2,17	2,17
Dívida pública 5 anos	3,96	3,94	0,98	2,15	2,49	2,62	2,64
Dívida pública 10 anos	4,49	4,67	1,52	2,68	3,14	3,40	3,45
Prémio de risco	19	314	81	46	31	45	55
TAXA DE CÂMBIO							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,26	1,12	1,05	1,17	1,20	1,20
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,87	0,83	0,87	0,90	0,90
EUR/JPY (yenes por euro)	129,56	126,41	135,43	161,18	182,71	180,00	175,00
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	80,1	73,8	73,1	61,6	66,0	64,8
Brent (euros/barril)	36,1	62,5	67,0	69,8	52,6	55,0	54,0

Previsões

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

Economia internacional

	Média 2000-2007	Média 2008-2019	Média 2020-2023	2024	2025	2026	2027
CRESCIMENTO DO PIB¹							
Mundial	4,3	3,3	2,8	3,3	3,3	3,3	3,2
Países desenvolvidos	2,7	1,5	1,7	1,8	1,7	1,9	1,7
Estados Unidos	2,7	1,8	2,4	2,8	2,2	2,6	2,0
Zona Euro	2,3	0,9	1,1	0,8	1,5	1,3	1,5
Alemanha	1,6	1,3	0,2	-0,5	0,3	1,0	1,4
França	2,3	1,0	0,9	1,1	0,9	1,0	1,2
Itália	1,5	-0,3	1,5	0,5	0,7	0,8	1,1
Portugal	1,5	0,4	1,9	2,1	1,9	2,1	1,9
Espanha	3,6	0,7	1,1	3,5	2,8	2,4	2,0
Japão	1,4	0,4	0,1	-0,2	1,1	0,8	0,6
Reino Unido	2,8	1,3	1,0	1,1	1,3	0,7	1,4
Países emergentes e em desenvolvimento	6,3	4,9	3,5	4,3	4,4	4,2	4,1
China	10,6	8,0	4,9	5,0	5,0	4,5	4,0
Índia	7,2	6,7	4,6	7,3	7,5	6,6	6,4
Brasil	3,6	1,6	1,9	3,4	2,0	1,8	1,8
México	2,3	1,5	1,1	1,4	0,6	1,3	1,8
Rússia	-	1,4	1,5	4,3	0,9	1,1	1,1
Turquia	5,5	4,5	6,4	3,3	3,2	3,4	3,4
Polónia	4,1	3,7	2,6	3,0	3,6	3,5	3,2
INFLAÇÃO							
Mundial	4,1	3,7	5,8	5,7	4,1	3,9	3,5
Países desenvolvidos	2,1	1,6	3,9	2,6	2,5	2,2	2,1
Estados Unidos	2,7	1,8	4,5	2,9	2,6	2,6	2,2
Zona Euro	2,2	1,4	4,2	2,4	2,1	1,9	2,0
Alemanha	1,7	1,4	4,6	2,5	2,3	2,0	2,1
França	1,9	1,3	3,5	2,3	0,9	1,3	1,7
Itália	-0,1	1,4	4,1	1,1	1,6	1,5	1,8
Portugal	3,1	1,1	3,4	2,4	2,3	2,1	2,0
Espanha	3,2	1,3	3,7	2,8	2,7	2,4	2,2
Japão	-0,3	0,4	1,4	2,7	3,2	2,0	2,0
Reino Unido	1,6	2,3	5,0	2,5	3,4	2,5	2,1
Países emergentes e em desenvolvimento	6,9	5,5	7,1	7,7	5,1	5,1	4,4
China	1,7	2,6	1,4	0,2	0,1	1,0	1,5
Índia	4,6	7,3	6,0	5,0	2,2	4,1	4,0
Brasil	7,3	5,7	6,4	4,4	5,0	4,2	3,8
México	5,2	4,2	5,6	4,7	3,8	3,9	3,8
Rússia	14,3	7,9	7,5	8,5	8,7	6,0	4,5
Turquia	22,6	9,6	39,5	58,5	34,9	26,1	19,9
Polónia	3,5	1,9	8,2	3,7	3,4	2,6	2,6

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

Previsões

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

Previsões

Economia espanhola

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

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

Previsões

Mercados financeiros, impulsionados pela geopolítica e pela IA

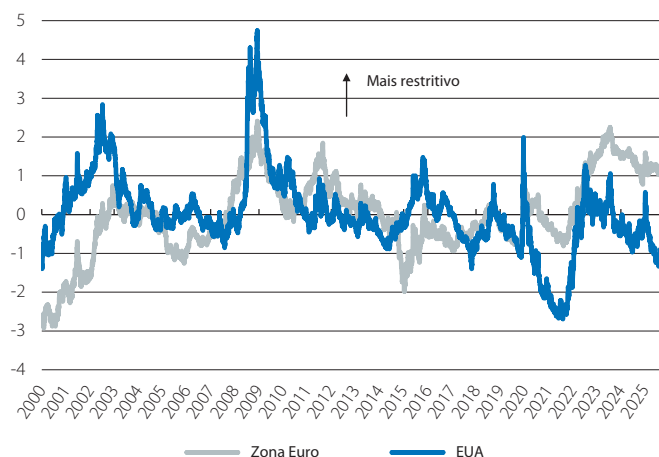
As condições financeiras face a uma dinâmica mista. O início de 2026 trouxe volatilidade e uma dinâmica mista que reflete a sensibilidade dos mercados às oscilações geopolíticas e tecnológicas. A ameaça de um conflito militar entre os EUA e o Irão já tinha aumentado as perceções de risco antes de os atentados se concretizarem e desencadeou um forte pico de tensão e volatilidade, especialmente nos mercados de matérias-primas. Ao mesmo tempo, a IA continua a impulsionar os mercados bolsistas, não só devido às elevadas avaliações das empresas e ao desafio de rentabilizar planos de investimento ambiciosos, mas também devido aos receios de perturbação das linhas de negócio estabelecidas. Esta situação foi agravada em fevereiro pela decisão do Supremo Tribunal dos EUA em anular uma parte significativa das tarifas impostas pela administração Trump. Estes catalisadores conduziram a um desempenho misto dos mercados acionistas, enquanto as matérias-primas estiveram sob pressão ascendente e o sentimento dos investidores conduziu a uma certa recuperação do dólar nos mercados cambiais e a dinâmicas contrastantes nas taxas de juro de longo prazo em ambos os lados do Atlântico.

Bolsas em alta... até ao início do conflito no Irão. O mês de fevereiro começou com um desempenho misto entre as principais bolsas internacionais, lutando entre o impulso de uma boa época de ganhos e as dúvidas geradas pela força das empresas relacionadas com a IA. Nos Estados Unidos, os receios de que estas empresas venham a perturbar os modelos de negócio tradicionais pressionaram as empresas estabelecidas nos setores da tecnologia e dos serviços de comunicação, deixando o S&P 500 praticamente estável em fevereiro. Em contrapartida, os índices do resto do mundo desenvolveram-se com maior tração: os mercados bolsistas europeus avançaram confortavelmente, aproximando-se dos 4% em fevereiro no seu conjunto, impulsionados por perspetivas de crescimento mais equilibradas e pelo sentimento favorável dos investidores após o acórdão do Supremo Tribunal. Nos mercados emergentes, o índice regional da Ásia aproximou-se de ganhos de 7%, enquanto o da América Latina ultrapassou os 4%. Em termos globais, o Japão foi particularmente notável, com o Nikkei a subir mais de 10%, impulsionado pela vitória eleitoral de Sanae Takaichi e pela sua agenda reflacionista. No entanto, no início de março, os bombardeamentos no Irão provocaram uma queda generalizada dos mercados bolsistas mundiais, com o mercado bolsista europeu a cair para os níveis do final de 2025.

O dinamismo macroeconómico apoia os lucros das empresas. A época de resultados nos EUA encerrou com um balanço sólido, tendo como pano de fundo um desempenho robusto da economia norte-americana: cerca de 85% das empresas do S&P 500 superaram as expectativas de vendas e cerca de 75% superaram as expectativas de resultados. A maior força veio dos setores financeiro e tecnológico, onde as empresas mais ligadas à IA mantiveram a combinação de forte desempenho e planos de investimento ambiciosos. Na Europa, embora o tom tenha sido mais moderado, o balanço até ao fecho desta publicação também foi positivo, com destaque para os setores da tecnologia, financeiro e utilities.

Condições financeiras

Índice (0 = média de 2000-2026)

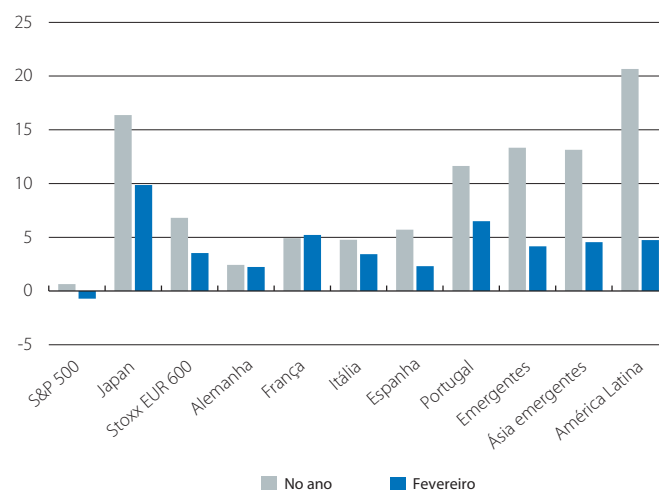


Nota: Índices de condições financeiras da Goldman Sachs normalizados pela média e pelo desvio-padrão para 2000-2026.

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

Bolsas internacionais: desempenho em 2026

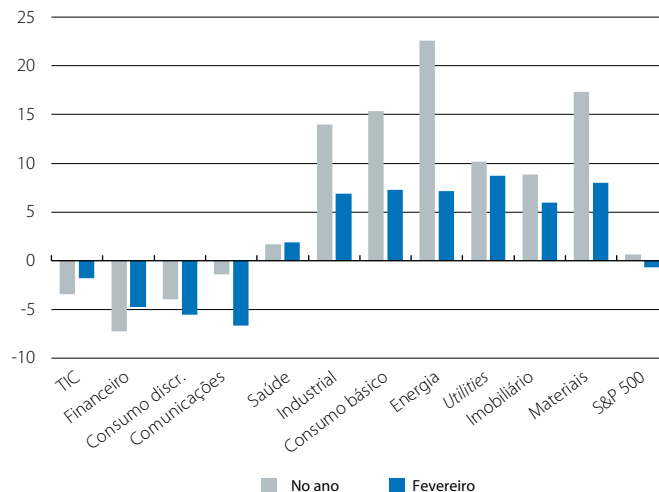
Variação (%)



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

EUA: desempenho do mercado bolsista em 2026

Variação (%)



Fonte: CaixaBank Research, a partir de dados de Bloomberg.

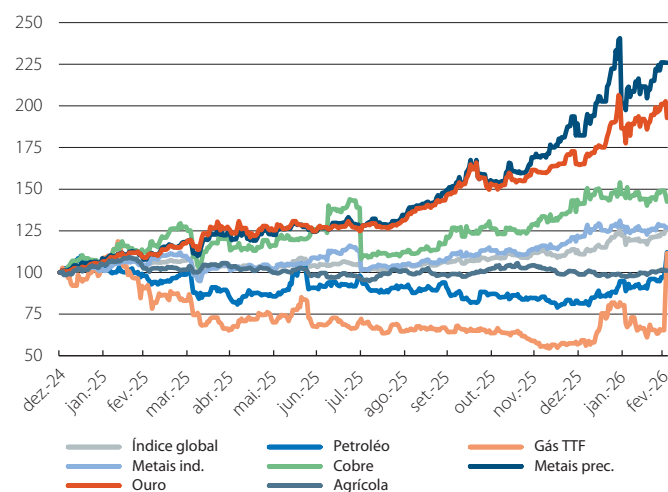
A geopolítica impulsiona as matérias-primas. Em fevereiro, os preços da energia estiveram muito calmos. O equilíbrio entre a expectativa de excesso de oferta no mercado petrolífero e o aumento do prémio de risco geopolítico empurrou os preços do petróleo bruto Brent para 70 dólares por barril, enquanto o preço do gás TTF caiu para 30 euros por MWh, apoiado pelo aumento das importações de gás natural liquefeito nos terminais do norte da Europa e pelas previsões de temperaturas mais amenas no final do inverno. Contudo, os ataques entre o Irão, os EUA e Israel, no início de março, provocaram uma forte pressão sobre os preços, com o petróleo a atingir mais de 100 dólares por barril de Brent e o gás TTF a subir para perto de 60 euros por MWh e a sofrer uma grande volatilidade (ultrapassando ocasionalmente os 65 euros). As curvas de futuros tornaram-se relativamente mais baixas, apontando para um abrandamento em direção a 2027.

O dólar ganha uma lufada de ar fresco. O desempenho do dólar americano foi irregular durante o mês de fevereiro, mas conseguiu fechar com uma ligeira recuperação. A decisão do Supremo Tribunal reduziu alguma da pressão descendente que pesava sobre a moeda desde os anúncios das tarifas de 2025, e a guerra no Irão ajudou-a moderadamente no seu papel de ativo de refúgio. O euro manteve-se relativamente estável em cerca de 1,18 dólares (tendo enfraquecido para 1,15 dólares após os atentados no Médio Oriente), a libra oscilou em torno de 1,35 dólares e o iene também enfraqueceu. Entre as moedas emergentes, destacam-se as que mais beneficiaram de uma redução tarifária mais direta: durante o mês de fevereiro, o real brasileiro valorizou-se mais de 3% em relação ao dólar, enquanto o yuan chinês ganhou pouco menos de 1% e a rupia indiana mais de 1% (aproveitando o acordo comercial entre os EUA e a Índia). Em suma, os atentados acabaram por provocar uma fraqueza generalizada nas moedas emergentes.

Vai e vem das taxas de juro. Num mês de fevereiro sem reuniões de política monetária entre os principais bancos centrais, os investidores apostaram inicialmente numa descida das taxas de juro dos títulos do Tesouro, tanto nos EUA como na Zona Euro. Todavia, a pressão sobre os preços da energia, na sequência dos atentados no Médio Oriente, fez subir as taxas, devido a um aumento das expectativas de inflação e a uma revisão «hawkish», das perspetivas de política monetária dos investidores. Em termos líquidos, as taxas de juro dos títulos do Tesouro mantiveram-se mais estáveis nos EUA (subiram no curto prazo e desceram no longo prazo), enquanto na Zona Euro prevaleceram as subidas de taxas (mais acentuadas na periferia do que na Alemanha). Os mercados monetários abandonaram a sua tendência *dovish* para o BCE e passaram a descontar a possibilidade de uma subida das taxas do BCE em 2026 (aquando da redação desta publicação, os mercados estavam a descontar entre uma e duas subidas). Os mercados também baixaram a sua confiança nos cortes de taxas por parte da Fed (embora ainda estejam a descontar dois cortes até ao final do ano). Com efeito, as atas da reunião de janeiro da Reserva Federal revelaram um tom mais restritivo do que se pensava e apontaram para uma maior preocupação com os riscos de inflação. As atas também revelaram que quase todos os membros da Fed consideraram que o nível atual das taxas está na zona neutra. Na Zona Euro, o BCE demonstrou uma maior continuidade na sua comunicação e as várias intervenções continuaram a reforçar a estratégia de não hipercalibrar as decisões a cada pequena alteração nos dados, dado o ambiente incerto.

Matérias-primas: preços

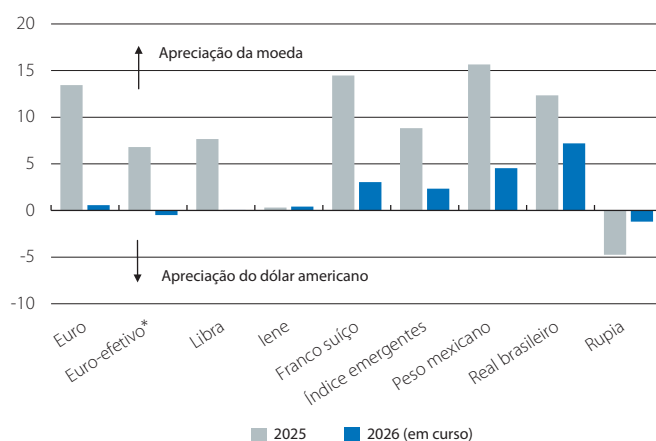
Índice (100 = 31 de dez. 2024)



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

Moedas internacionais face ao dólar americano

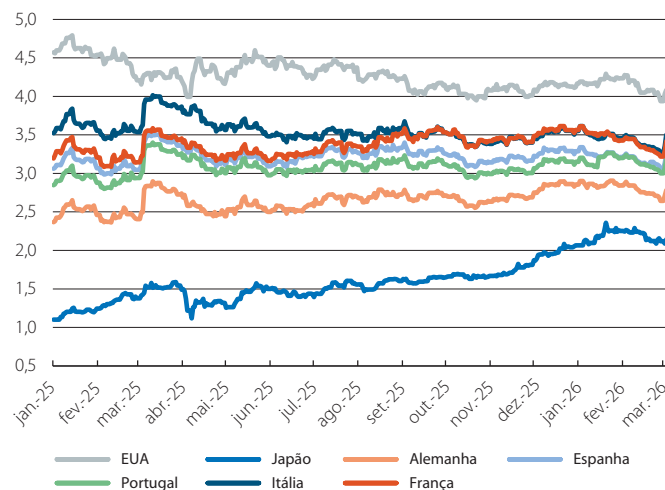
Variação (%)



Nota: *Para a taxa de câmbio efetiva do euro, é apresentado um cabaz de 41 moedas em relação ao euro.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

Taxas de juro dos títulos do Tesouro a 10 anos

(%)



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

O ambiente macrofinanceiro subjacente ao contexto económico

As perspetivas económicas para os próximos trimestres apoiam-se numa determinada evolução das condições financeiras.¹ Este ambiente é sustentado por uma política monetária estável e neutra, que não estimula nem arrefece a economia, e por um dólar que mantém a fragilidade relativa de 2025. Além disso, os preços da energia beneficiam de uma almofada proporcionada pelo excesso de oferta e pela acumulação de existências herdadas de 2025, o que atenua as pressões geopolíticas. Contudo, o mapa de riscos é exigente e, para além da prevalência de perturbações geopolíticas, os mercados financeiros têm-se mostrado sensíveis às promessas, dúvidas e transformações da inteligência artificial (IA) e à sustentabilidade da dívida pública. A escalada do conflito no Médio Oriente, com ataques entre os EUA, Israel e o Irão, aumenta a incerteza e os riscos de queda, tal como discutido no final deste artigo.

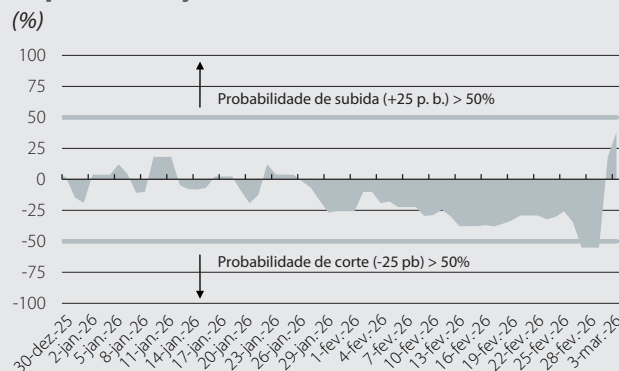
A política monetária e taxas de juro

A política monetária do BCE e da Fed é uma das âncoras do cenário. A Zona Euro tem uma inflação dentro dos objetivos e um equilíbrio multidirecional de riscos - desde perturbações no abastecimento (cadeias de abastecimento globais, fenómenos meteorológicos extremos, preços da energia) a tensões comerciais e reorientação das exportações da China para a UE. O BCE optou, assim, por manter a cautela e reavaliar frequentemente o cenário, mantendo uma política estável enquanto os riscos não fizerem pender a economia para um lado ou para o outro. As nossas previsões baseiam-se numa taxa *depo* de 2,00% nos próximos trimestres, a mesma para a qual os mercados financeiros apontavam, até que o agravamento do conflito no Irão fez inverter o sentimento (ver primeiro gráfico).

Nos Estados Unidos, a narrativa é diferente, mas o resultado é relativamente semelhante: o arrefecimento gradual do mercado de trabalho e a moderação da inflação até ao final de 2025 oferecem margem para alguma restritividade adicional, embora o crescimento robusto sugira que a Fed está perto do fim do ciclo de aperto. O nosso cenário prevê mais dois cortes, levando a taxa dos *fed funds* para o intervalo 3,00%-3,25%, um nível consistente com condições monetárias mais neutras e também em linha com as expectativas do mercado (ver segundo gráfico).

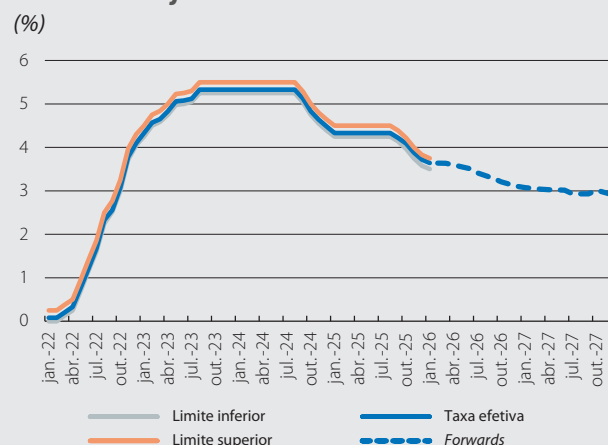
Paralelamente, 2026 será também um ano importante a nível institucional. O mandato de Jerome Powell como presidente da Reserva Federal termina em maio e a sua substituição tem sido ensombrada pela pressão da admi-

BCE: probabilidade descontada para 2026 de aumento (+) ou diminuição (-) da taxa depo em relação a 2,0%



Nota: Probabilidade inferida a partir dos forwards da taxa ESTR para dezembro de 2026.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

Fed: taxa de juro de referência



Nota: Forwards sobre a curva de futuros dos fed funds em 03/03/2026.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

nistração Trump no sentido de reduzir as taxas de juro.² O sucessor nomeado, Kevin Warsh, tem um perfil forte (foi governador da Fed em 2006-2011) mas um registo errático nas suas preferências de política monetária. Além disso, a governadora Lisa Cook aguarda uma decisão do Supremo Tribunal sobre a sua tentativa de demissão por parte da administração. A um nível muito diferente, a passagem para a presidência do BCE está prevista para 2027, enquanto em 2026 o fim de mandato mais relevante é o do vice-presidente Luis de Guindos (que expira em maio), estando a sua substituição assegurada pelo atual governador do banco central da Croácia, Boris Vujčić.

1. Ver os Focus «O que esperar da economia internacional em 2026» e «A economia espanhola em 2026» na presente publicação.

2. Alguns dos receios foram dissipados quando, em dezembro, a Fed aprovou a renovação de 11 dos 12 presidentes regionais da Reserva Federal (a exceção, na Fed de Atlanta, reflete a reforma do atual presidente).

No entanto, na Zona Euro, os prémios de risco soberano atingiram os níveis mais baixos em quase 20 anos (com exceção da França); ver terceiro gráfico. Tal moderação foi acompanhada por uma melhoria dos fundamentos macroeconómicos, o que conduziu à continuação de um sentimento comparativamente favorável dos investidores na periferia.³

Taxa de câmbio e matérias-primas

A diminuição dos diferenciais de taxas de juro entre a Zona Euro e os EUA, a expectativa de algum revigoramento do crescimento europeu e a perceção de um melhor sentimento em relação à Europa favorecem a continuação de uma taxa de câmbio euro/dólar ligeiramente mais forte do que na média de 2022-2024,⁴ como sugerem os mercados.

As perspetivas para os preços da energia tornaram-se mais incertas desde a escalada do conflito entre o Irão, Israel e os EUA (ver o quinto gráfico). Em segundo plano, os mercados do petróleo e do gás foram restringidos por uma oferta abundante que, nos últimos trimestres, levou também à acumulação de uma reserva de existências que ajudará a atenuar o impacto dos choques geopolíticos.

Riscos

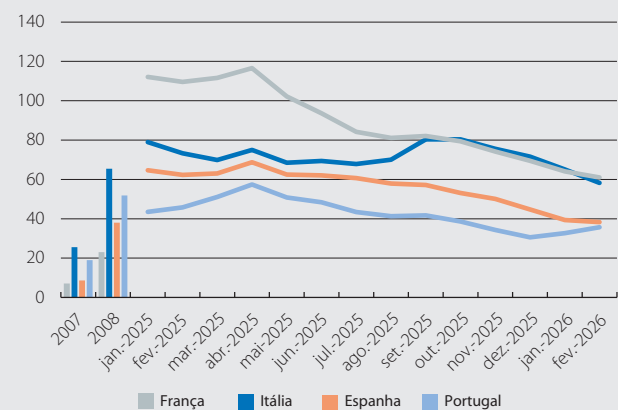
Este ambiente proporciona às condições financeiras uma estabilidade que não deve ser desfavorável ao desempenho económico. No entanto, a perceção do risco continua a manifestar-se episodicamente nos mercados. Os conflitos geopolíticos continuam a ser uma das principais fontes de perturbação do aprovisionamento. Os preços do petróleo e do gás sofreram uma forte pressão no início de março, na sequência dos ataques entre o Irão e os EUA e Israel, com futuros altamente voláteis que apontam para preços em 2026 notoriamente mais elevados do que os cotados em meados de fevereiro. E com duas características adicionais: (i) os preços futuros refletiam um relaxamento nos trimestres seguintes e (ii) fluíam com grande volatilidade (no petróleo, os futuros para todo o ano de 2026 oscilavam entre aumentos de 10% e 25%, e entre 30% e 70% no gás). A manter-se a trajetória nestes futuros, o cenário para a atividade internacional perderia algum ímpeto, mas, com o apoio das reservas energéticas mundiais acumuladas e das expectativas de inflação ancoradas, não sofreria uma mudança profunda nem alteraria consideravelmente as estraté-

3. Ver o Focus «Prémios de risco e macroeconomia: uma relação sólida e transversal» no IM02/2026.

4. Uma indicação do sentimento é a diferença entre a depreciação do dólar face ao euro e a prevista pelos diferenciais das taxas de juro. A depreciação é mais significativa se considerarmos que, de acordo com a previsão convencional, o dólar deveria ter-se valorizado em resposta a um aumento das tarifas (ver o quarto gráfico e Ostry *et al.* (2025), «Trading blows: The exchange-rate response to tariffs and retaliations», Banco de Inglaterra, Staff Working Paper.

Prémios de risco soberanos

(p. b.)



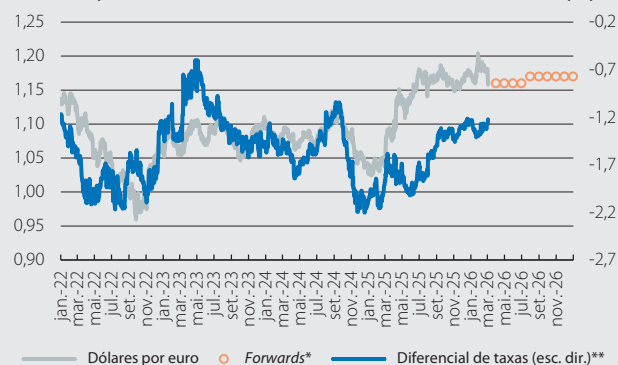
Nota: Diferencial entre a taxa de juro a 10 anos de cada país e a sua congénere alemã.

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

EUA e Zona Euro: taxa de câmbio e diferencial de taxas

(Dólares por euro)

(p. p.)



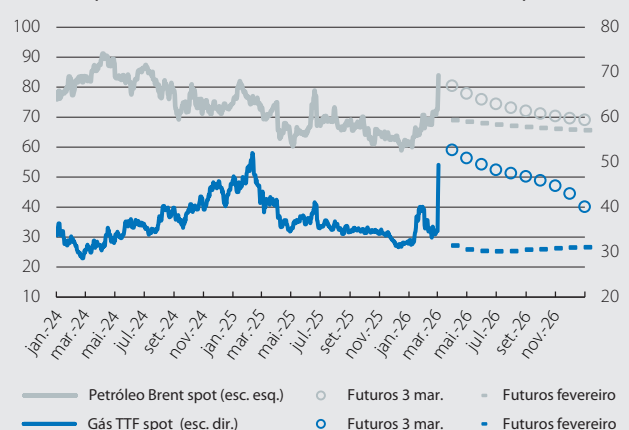
Notas: * Forwards em 03/03/2026. ** Diferença entre a taxa de swap OIS a 2 anos para a Zona Euro e os EUA.

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

Petróleo e gás: preço

(Dólares por barril)

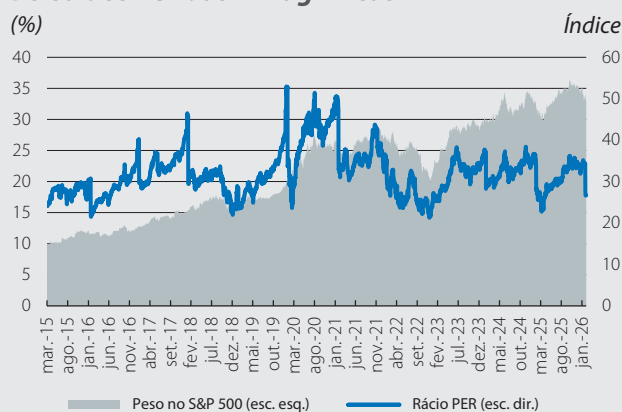
(Euros por MWh)



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

gias de política monetária que, em geral, partem de níveis neutros ou algo restritivos. Um cenário de preços da energia persistentemente mais elevados ameaçaria perturbações mais significativas, tensões mais profundas nos mercados financeiros e efeitos de arrastamento sobre a inflação, podendo estimular uma viragem *hawkish* mais relevante na política monetária. Por outro lado, o mapa de riscos não deve esquecer a vigilância sobre a dinâmica da dívida pública em várias economias avançadas (o Reino Unido, França, o Japão e mesmo os EUA têm registado alguma turbulência nas suas taxas de juro de longo prazo) e os riscos financeiros em torno da IA, tanto pela sua capacidade de corresponder às expectativas como de perturbar as estruturas económicas estabelecidas, num contexto de elevadas valorizações e de grande concentração bolsista (ver último gráfico).

Bolsa dos EUA: as 7 Magníficas



Notas: As 7 Magníficas são a Apple, a Amazon, a Google, a Meta, a Microsoft, a Nvidia e a Tesla. O rácio PER representa o rácio entre a capitalização bolsista e os lucros dos últimos 12 meses.

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

Taxas de juro (%)

	28-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2026 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	2,15	2,15	0	0	-75
Euribor 3 meses	2,01	2,03	-2	-1	-47
Euribor 12 meses	2,22	2,23	0	-2	-19
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	1,97	1,97	0	-4	-5
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,00	2,09	-9	-12	-4
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,64	2,84	-20	-21	23
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,06	3,21	-15	-23	2
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,00	3,20	-20	-15	6
EUA					
Fed funds (limite inferior)	3,50	3,50	0	0	-75
SOFR 3 meses	3,67	3,66	1	1	-65
Dívida pública a 1 ano	3,47	3,46	1	0	-63
Dívida pública a 2 anos	3,37	3,52	-15	-10	-68
Dívida pública a 10 anos	3,94	4,24	-30	-23	-32

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	28-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2026 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	55	51	4	4,6	1,9
Itraxx Financeiro Sénior	59	54	5	4,7	2,0
Itraxx Financeiro Subordinado	101	91	10	8,3	2,5

Taxas de câmbio

	28-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2026 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,181	1,185	-0,3	0,6	13,6
EUR/JPY (ienes por euro)	184,360	183,430	0,5	0,2	18,3
EUR/GBP (libras por euro)	0,876	0,866	1,2	0,5	6,2
USD/JPY (ienes por dólar)	156,050	154,780	0,8	-0,4	4,2

Matérias-primas

	28-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2026 (%)	Varição homóloga (%)
Índice Bloomberg de matérias primas	121,7	120,7	0,8	10,9	16,7
Brent (\$/barril)	72,5	70,7	2,5	19,1	-2,1
Ouro (\$/onça)	5.278,9	4.894,2	7,9	22,2	83,5

Mercado acionista

	28-fevereiro	31-janeiro	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2026 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	6.878,9	6.939,0	-0,9	0,5	17,4
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	6.138,4	5.947,8	3,2	6,0	12,2
Ibex 35 (Espanha)	18.360,8	17.880,9	2,7	6,1	38,4
PSI 20 (Portugal)	9.276,1	8.662,2	7,1	12,3	35,5
Nikkei 225 (Japão)	58.850,3	53.322,9	10,4	16,9	53,8
MSCI emergentes	1.610,7	1.528,1	5,4	14,7	43,3

A economia internacional está de novo dependente dos EUA

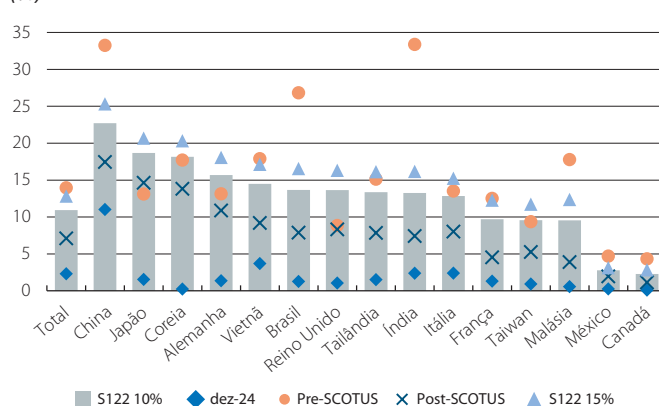
O risco geopolítico aumenta, a incerteza comercial reaparece.

Os acontecimentos geopolíticos voltaram a ocupar o primeiro plano, deixando praticamente em segundo plano a avaliação dos indicadores económicos do último mês. O ataque dos EUA ao Irão aumentou significativamente a instabilidade geopolítica e a incerteza económica, abrindo um novo foco de risco num ambiente caracterizado pela postura transacional da administração Trump e pela erosão das instituições multilaterais. As consequências deste conflito dependerão da sua duração e extensão geográfica, mas a resposta do Irão já provocou um aumento dos preços da energia. O Irão é o quarto maior produtor de crude da OPEP (3,3 milhões de barris por dia, 3,3% da produção mundial) e tem o controlo estratégico do Estreito de Ormuz, através do qual passam mais de 20% dos fluxos comerciais marítimos de energia do mundo.

Em contrapartida, o Supremo Tribunal (ST) dos EUA decidiu em fevereiro que Trump ultrapassou os poderes de emergência invocados e declarou ilegais as tarifas impostas ao abrigo da IEEPA, mas as aprovadas ao abrigo de outros regulamentos (sobre automóveis, aço, etc.) permanecerão em vigor. Por outras palavras, o ST declarou ilegal o procedimento de aprovação das tarifas bilaterais e não as tarifas em si. A incerteza comercial está uma vez mais reativada, dado que a administração Trump está a entrar num período em que irá explorar todas as vias legais ainda disponíveis para continuar a implementar a sua política tarifária, à qual já deixou claro que não irá renunciar. Com efeito, Trump invocou a Secção 122 da Lei do Comércio para impor universalmente uma tarifa de 10%, o que levou a uma «reconfiguração» da pressão tarifária. Países como a China ou o Brasil teriam agora tarifas muito mais baixas do que antes do acórdão do ST, mas a UE ou o Reino Unido ficariam a perder. Por isso, a UE adiou a aprovação do acordo comercial alcançado em julho do ano passado, até dispor de mais informações e clareza sobre a questão (ver «10 perguntas sobre a decisão do Supremo Tribunal relativamente às tarifas dos EUA» nesta publicação).

O shutdown afetou a economia dos EUA mais do que o previsto no 4T. O anúncio da política tarifária de Trump agravou a deceção com os dados do PIB do 4T 2025: o crescimento do PIB atingiu 0,4% em cadeia (quase metade do que o consenso dos analistas esperava), após 1,1% no 3T 2025, colocando o crescimento para 2025 como um todo em 2,2% (2,8% em 2024). O resultado do 4T deve-se quase inteiramente à queda das despesas públicas (-1,3% em cadeia vs. 0,1% em média anual), consequência do *shutdown*. De facto, as restantes componentes da procura interna teve um final de ano muito dinâmico: o investimento e o consumo privado cresceram 0,6% em cadeia. Entretanto, a procura externa deu um contributo praticamente nulo no 4T. Contudo, o abrandamento do 4T seria temporário e é possível que no 1T de 2026 se verifique um certo efeito de «ricochete», quando a atividade na administração pública voltou ao normal. Neste sentido, os PMIs de fevereiro apontam para uma economia que continua a mostrar um bom desempenho (51,9, após a média de 53,8 no 4T, sendo 50 o limiar que aponta para um crescimento positivo).

EUA: tarifa média por parceiro comercial (%)

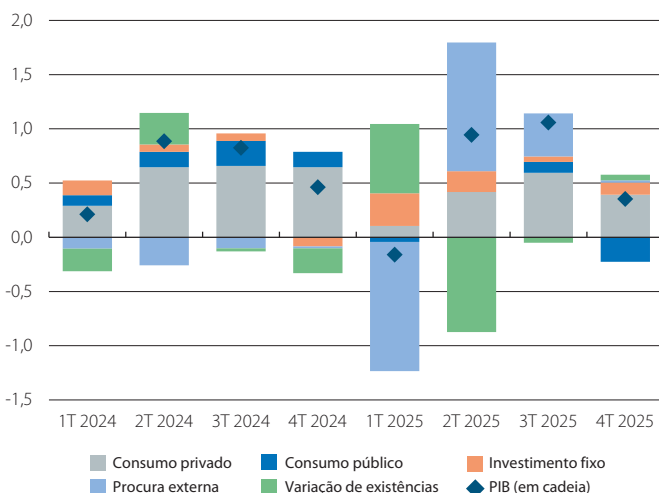


Notas: Tarifas observadas até dezembro de 2024 e baseadas nas políticas anunciadas para o resto do ano. SCOTUS: Supreme Court of the US. S122 = section 122 of the Trade Act. Os 10% correspondem às tarifas em vigor desde 24 de fevereiro, 15% é outra possibilidade anunciada.

Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg, UN COMTRADE e Casa Branca.

EUA: PIB

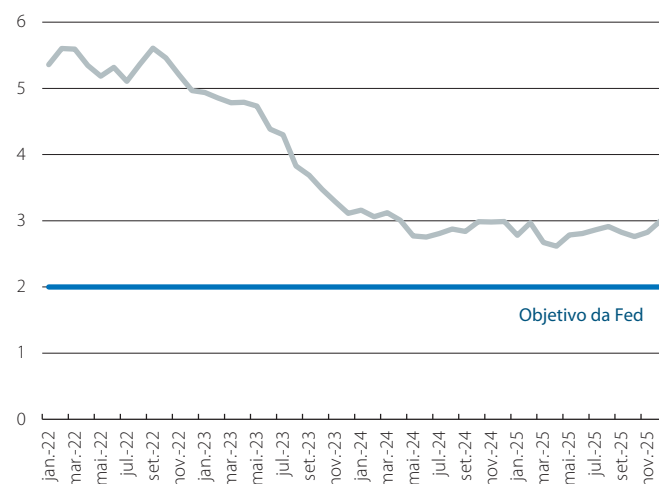
Variação em cadeia (%) e contribuições (p. p.)



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

EUA: índice de preços PCE

Variação homóloga (%)



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

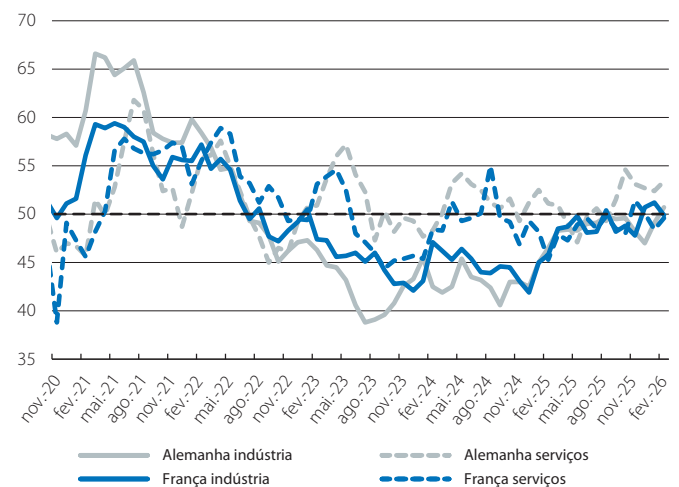
No entanto, em fevereiro, e apesar deste dinamismo do mercado de trabalho, a confiança das famílias do *Conference Board* quase não recuperou da queda substancial do mês anterior (+2,2 pontos para 91,2, sendo 100 o limiar), e a da Universidade de Michigan ainda não recuperou os níveis anteriores ao *Liberation Day*. Esta falta de ânimo das famílias deve-se principalmente à volatilidade dos mercados financeiros entre as famílias com rendimentos mais elevados e entre as famílias com rendimentos mais baixos e à perda de poder de compra que enfrentam. Efetivamente, a inflação está claramente relutante em cair abaixo do objetivo da Fed: de acordo com o índice de preços PCE, a inflação subjacente recuperou em dezembro em +0,2 p. p. para 3,0%, enquanto os dados do IPC de janeiro mostraram que a inflação global caiu 0,3 p. p. para 2,4%, mas a inflação subjacente apenas diminuiu 0,1 p. p. para 2,5%.

A evolução na Zona Euro dependerá em grande medida da Alemanha. O índice PMI para o clima empresarial na Zona Euro subiu 0,6 pontos em fevereiro, para 51,9, com a atividade nos serviços a continuar a crescer, mas a taxas modestas, e o setor da indústria a consolidar a viragem para melhor iniciada há meses. Este resultado baseia-se na reativação verificada na Alemanha (+1,1 pontos para 53,2) graças ao impulso que o setor dos serviços continua a ganhar e a um setor da indústria transformadora que confirma uma certa mudança para tendência positiva, mas ainda com avanços modestos. Outros indicadores de sentimento e de sentimento empresarial estão a contribuir para este maior otimismo em relação à economia alemã, mas com cautela: em fevereiro, o ZEW mostra que a percentagem de inquiridos que aposta numa melhoria se mantém em cerca de 60% e o Ifo aumentou, mas ainda muito abaixo do limiar de 100 que aponta para um crescimento próximo da sua média (+1 ponto, para 88,6). Todavia, começam a acumular-se sinais de retoma da economia alemã, especialmente no setor industrial: as encomendas à indústria cresceram quase 13% em dezembro, em termos homólogos, o que faz prever uma retoma da produção nos próximos meses. França, por seu lado, parece confirmar-se como o elo mais fraco da cadeia: o PMI continua abaixo do limiar de 50 em fevereiro, devido à fraqueza tanto na indústria transformadora como nos serviços, a confiança dos consumidores continua fraca e não aponta para um relançamento do consumo a curto prazo. Em termos globais, a economia da Zona Euro continuará a crescer, embora ainda abaixo da sua média de longo prazo, num contexto de pressões inflacionistas ainda moderadas: em fevereiro, a inflação aumentou 0,2 p. p., para 1,9% na inflação global e 2,4% na inflação subjacente.

Um encerramento bastante apático de 2025 noutras partes do mundo. No Reino Unido, o PIB cresceu 0,1% em termos trimestrais no 4T 2025, confirmando uma tendência de «mais e menos» ao longo do ano que levou o crescimento em 2025 para 1,3% (0,3% em 2024). A debilidade dos principais inquéritos às empresas e aos consumidores não aponta para uma aceleração significativa da atividade a curto prazo. No Japão, o crescimento no 4T 2025 mal atingiu 0,1% em cadeia, após -0,7% anteriormente, levando a média de 2025 para 1,1% (-0,2% em 2024). As esperanças de uma retoma da atividade assentam no estímulo fiscal anunciado pelo Governo, embora a recuperação das taxas de juro dos títulos do Tesouro possa limitar a eficácia da política orçamental e monetária no estímulo ao crescimento económico.

Zona Euro: PMI por componentes

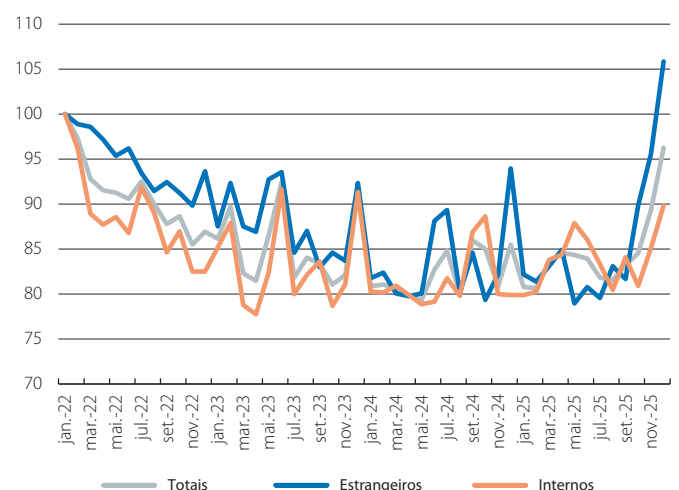
Índice (>50 expansão; <50 contração)



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

Alemanha: encomendas industriais

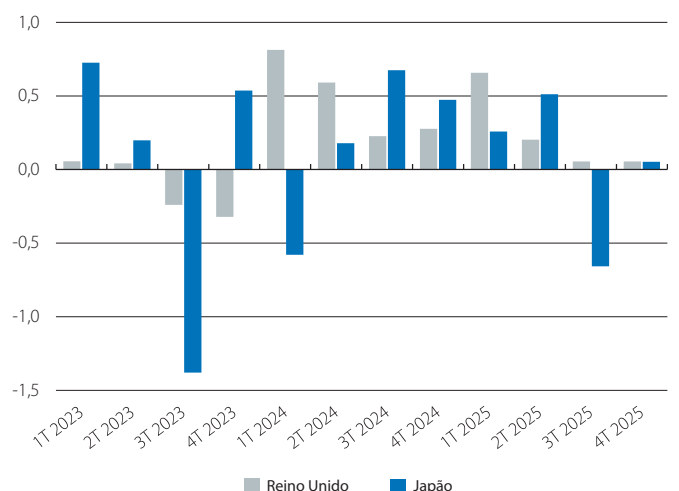
Índice (100 = janeiro de 2022)



Fonte: BPI Research, a partir de dados da Destatis.

Reino Unido e Japão: PIB

Variação em cadeia (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados do ONS e do Gabinete do Governo do Japão.

O que esperar da economia internacional em 2026

A economia global mostrou uma resiliência notável durante 2025, proporcionando um bom ponto de partida para 2026. No futuro, o crescimento será apoiado por uma política monetária mais neutra e por uma política orçamental que também se mantém bastante neutra, embora limitada por grandes défices e por uma dívida elevada nas principais economias. Igualmente importante é o dinamismo que continuamos a prever para o investimento em tecnologia, especialmente em inteligência artificial (IA). De acordo com estes pressupostos, os EUA continuarão a crescer a um bom ritmo, com a Zona Euro a consolidar a dinâmica alcançada até ao final de 2025. A China continuará a arrefecer (4,5% em 2026 e 4,0% em 2027), sofrendo com o ajustamento contínuo do setor residencial e o impacto das tarifas, sendo os investimentos em IA o seu grande motor de crescimento. No resto da Ásia, as economias de tecnologia intensiva continuarão a beneficiar do ciclo de investimento global, com a Índia a ultrapassar a China nos próximos anos. Assim, a economia mundial pode continuar a crescer a uma taxa de 3% e com uma inflação globalmente estável.

Contudo, estas projeções baseiam-se no ambiente esperado antes da eclosão da guerra no Médio Oriente. Por outras palavras, depende dos preços do gás e do petróleo bruto que determinam os fundamentos da oferta e da procura e que, nos últimos trimestres, se caracterizaram por um excesso de oferta de petróleo e estabilidade no gás. Como referido no final do artigo, os acontecimentos recentes põem em evidência os riscos desta hipótese, cuja validade dependerá da duração e do alcance do conflito.

A Zona Euro continuará a crescer de forma lenta, mas evidenciando firmeza

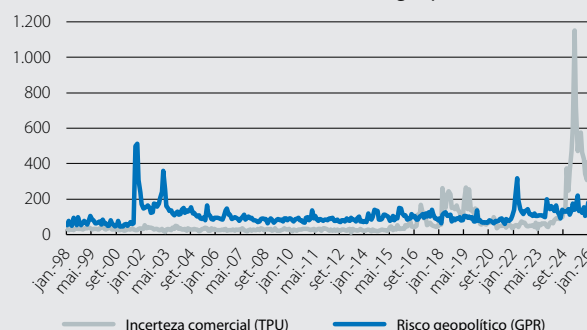
A Zona Euro continuará a crescer lentamente, mantendo taxas de crescimento modestas (ligeiramente acima de 0,3% em cadeia, em média), atingindo 1,3% em 2026, após 1,5% em 2025. Este aparente abrandamento reflete a normalização do crescimento na Irlanda para taxas de cerca de 3,0% (13,3% em 2025). Na ausência da Irlanda, a Zona Euro registaria um crescimento de 1,2% em 2026, após 1,0% em 2025. A inflação na Zona Euro manter-se-á suficientemente próxima do objetivo de 2% durante o horizonte de projeções.

Esta perspetiva é sustentada pela recuperação da Alemanha após cinco anos de quase estagnação. A aplicação da «bazuca fiscal»¹ aprovada no ano passado será funda-

1. Em março de 2025, foi aprovada a alteração da regra constitucional do travão da dívida para financiar um plano de infraestruturas (SVIK, em alemão), dotado de 500 mil milhões de euros para os próximos 12 anos, e para aumentar as despesas com a defesa de 2,0% do PIB em 2024 para 3,5% em 2029, de acordo com os critérios da NATO. Os investimentos financiados pelo fundo SVIK não contam para o travão da dívida.

Medidas de incerteza e risco geopolítico

Índice (frequência na imprensa de termos relacionados com a incerteza económica e comercial e o risco geopolítico)



Fonte: BPI Research, com base nos dados de Caldara, D., Iacoviello, M., Molli, P., Prestipino, A. e Roffo, A. (2020), «The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty», *Journal of Monetary Economics*, 109, pp. 38-59 (<https://www.matteiacoviello.com/tpu.htm#overview>), e dados de R. Baker, Bloom, N.S. e J. Davis, S. (2016), «Measuring Economic Policy Uncertainty» (https://www.policyuncertainty.com/global_monthly.html).

mental para o crescimento alemão. O orçamento de 2026 prevê um aumento das despesas públicas de 3,5%, um crescimento do investimento de cerca de 10% graças à mobilização do Fundo de Infraestruturas (1,3% do PIB até 2029, contra 0,9% em 2025) e despesas de defesa de 2,8% do PIB (2,0% em 2025).² Todavia, os orçamentos previam um défice orçamental de 3,25% em 2025 e de 4,75% em 2026, mas os atrasos na sua aprovação e execução explicam o facto de o défice orçamental em 2025 ter sido de 2,5%, após -2,7% em 2024: isto pressupõe que não houve qualquer estímulo fiscal em 2025. Este facto reforça as dúvidas sobre se o impulso orçamental será aproveitado.³ Globalmente, o ganho de crescimento em comparação com um cenário sem este estímulo fiscal situar-se-ia entre 0,4 p. p.⁴ e 0,8 p. p. nos próximos anos, apoiando a previsão de um crescimento alemão de 1,0% em 2026 e 1,4% em 2027.

2. A definição de «despesas de defesa» da NATO é mais ampla, pois considera todas as despesas efetuadas para cobrir todas as necessidades das forças armadas, independentemente do ministério em que são geradas (pensões, despesas de I&D, transportes, custo das missões no estrangeiro, etc.). As despesas de defesa apresentadas nos orçamentos são inferiores, uma vez que utilizam critérios internos e excluem, por exemplo, as despesas de outros ministérios ou as pensões militares.

3. Algumas críticas ao plano são: que não é utilizado para financiar novos projetos de investimento, mas sim alguns já existentes, que parte dele é utilizado para financiar despesas correntes e que os investimentos foram retirados do orçamento regular para serem financiados pelo SVIK. Ver «German Council of Economic Experts», *Annual Report 2025/26*, capítulo 2.

4. Tendo em conta o comportamento das finanças públicas em 2025, e assumindo que se mantém a magnitude do aumento do défice orçamental estrutural nos orçamentos de 2026, o estímulo fiscal em 2025 e 2026 seria de cerca de 1,0 p. p., quase metade do que seria se a previsão para 2025 se tivesse cumprido. Assumindo multiplicadores entre 0,4 e 0,8, o aumento do crescimento situar-se-ia entre 0,4 p. p. e 0,8 p. p.

Em França, o crescimento manter-se-ia em cerca de 1% em 2026 e 2027. O orçamento para 2026, aprovado no início deste ano após árduas negociações, prevê um défice orçamental de 5,0% do PIB (5,4% em 2025), inclui aumentos de impostos sobre as grandes empresas e adia a entrada em vigor da reforma das pensões para 2027. A situação orçamental em França continua a ser bastante frágil, o que exercerá pressão sobre os custos de financiamento, condicionando as decisões de investimento e de consumo das famílias e das empresas.

Em Itália, o crescimento será limitado pela lentidão do consumo privado e pela falta de dinamismo da procura externa. O investimento será o principal motor graças aos fundos NGEU ainda disponíveis antes do término do programa em agosto. As condições financeiras manter-se-ão favoráveis, apoiadas por uma política orçamental neutra (o défice será reduzido em 0,2 p. p. para 2,8% do PIB). É provável que a Itália abandone o procedimento relativo aos défices excessivos no primeiro semestre do ano e que acione a cláusula de salvaguarda que permite aumentar as despesas com a defesa até um máximo de 1,5% do PIB por ano durante quatro anos. Consequentemente, o crescimento em 2026 seria de 0,8% e poderia ultrapassar 1,0% em 2027.

Os EUA enfrentam mais um ano com perspectivas positivas.

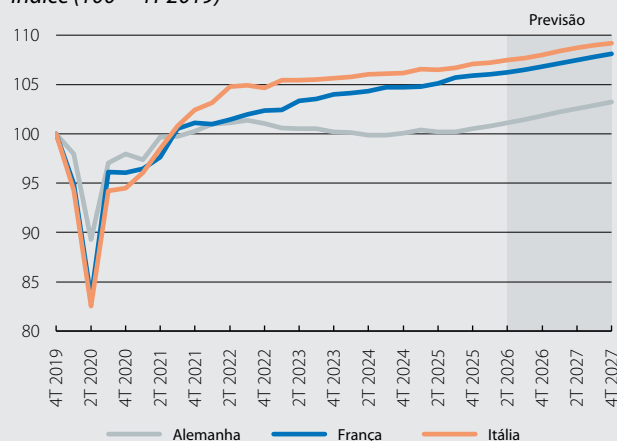
A economia dos EUA deverá acelerar o seu ritmo de crescimento em 2026, começando o ano em alta, à medida que compensa alguma da perda de atividade sofrida no 4T 2025 devido ao *shutdown*. O investimento continuará a impulsionar o crescimento através do desenvolvimento e da implantação da IA. O dinamismo das despesas das famílias com rendimentos mais elevados mais do que compensará a contenção que estas revelarão entre os rendimentos mais baixos, consolidando a narrativa de uma evolução do consumo privado em forma de K. No conjunto, o crescimento em 2026 atingirá 2,6% (2,2% em 2025). Simultaneamente, a inflação continuará a resistir a cair abaixo do objetivo de 2%, apoiada pelas tarifas e pelo dinamismo económico. Deste modo, a inflação global e subjacente estará ainda mais próxima de 3% do que de 2%, em média, em 2026, após 2,6% em 2025.

Riscos

Os riscos para os cenários globais centrais aumentaram significativamente na sequência do ataque conjunto EUA -Israel contra o Irão, que levou a um aumento acen-

Evolução do PIB

Índice (100 = 4T 2019)



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

tuado dos preços do crude e do gás e a uma grande turbulência nos mercados financeiros. O impacto final deste conflito dependerá da sua duração e do seu alcance geográfico. Se o aumento dos preços da energia que os futuros preveem se concretizar (um prémio de risco a curto prazo, mas distensão nos próximos trimestres), as previsões de crescimento para a Zona Euro seriam reduzidas em algumas décimas de ponto percentual, mas não haveria qualquer mudança na narrativa que alterasse as tendências a médio prazo. A inflação poderia aumentar temporariamente, mas sem se afastar de forma preocupante do objetivo, o que não afetaria a estratégia de um BCE que se sente confortável com a *depo* em 2,00%. Nos Estados Unidos, o aumento dos preços da energia tem um impacto assimétrico: aumentam a inflação, mas também melhoram a balança comercial e o crescimento (os EUA são um exportador líquido de petróleo e gás). Esta combinação favoreceria um enviesamento um pouco mais restritivo para a Fed, reforçando a ideia de que não tem pressa em reduzir novamente as taxas.

O conflito no Irão vem juntar-se aos conflitos existentes: a Ucrânia, o espaço orçamental limitado nas economias industrializadas e o risco de correções acentuadas nos mercados financeiros devido às elevadas expectativas e avaliações associadas às empresas de IA. Além disso, o aumento da incerteza comercial na sequência da anulação de muitas das tarifas impostas por Trump pelo Supremo Tribunal (ver «10 perguntas sobre a decisão do Supremo Tribunal relativamente às tarifas dos EUA» nesta publicação) deve ser considerado um risco importante para as perspetivas.

10 perguntas sobre a decisão do Supremo Tribunal relativamente às tarifas dos EUA

1. Qual foi a decisão?

Por maioria de 6 para 3, o Supremo Tribunal decidiu que o recurso à Lei de Emergência Económica (IEEPA) não é a via legal adequada para o estabelecimento de tarifas gerais e que, tratando-se de uma medida de natureza fiscal, essa competência cabe ao Congresso.

2. Que tarifas são afetadas?

A decisão anula tanto as tarifas impostas ao Canadá, ao México e à China, ligadas ao tráfico de droga, como as anunciadas no *Liberation Day* e as suas alterações posteriores (também as utilizadas para fins geopolíticos com base no IEEPA, como a recente tarifa de 25% sobre os países que mantêm relações económicas com o Irão ou os precedentes ligados ao Brasil, à Rússia e à Venezuela).

3. Quais não são?

A decisão não afeta as tarifas setoriais aprovadas por razões de segurança nacional ao abrigo da Secção 232 da Lei sobre a Expansão do Comércio (S.232), tais como as que incidem sobre automóveis e componentes, alumínio, aço, cobre, certos produtos de mobiliário e veículos comerciais.

4. Qual foi a resposta do Governo?

No mesmo dia da decisão, uma proclamação presidencial ativou a Secção 122 da Lei do Comércio (S.122), que permite a aplicação de tarifas gerais transitórias até 15% durante 150 dias para a resolução de problemas fundamentais de pagamentos internacionais. Na terça-feira, 24 de fevereiro, entrou em vigor uma tarifa geral de 10%.

5. Que países e produtos são afetados pelas novas medidas?

As tarifas ao abrigo do S.122 são aplicadas numa base não discriminatória, ou seja, uniformemente a todos os países. A proclamação indica que as tarifas não se aplicam aos setores existentes, nem às importações do Canadá e do México que respeitem os termos do seu acordo comercial com os EUA (T-MEC, antigo NAFTA). Define igualmente uma lista de isenções que inclui, entre outros, certos minerais críticos, produtos agrícolas, produtos farmacêuticos e produtos eletrónicos.

6. Que outras medidas pode o Governo tomar?

Após a aprovação das novas tarifas globais de 10%, Trump ameaçou aumentá-las para o máximo de 15% permitido pela lei S.122. A proclamação presidencial incluiu ainda um mandato para iniciar investigações a países por práticas desleais ao abrigo da Secção 301 da Lei do Comércio (S.301), estando também prevista a extensão das tarifas setoriais ao

abrigo da S.232, com potencial incidência nos produtos farmacêuticos e eletrónicos. Ao contrário das tarifas aprovadas ao abrigo da IEEPA e agora acionadas, estas alternativas exigem maiores encargos processuais e têm precedentes, como a utilização da S.301 para a China durante a primeira Administração Trump e a sua manutenção sob Biden.

7. Quais são as principais incógnitas após a decisão?

As principais questões centram-se em: (i) a batalha jurídica em torno das receitas cobradas pela IEEPA, que estimamos serem da ordem dos 125-150 mil milhões de dólares (equivalente a 0,4%-0,5% do PIB dos EUA), e potenciais novos pedidos de recurso à S.122; (ii) a validade dos acordos bilaterais alcançados desde o verão e as vantagens tarifárias acordadas (UE, Japão, Reino Unido, entre outros); (iii) a estabilidade das tréguas comerciais e tecnológicas com a China, alcançadas em novembro último (Trump visita Pequim no final de março); e (iv) o efeito, na reconfiguração do comércio em 2025, das exportações chinesas para o Vietname (têxteis, calçado, produtos domésticos) ou Taiwan (máquinas e equipamentos).

8. Como ficou o cenário das tarifas após a reação à decisão?

Em termos globais, a decisão do Supremo Tribunal teria inicialmente reduzido as tarifas médias sobre as importações dos EUA em cerca de 7 pontos percentuais, tendo em conta as políticas anunciadas. Em seguida, após a ativação da S.122, teria regressado a níveis próximos de 11% (contra 14% anteriormente estimados).

9. Que países reduzem ou aumentam as suas tarifas em termos relativos?

De imediato, os maiores beneficiários são a China, a Índia e o Brasil, que reduzirão significativamente as suas tarifas, enquanto entre os perdedores estarão a UE e o Reino Unido, que tinham garantido reduções específicas através de acordos bilaterais que foram agora postos em causa. Assim, por exemplo, um automóvel europeu poderia agora pagar tarifas de 27,5% (os 25% estabelecidos ao abrigo do S.232 mais a taxa NMF inicial de 2,5%) em vez do limite máximo de 15% então acordado.

10. A decisão do Supremo Tribunal altera a estratégia tarifária de Trump?

Não, há uma mudança de instrumentos, com uma base jurídica mais forte. As tarifas continuarão a ser um ponto central da política comercial, fiscal e externa dos EUA. De facto, durante o seu discurso sobre o Estado da União, Trump reafirmou a sua visão de que as receitas tarifárias substituiriam, a longo prazo, o imposto federal sobre o rendimento.

O Japão, no início de um novo ciclo: tensões orçamentais e normalização monetária no «país do sol nascente»

As taxas de juro dos títulos do Tesouro japoneses recuperaram desde 2022, especialmente no último ano, e subiram acima da marca dos 2% pela primeira vez em quase três décadas. Estas medidas deram origem a um amplo debate sobre a sustentabilidade orçamental do país e a orientação da política monetária. Neste artigo, analisamos os fatores subjacentes à recente retoma e as suas consequências para a economia japonesa.

Evolução das taxas de juro no Japão: $i = r + \pi^e$

A recuperação das taxas de juro foi acompanhada por uma normalização gradual da política monetária do Banco do Japão (BoJ) e do seu controlo sobre a curva das taxas de juro.¹ Esta evolução pode ser desagregada em movimentos nas taxas reais e nas expetativas de inflação. A subida recente das taxas nominais no Japão é sobretudo uma resposta a um aumento sustentado das expetativas de inflação a longo prazo (ver o primeiro gráfico). Desde 2022, passaram de níveis próximos de 0% para um intervalo de 1,5%-2% recentemente, em paralelo com uma inflação observada mais persistente (perto de 3%, um nível não registado desde o início da década de 1990). Este movimento reflete a dinâmica subjacente para além do choque das matérias-primas, na sequência da eclosão do conflito Rússia-Ucrânia, como os efeitos da segunda ronda, os aumentos salariais após anos de estagnação,² bem como fatores idiossincráticos (como o aumento dos preços dos alimentos e, em particular, do arroz) e a depreciação do iene.

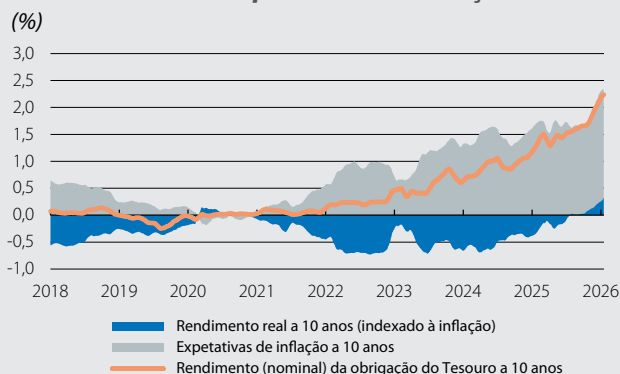
As taxas reais também aumentaram, passando de cerca de -0,5% para um intervalo de 0%-0,5% nos prazos mais longos. A teoria económica explica este movimento das taxas reais por diversos fatores estruturais: maior crescimento potencial, alterações demográficas que reduzam estruturalmente a poupança e perspetivas de um aumento sustentado do investimento. Contudo, dada a abrupta movimentação da taxa real, concentrada principalmente no último ano, e a ausência de alterações significativas na demografia ou no potencial de crescimento,³ o movimento parece dever-se a outros fatores, incluindo uma melho-

1. No âmbito do *quantitative easing* que vinha implementando desde o início dos anos 2000, o BoJ adotou em 2016 uma política de controlo da curva soberana, fixando um objetivo (próximo de 0%) para as *yields* da obrigação japonesa a 10 anos. Esta política foi gradualmente flexibilizada até ser abandonada em 2024.

2. Após anos de aumentos salariais entre 0% e 2%, começou a registar-se uma aceleração em 2023, no âmbito do processo *shuntō* de negociação salarial da primavera entre as grandes empresas e os sindicatos. Em 2024 e 2025, os aumentos foram superiores a 5%, os mais elevados desde o início da década de 1990. As empresas e os sindicatos prevêem um crescimento salarial igual ou superior no *shuntō* de 2026.

3. O PIB do Japão cresceu 1,1% em 2025 e o FMI prevê um crescimento de 0,5% a médio prazo, enquanto o crescimento médio no período 2000-2019 foi de 0,8%.

Japão: evolução das taxas de juro reais e nominais e das expetativas de inflação



Nota: As expetativas de inflação são medidas através da evolução das taxas dos swaps de inflação, enquanto o rendimento real é medido pelo rendimento da obrigação indexada à inflação.

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

ria nas expetativas de investimento (após um longo período de desalavancagem das empresas e com um mercado imobiliário mais dinâmico) ou alterações na política orçamental.⁴

Política orçamental no Japão: da Abenomics à Takaichinomics?

Para compreender a recente subida das taxas dos títulos do Tesouro, um dos fatores-chave reside precisamente na situação orçamental do país. O Japão tem um dos rácios de dívida mais elevados do mundo, com uma dívida bruta de 230% do PIB e uma dívida líquida (subtraindo os ativos financeiros detidos pelo Estado à dívida bruta) de 130% do PIB. Embora o défice público seja relativamente baixo, as últimas projeções apontam para uma deterioração moderada a médio prazo, refletindo as pressões sobre as despesas com pensões, saúde e defesa.⁵

4. As expetativas de um impulso orçamental podem traduzir-se em taxas de juro mais elevadas, tanto através de um aumento do prémio de prazo como das expetativas de inflação.

5. As projeções do FMI apontam para uma trajetória do défice de 1,3% em 2025 (3,0% em 2019) para cerca de 4,5% em 2030, enquanto o défice primário estrutural, que retira do saldo orçamental os pagamentos de juros e a variação das componentes mais voláteis associadas ao ciclo económico, situar-se-ia em 2,5% em 2030, acima do 1% atual (vs. 2,6% em 2019). Apesar da demografia desfavorável, as projeções mais recentes da OCDE situam a despesa com pensões em cerca de 10% do PIB em 2060, face aos cerca de 9% atuais, um diferencial que representa uma pressão orçamental adicional em linha com a média da OCDE (cerca de +1 pp até 2060), mas inferior à de países como a Coreia do Sul (cerca de +6 pp) ou Espanha (cerca de +3 pp). Este aumento das despesas com a defesa está ancorado no debate sobre a revisão do artigo 9º sobre a não-beligerância, consagrado na Constituição japonesa desde 1947, e num contexto geopolítico de tensões crescentes com a China e na região do Pacífico, com a Rússia e a Coreia do Norte como vizinhos próximos.

Nos últimos meses, estes fatores foram agravados pela subida ao poder da Primeira-Ministra Sanae Takaichi⁶ e por uma viragem expansionista, ancorada numa retórica de política orçamental «pró-ativa e responsável», incluindo aumentos do investimento público e reduções de impostos, nomeadamente a eliminação temporária do imposto alimentar de 8%, uma promessa eleitoral fundamental, cujo impacto se estima em cerca de 0,8% do PIB por ano.

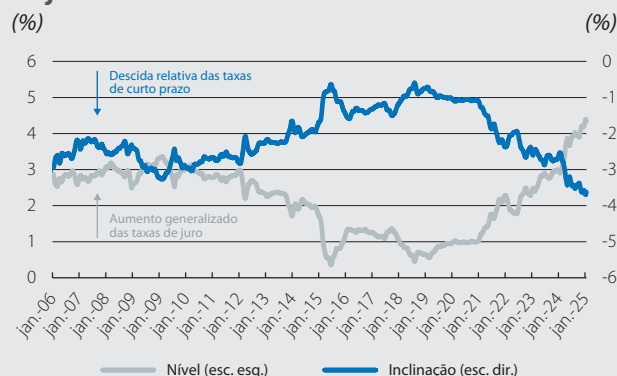
Adicionalmente, para além da atual situação orçamental do país, as recentes preocupações podem estar associadas a um aumento dos riscos percebidos para as suas perspetivas a longo prazo, no caso de aumentos das despesas ou reduções de impostos que não sejam compensados por outras medidas suscetíveis de equilibrar as contas públicas. No seu relatório preliminar sobre a economia japonesa, o FMI recomendou a manutenção de uma orientação orçamental neutra, num contexto em que a economia está a funcionar acima do seu potencial, evitando o aumento das pressões cíclicas e preservando os amortecedores contra choques futuros.⁷

Política monetária no Japão: o Banco do Japão enfrenta novos desafios

Neste contexto, o BoJ está a enfrentar uma mudança estrutural no ambiente macroeconómico. Depois de muitos anos de deflação, o país conseguiu manter-se acima do objetivo de inflação de 2% desde 2022, e as expetativas a longo prazo estão ancoradas nesse nível. Desta forma, o BoJ começou a reajustar a sua política monetária, com o abandono do YCC em 2024, subidas graduais das taxas de juro e uma estratégia de *quantitative tightening*, que reduz o ritmo de compra de ativos, sobretudo de dívida pública (aproximadamente metade da dívida do Japão está na posse do BoJ).

Nas suas comunicações mais recentes, o BoJ reforçou a sua intenção de manter uma trajetória gradual de subida das taxas. Contudo, a dificuldade de conciliar uma política monetária restritiva com políticas orçamentais expansionistas, num contexto de elevado endividamento, poderá tornar-se mais evidente no futuro.

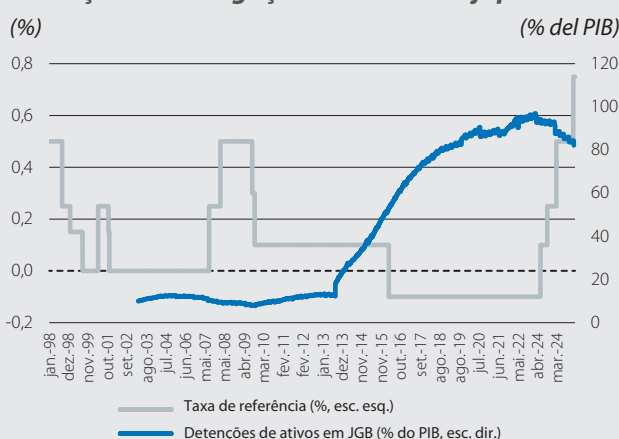
Japão: decomposição da curva de taxas de juro dos títulos do Tesouro



Nota: Mostra a evolução de dois fatores extraídos de uma decomposição da curva dos yields dos títulos do Tesouro japoneses, nomeadamente o nível e a inclinação da curva. O nível está correlacionado com as taxas de juro de longo prazo, ao passo que a inclinação mede a diferença relativa entre as taxas de curto e de longo prazo. A forte anticorrelação observada entre ambos os fatores mostra que os movimentos da curva foram sobretudo dominados pelas taxas de juro de longo prazo.

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

Banco do Japão: taxa de juro de referência e detenções de obrigações do Tesouro japonesas



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Refinitiv.

6. Em fevereiro deste ano, o Partido Liberal Democrático obteve uma «supermaioria» na Câmara Baixa do Parlamento do Japão (316 deputados, de um total de 465, mais 36 do seu parceiro de coligação, o Partido da Inovação).

7. O Fundo cita a redução dos impostos sobre o consumo de alimentos como uma medida ineficaz, que aumentaria os riscos orçamentais. Ver «Japan: Staff Concluding Statement of the 2026 Article IV Mission» (de 17 de fevereiro de 2026).

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

ESTADOS UNIDOS

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	12/25	01/26	02/26
Atividade									
PIB real	2,8	2,2	2,0	2,1	2,3	2,2	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	3,4	4,5	4,8	4,9	4,6	3,8	3,5	...	...
Confiança do consumidor (valor)	104,5	96,1	99,8	93,1	97,4	94,2	94,2	89,0	91,2
Produção industrial	–0,7	1,2	0,7	0,5	1,7	1,7	1,3	2,3	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	48,2	48,9	49,9	48,8	48,7	48,2	47,9	52,6	52,4
Habitacões iniciadas (milhares)	1.371	1.359	1.401	1.354	1.346	1.333	1.404	...	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	330	339	340	338	337	341	343	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	4,0	4,3	4,1	4,2	4,3	4,5	4,4	4,3	...
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,1	59,8	60,0	59,8	59,6	59,7	59,7	59,8	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–2,8	–3,4	–3,5	–3,6	–3,4	–3,0	–2,9	...	...
Preços									
Taxa de inflação global	2,9	2,6	2,7	2,4	2,9	2,7	2,7	2,4	...
Taxa de inflação subjacente	3,4	2,9	3,1	2,8	3,1	2,6	2,6	2,5	...

JAPÃO

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	12/25	01/26	02/26
Atividade									
PIB real	–0,2	1,1	1,6	2,0	0,6	0,1	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	37,2	34,7	34,7	32,8	34,6	36,8	37,2	37,9	40,0
Produção industrial	–3,0	1,2	2,5	0,8	0,6	1,0	0,8	4,1	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	12,8	13,5	12,0	13,0	14,0	15,0	–	–	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,6	2,6	2,7	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–1,0	–0,6	–0,9	–0,7	–0,5	–0,4	–0,4	–0,2	...
Preços									
Taxa de inflação global	2,7	3,2	3,8	3,4	2,9	2,7	2,1	1,5	...
Taxa de inflação subjacente	2,4	3,0	2,7	3,2	3,2	3,0	2,9	2,7	...

CHINA

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	12/25	01/26	02/26
Atividade									
PIB real	5,0	5,0	5,4	5,2	4,8	4,5	–	–	–
Vendas a retalho	3,3	3,8	3,6	4,4	2,4	0,7	0,9	...	...
Produção industrial	5,6	5,9	6,8	6,2	5,8	5,0	5,2	...	...
PMI indústrias (oficial)	49,8	49,6	49,9	49,4	49,5	49,4	50,1	49,3	49,0
Setor externo									
Balança comercial ^{1,2}	997	1.194	1.086	1.146	1.176	1.194	1.194	...	...
Exportações	4,6	5,5	5,7	6,0	6,5	3,8	6,6	...	...
Importações	1,0	0,0	–6,9	–0,8	4,4	2,9	5,7	...	...
Preços									
Taxa de inflação global	0,2	0,1	–0,1	0,0	–0,2	0,6	0,8	0,2	...
Taxa de juro de referência ³	3,1	3,0	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Renminbi por dólar	7,2	7,2	7,3	7,2	7,2	7,1	7,0	7,0	6,9

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

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

ZONA EURO

Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	12/25	01/26	02/26
Vendas a retalho (variação homóloga)	1,2	2,3	2,4	3,0	1,9	2,0	1,3	...	...
Produção industrial (variação homóloga)	-3,0	1,5	1,5	1,3	1,5	1,8	1,2	...	...
Confiança do consumidor	-12,6	-13,4	-12,7	-14,3	-13,6	-12,9	-13,2	-12,4	-12,2
Sentimento económico	95,9	95,9	95,9	94,7	95,9	97,2	97,0	99,3	98,3
PMI indústrias	45,9	49,1	47,6	49,3	50,1	49,5	48,8	49,8	50,8
PMI serviços	51,5	51,3	51,0	50,1	50,9	53,0	52,4	51,6	51,9
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (variação homóloga)	0,9	0,7	0,8	0,7	0,6	0,7	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,4	6,4	6,3	6,4	6,4	6,3	6,3	6,2	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,4	3,8	3,6	3,7	3,8	3,9	4,0	4,0	...
França (% pop. ativa)	7,4	7,7	7,5	7,6	7,7	7,9	7,8	7,7	...
Itália (% pop. ativa)	6,6	6,1	6,3	6,3	6,0	5,6	5,5	5,1	...
PIB real (variação homóloga)	0,8	1,5	1,6	1,5	1,4	1,3	-	-	-
Alemanha (variação homóloga)	-0,5	0,4	0,3	0,4	0,3	0,4	-	-	-
França (variação homóloga)	1,1	0,9	0,7	0,8	1,0	1,2	-	-	-
Itália (variação homóloga)	0,6	0,7	0,7	0,5	0,7	0,8	-	-	-

Preços

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	12/25	01/26	02/26
Inflação global	2,4	2,1	2,3	2,0	2,1	2,1	2,0	1,7	1,9
Inflação subjacente	2,8	2,4	2,6	2,4	2,3	2,4	2,3	2,2	2,4

Setor externo

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	12/25	01/26	02/26
Balança corrente	3,4	8,6	3,0	3,6	4,7	8,6	8,6	...	...
Alemanha	5,8	18,0	5,4	6,7	9,3	18,0	18,0	...	...
França	0,1	-1,8	0,0	-0,3	-0,9	-1,8	-1,8	...	...
Itália	1,1	4,9	0,9	1,3	2,4	4,9	4,9	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	94,6	96,5	93,2	96,6	98,3	98,0	98,2	97,8	97,7

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	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	12/25	01/26	02/26
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	0,8	2,7	2,2	2,6	2,9	3,0	3,0	2,8	...
Crédito às famílias ^{2,3}	0,5	2,2	1,5	2,1	2,5	2,9	3,0	3,0	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	4,9	3,4	3,9	3,4	3,2	3,3	3,4	3,3	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	4,6	3,7	4,0	3,7	3,6	3,5	3,6	3,5	...
Depósitos									
Depósitos à ordem	-3,9	5,0	3,7	5,3	5,5	5,4	5,2	5,8	...
Outros depósitos a curto prazo	12,3	-0,1	2,3	-0,1	-1,5	-1,0	-0,4	-0,6	...
Instrumentos negociáveis	20,0	7,7	14,6	11,0	4,4	1,0	-0,6	1,6	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	3,0	1,9	2,2	1,9	1,7	1,8	1,8	1,8	...

Notas: 1. Ponderado pelo fluxo de comércio internacional. Valores mais elevados representam uma valorização da moeda. 2. Dados ajustados de vendas e titularizações. 3. Incluem as ISFLSF. 4. Créditos de mais de um milhão de euros com taxa variável e até um ano de fixação da taxa oficial. 5. Empréstimos com taxa variável e até um ano de fixação da taxa oficial.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat, do Banco Central Europeu, da Comissão Europeia, de organismos nacionais de estatística e da Markit.

Início de ano atribulado para a economia portuguesa

Em 2025 a economia cresceu 1,9%, impulsionada pela procura interna, que contribuiu com 3,7 p. p., sobretudo por via do consumo privado. Em sentido contrário, o contributo da procura externa foi negativo (de -1,8 p. p.), resultado da uma desaceleração acentuada das exportações (0,4% vs. 3,2% em 2024), enquanto as importações cresceram 4,2%, menos 5 décimas do que em 2024. O crescimento em cadeia no 4T foi revisto em alta, colocando o crescimento automático de 2026, isto é, no caso de crescimento zero em todos os trimestres deste ano, em 1,2%, levando o BPI Research a rever em alta o crescimento esperado para este ano para 2,1% (para mais informação, ver o focus «Novo cenário macroeconómico» nesta publicação).

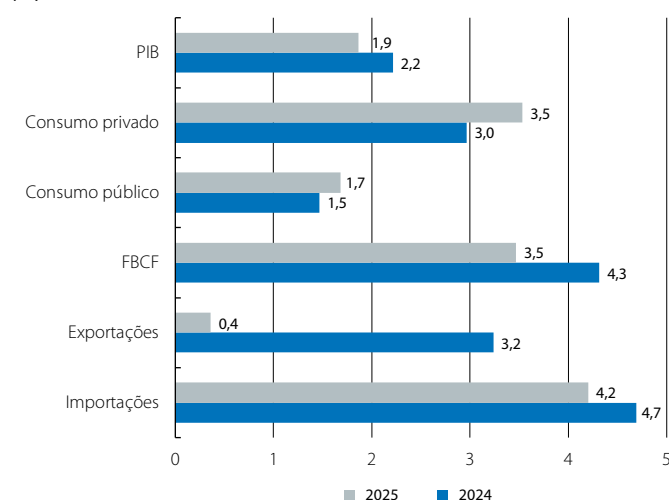
A previsão para 2026 já incorpora os impactos que as recentes intempéries poderão ter no crescimento económico.

Embora os impactos esperados destes eventos adversos sejam muito incertos, afetando muito provavelmente o crescimento no 1T, tendem a impulsionar a atividade nos trimestres seguintes, por via do esforço de reconstrução das áreas afetadas, e que poderá compensar quase na totalidade as perdas (ainda não totalmente contabilizadas) que se registaram no início do ano (ver o focus «Como é que as tempestades podem afetar a economia?» nesta publicação). A isto acresce o facto de os indicadores de sentimento de fevereiro – que já incorporam o período das intempéries – revelarem uma evolução positiva. O Indicador de Sentimento Económico da Comissão Europeia melhorou face a janeiro e o de clima económico do INE também subiu no mesmo mês, com melhorias visíveis nos serviços e na indústria, este último possivelmente refletindo respostas negativas nas empresas presentes nas áreas mais afetadas pelo mau tempo. Contrariamente, o sentimento nos setores da construção e comércio deterioraram-se, acontecendo o mesmo entre os consumidores.

IPC volta a subir em fevereiro. O IPC global voltou a cifrar-se acima dos 2% (2,1%), depois de 1,9% homólogo em janeiro. A variação mensal forte quer nos preços dos produtos alimentares não transformados (+0,47%) quer da energia (+0,87%) contribuiu para esta evolução. Admitimos que o efeito das tempestades tenha colocado pressão adicional sobre os bens alimentares não transformados e que isso se possa arrastar ao longo do ano, numa categoria que já registou uma inflação elevada no ano que passou. A inflação subjacente manteve-se abaixo dos 2%, apesar de ter aumentado 0,1 p. p. para 1,9%, demonstrando que a tendência de fundo é de desinflação e convergência para o valor objetivo.

O saldo da balança corrente encolheu em 2025. No acumulado do ano, a balança corrente portuguesa registou um excedente de 3.799,8 milhões de euros (1,2% do PIB), o que equivale a uma redução de 1,0 p. p. do PIB face ao excedente

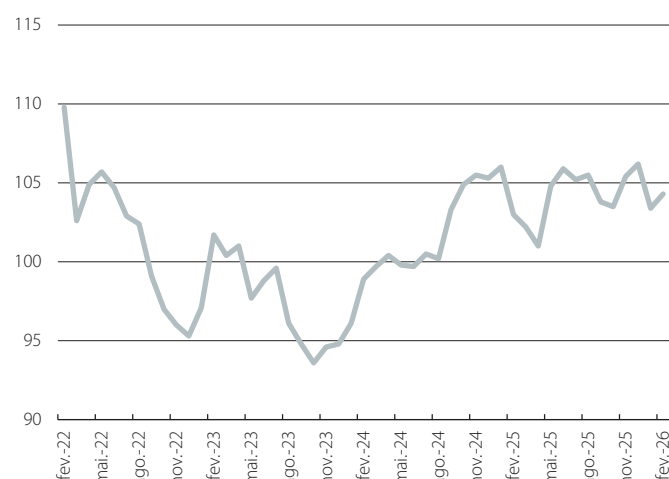
PIB - crescimento anual em 2025 e 2024 (%)



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

Portugal - Indicador de sentimento da CE

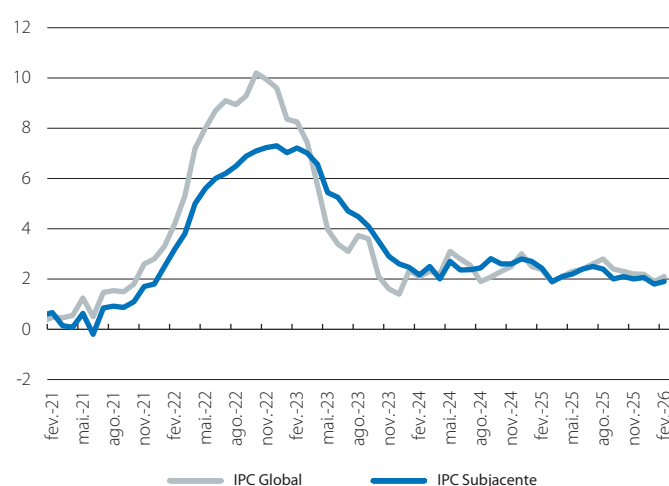
Pontos



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

IPC

yoy (%)



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

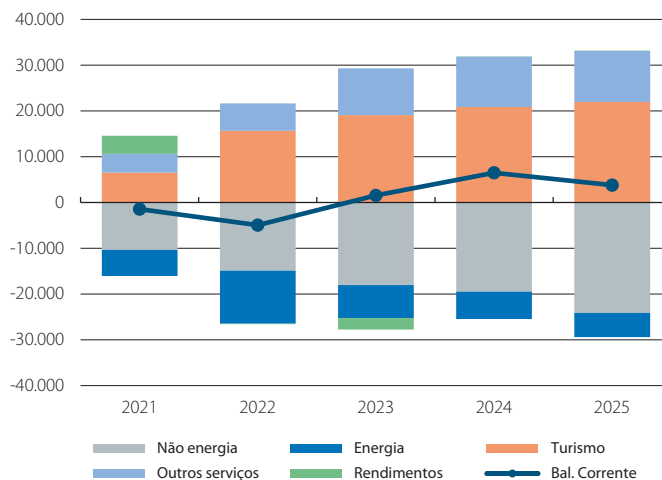
registado em 2024. Esta evolução justifica-se pelo défice da balança de bens, que se agravou em 3.952 milhões de euros face ao ano anterior, motivado pelo aumento das importações (+2.714 milhões de euros) e diminuição das exportações (-1.238 milhões de euros). Por outro lado, o excedente da balança de serviços aumentou 1.261 milhões de euros face a 2024, justificado essencialmente pelo aumento das exportações de serviços de viagens e turismo (+1.137 milhões de euros).

Turismo inicia o ano a crescer. Em janeiro, o número de hóspedes incrementou 3,8% em termos homólogos e as dormidas 2%. Seguindo a tendência que se verificou em 2025, as dormidas dos residentes tiveram uma dinâmica mais forte (+4,7% homólogo) do que as de não residentes (apenas +0,7% homólogo). Para 2026, prevemos um crescimento dos turistas perto de 3% e, por isso, muito semelhante a 2025. Esta perspetiva assenta na dinâmica positiva do setor a nível global, embora a posição no ciclo do turismo nacional seja de consolidação. Diminuição da sazonalidade e posição na cadeia de valor vão continuar a ser os desafios este ano, numa altura que todos os inquéritos ao setor apontam para o *value for money* como fator decisivo na escolha dos destinos de viagem.

A carteira de crédito inicia o ano com dinamismo. O *stock* de crédito bancário concedido ao sector privado não financeiro cresceu 6,7% homólogo em janeiro, atingindo o montante mais elevado desde finais de 2014. O grande impulsionador foi o crédito à habitação (+9,6% homólogo), que explica mais de 70% do aumento da carteira de crédito ao sector privado não financeiro. As sociedades não financeiras também viram a carteira aumentar 2,4% homólogo, sendo responsáveis por cerca de 13% do aumento. Ao mesmo tempo, os depósitos continuam a evidenciar um dinamismo surpreendente: o *stock* de depósitos do sector privado não financeiro aumentou 5,0% homólogo, com ambos os segmentos (SNF e particulares) a registarem evoluções positivas (7,3% e 4,2% homólogo, respetivamente).

Portugal: Balança corrente

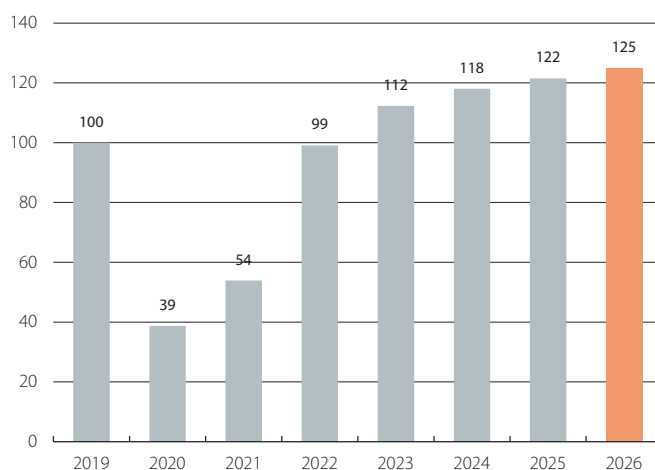
(ytd dezembro, milhões de euros)



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

Número de hóspedes

Nível (100 = 2019)

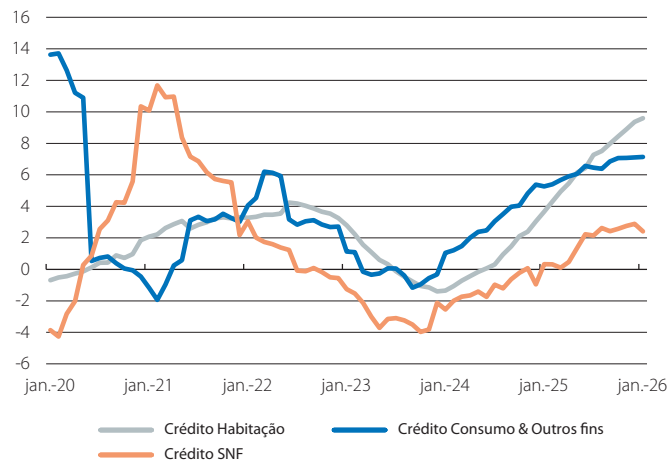


Nota: 2026 corresponde à previsão do BPI Research.

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

Carteira de crédito ao sector privado não financeiro

Taxa variação homóloga (%)



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

Novo cenário macroeconómico

A economia portuguesa teve um desempenho no ano de 2025 melhor do que o esperado, acabando a avançar 1,9%, ao tirar partido da robustez da procura interna muito impulsionada pelo consumo privado. O contributo da procura externa foi desfavorável, em grande parte refletindo a incerteza quanto à política tarifária norte-americana, mas também porque alguns dos principais parceiros comerciais portugueses enfrentaram um ano difícil.

O que esperamos para 2026?

O ano começa com um impulso favorável, vindo da dinâmica muito positiva registada na segunda metade de 2025, e um outro impulso negativo em resultado dos efeitos das intempéries que assolaram a região do centro do país entre os dias 28 de janeiro e 15 de fevereiro.

O impulso positivo mostra que o efeito de arrastamento associado à dinâmica de crescimento em 2025 é significativo, i.e. 1,2%. Ou seja, se em todos os trimestres de 2026 o PIB permanecesse estagnado, a economia chegaria ao fim de 2026 com um crescimento de 1,2%. Contudo, este comportamento é muito improvável de se verificar, pois mantêm-se ativos uma série de fatores que tenderão a favorecer um andamento positivo da economia, sobretudo impulsionada pela procura interna. Destes sinais favoráveis, destacamos:

- i) O impulso que a entrada do PRR no seu último ano dará ao investimento. Atualmente, o rácio entre os valores já pagos aos beneficiários finais e os montantes já recebidos está em torno dos 82%, fazendo antever que a aplicação dos fundos que irão ser reacionados – em falta estão cerca de 8,1 mil milhões de euros – se refletirá num incremento da FBCF, através da canalização dos fundos para os investimentos aprovados. Estimamos que este impulso possa acrescentar 0,2 p. p. ao crescimento de 2026.
- ii) Com impacto também na FBCF, admitimos que o crescimento do crédito em 2025 (+6,6%), e a expectativa de que em 2026 avance em torno de 3,5%, também contribuirá com 0,2 p. p. para o crescimento do PIB.
- iii) Adicionalmente, o cariz expansionista da política orçamental e o facto de a taxa de poupança das famílias se encontrar em níveis historicamente elevados, tenderão a contribuir para que o consumo privado se mantenha robusto, sobretudo numa altura em que o mercado de trabalho continua resiliente, favorecendo maior propensão das famílias para consumirem. Cada um destes fatores (política orçamental e possibilidade de canalização de poupanças para consumo) poderão acrescentar 0,2 p. p. ao crescimento, distribuídos de igual forma.

PIB: contributos para o crescimento em 2026

(p. p.)

PIB em 2025	1,9
NGEU	0,2
Taxa de poupança	0,1
Política orçamental	0,1
Impulso crédito	0,2
Impacto tempestades	-0,1
Incerteza/outros impactos negativos	-0,3
PIB 2026	2,1

Fonte: Previsões BPI Research.

A contrariar estes ventos de cauda estão:

- i) O impacto que as intempéries que atingiram o país desde o final de janeiro até meados de fevereiro tiveram nas regiões mais afetadas e que terá limitado a atividade de forma substancial. Estes são impactos difíceis de estimar, mas admitimos que se possam refletir num crescimento nulo (ou até ligeiramente negativo) no 1T do ano, mas a que se seguirá um esforço de reconstrução, que se traduzirá num maior incremento do investimento e da despesa pública, que mitigarão grande parte da quebra da atividade na região. Globalmente, admitimos que este evento reduza em 0,1 p. p. o crescimento em 2026.
- ii) O ambiente de incerteza ainda elevado a nível global, resultante tanto da ainda incerta evolução da política comercial norte-americana (com impacto no setor exportador), favorece a permanência do contributo da procura externa em terreno negativo; como por via do incremento das tensões geopolíticas globais, com possível impacto no encarecimento de importantes matérias-primas e posicionamento mais cauteloso dos agentes económicos. Conjuntamente, estes ventos de proa poderão reduzir em 0,3 p. p. o crescimento em 2026.

Todos os fatores considerados apontam para uma estimativa de crescimento para a economia portuguesa de 2,1% em 2026, mais 1 décima do que antecipávamos no final de 2025, com a procura interna a contribuir com 2,8 p. p. e a externa a reduzi-lo em 0,7 p. p.

Nas restantes variáveis macroeconómicas, as principais alterações ocorreram:

- i) No mercado de trabalho, em grande parte em reflexo do desempenho mais positivo do que o esperado em

2025 e também o facto de os indicadores de perspectivas de criação de emprego continuarem a evoluir positivamente em todos os setores de atividade.

- ii) No mercado imobiliário, com a revisão em alta do ritmo de expansão dos preços por incorporação de um efeito de arrastamento vindo de 2025 mais elevado e da nova informação indicativa de que os preços continuam a crescer a ritmos fortes.

Teresa Gil Pinheiro

Previsões para as principais variáveis macroeconómicas

		2025	2026	2027	2028	Acum. 26-28
PIB (crescimento anual)	BPI, fev-26	1,9	2,1	1,8	1,8	5,8
	BPI, set-25		2,0	2,0	2,0	6,1
Taxa de desemprego (% força de trabalho)	BPI, fev-26	6,0	5,9	5,9	5,9	-0,1
	BPI, set-25		6,4	6,4	6,4	0,4
Emprego (crescimento anual)	BPI, fev-26	3,2	1,9	1,5	1,3	4,8
	BPI, set-25		0,9	0,9	0,2	2,0
Taxa de inflação (média anual)	BPI, fev-26	2,3	2,1	2,0	2,0	6,2
	BPI, set-25		2,1	2,0	2,0	6,2
Inflação subjacente (média anual)	BPI, fev-26	2,2	2,0	1,9	1,9	5,9
	BPI, set-25		2,0	1,9	1,9	5,9
Preço das casas (crescimento anual)	BPI, fev-26	17,2	10,1	3,7	2,8	17,4
	BPI, set-25		6,3	2,8	2,8	12,3

Fonte: Previsões BPI Research.

A última milha da inflação?

Depois de um período após o início da guerra da Ucrânia, em que se conjurou uma tempestade perfeita com todos os ingredientes – geopolítica e conflitos armados, crise energética e crise alimentar – os ventos parecem soprar mais calmos no capítulo dos preços. Em 2025, em Portugal, a inflação média voltou a abrandar para os 2,3%. O recuo da inflação média foi muito curto, apenas –0,1 p. p. face a 2024 (2,4%), e torna-se relevante perceber porque é que ainda não desceu até ao seu valor objetivo. Importa também dar a nossa perspetiva para a evolução dos preços no consumidor este ano, sendo isso o que tentaremos fazer neste artigo.

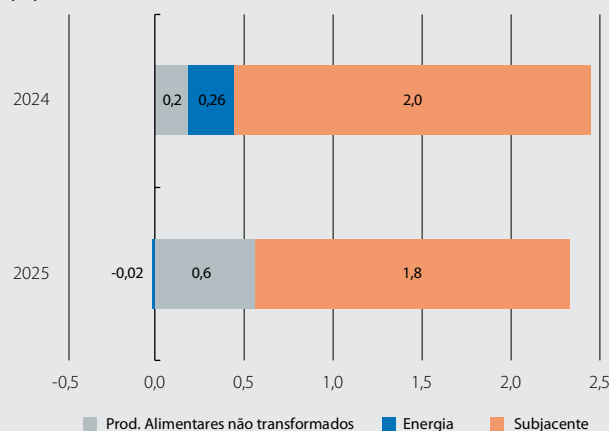
O comportamento da inflação em 2025

Em 2025 a inflação média da componente Subjacente, que corresponde à inflação global excluindo a energia e os produtos alimentares não transformados, situou-se nos 2,2%, descendo de 2,5% em 2024. Visível no primeiro gráfico, da componente Subjacente derivou um contributo de 1,8 p. p. para o IPC Global. Ou seja, um contributo de 76% para o IPC médio de 2025, que foi inferior ao contributo conferido por esta fatia em 2024 (82%). Como se pode concluir, a descida relevante da inflação Subjacente em 2025 foi um movimento positivo por se tratar da componente que é o «coração» do IPC, excluindo as componentes mais voláteis; mas em termos globais não foi suficiente para puxar a inflação para o valor objetivo. O que se observa é que em 2025 a inflação dos produtos alimentares não transformados,¹ com um contributo de 0,6 p. p. para ao IPC global (24%), foi o fator determinante para a inflação se ter situado acima dos 2% mesmo com o contributo marginalmente negativo da inflação energética.²

Entrando em mais detalhe na questão da inflação dos produtos alimentares, podemos ver no segundo gráfico que em 2025 diminuiu gradualmente a proporção da inflação alimentar com taxas homólogas inferiores a 2% e por contrapartida aumentou a «mancha verde» das taxas homólogas entre 2% e 5% e também a «mancha amarela» das taxas homólogas entre 5% e 10%. As subcategorias que mais contribuíram para este fenómeno de recrudescimento da inflação alimentar são precisamente três categorias que pertencem ao agregado do IPC de produtos alimentares não transformados – Peixe, crustáceos e moluscos (inflação média de 5,9%); a Carne (inflação média de 7,2%) e o Café, chá e cacau (inflação média 9,4%). No café, este fenómeno esteve muito relacionado com restrições da oferta a nível global. O Brasil, maior produtor de café do mundo,³ sofreu com condições climáticas adversas de temperatura superior às médias históricas e seca a impactar a produção. Na Carne, o *Meat Price Index* da FAO atingiu este ano máximos apesar da moderação dos preços das rações após o pico de 2022. Os preços globais da carne bovina atingiram um novo recorde, apoiados por cotações mais altas na Austrália, sus-

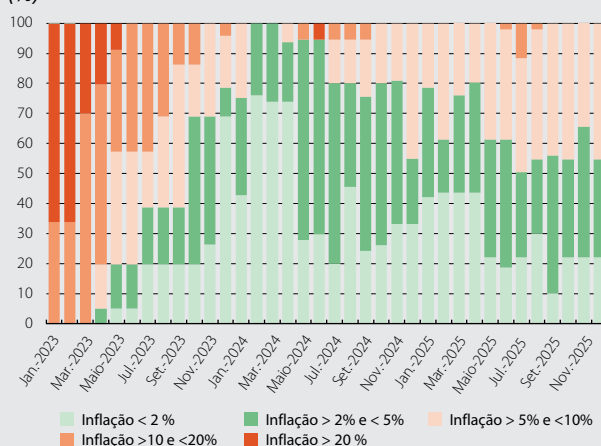
1. Inflação média do IPC produtos alimentares não transformados em 2025 foi de 4,8% (1,6% em 2024).
2. Inflação média do IPC energia foi de –0,2% em 2025.
3. Cerca de 40% da produção mundial.

Contributos ponderados para IPC Geral médio (p. p.)



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

Semáforo da inflação dos produtos alimentares (%)



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

tentadas pela forte procura de importação, particularmente da China e dos Estados Unidos da América, que superou a oferta disponível para exportação. Recordar que Portugal tem um baixo grau de auto-aprovisionamento da carne bovina.⁴ Além do elevado peso que o cabaz alimentar tem no cabaz de consumo e a procura destes produtos ser relativamente mais inelástica, a evolução dos preços dos bens alimentares desempenha também um papel importante na formação pelos consumidores das expectativas acerca da inflação futura⁵ influenciando, por exemplo, negociações salariais.

4. O grau de auto-aprovisionamento é um quociente dado pela razão entre a produção interna e a utilização interna total; mede, para um dado produto, o grau de dependência de um território, relativamente ao exterior (necessidades de importação) ou a sua capacidade de exportação. No caso da carne bovina o grau de auto-aprovisionamento português é na ordem dos 50%, revelando elevadas necessidades de importação.

5. A este propósito ver a caixa «Inside the food basket: what is behind recent food inflation?» no Economic Bulletin (Issue 8/2025) do Banco Central Europeu.

A nossa visão para a inflação em 2026

Para 2026 esperamos um novo ajuste ligeiro em baixa da inflação, recuando para 2,1%, mas novamente ainda acima do valor objetivo. Sustentamos a nossa visão de desinflação em quatro grandes pilares. Primeiro, a nossa previsão de apreciação do euro face ao dólar com o EUR/USD médio em 2026 nos 1,20, o que torna relativamente mais barato à Zona Euro os produtos e serviços denominados em dólares, como é o caso de muitas *commodities*. Segundo, a nossa previsão de uma inflação na Zona Euro de 2% em 2026. A inflação da Zona Euro fechou o ano de 2025 nos 2% e esperamos que a inflação média de 2026 se situe também nesta cifra. Como sabemos, parte da inflação portuguesa é inflação «importada»,⁶ decorrente do aumento de preços de importações. Como os países da Zona Euro são os nossos principais parceiros comerciais, esperamos que a diminuição do ritmo de subida dos preços na área do euro apoie também a diminuição do ritmo de subida dos preços em Portugal. Em terceiro lugar, esperamos também um ligeiro abrandamento no IPC de Serviços, cuja inflação média em 2025 foi de 3,9% (contrastando com 1,1% na inflação de Bens). No último trimestre de 2025 assistimos já a uma tendência de desagregamento de algumas subcategorias deste agregado. Por exemplo, as Comunicações (até setembro registaram uma inflação média de -0,2% e, no último trimestre, -3,5%) e os Serviços Recreativos & Culturais (até setembro registaram uma inflação média de 6% e no último trimestre, 3,5%).⁷ Por fim, esperamos uma certa estabilidade no preço do Brent, na ordem dos 65 USD por barril, que dada a sua elevada correlação com o IPC da energia deverá dar um contributo para a desinflação global.⁸

As razões que se prendem com o facto de considerarmos que o IPC médio em 2026 não vai descer suficientemente para se situar no valor objetivo estão relacionados sobretudo com a dinâmica do mercado do trabalho e dos salários. Com a baixa taxa de desemprego que se regista atualmente e o reporte nos inquéritos às empresas, que apontam a dificuldade de contratar pessoal como um dos principais obstáculos à atividade,⁹ continuamos a perspetivar ganhos nos salários reais com capacidade de pressionar a procura e os

6. Ver artigo «Inflação importada em Portugal: caracterização e dinâmica recente» no Dossier «Especial Inflação: chegou para ficar?» do IM02 de 2023.

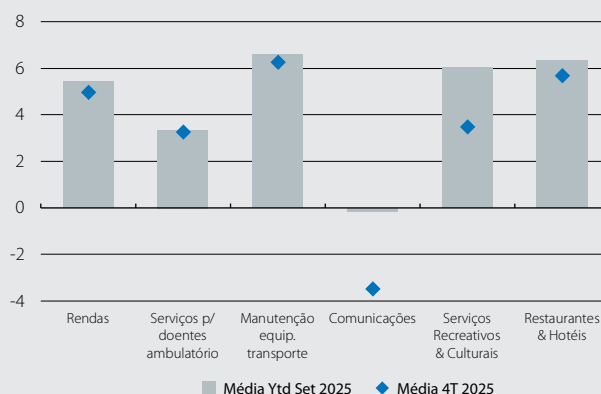
7. Estas duas subcategorias pesam 13,3% no IPC de Serviços mas verificaram-se movimentos de desagregamento, embora mais modestos, nas outras subcategorias mais importantes deste agregado: Restaurantes & Hotéis (peso de 22,2% no IPC de Serviços); Rendas (peso de 11% no IPC de Serviços); Serviços para doentes em ambulatório (peso de 11% no IPC de Serviços) e Manutenção de equipamento de transporte (peso de 6,5% no IPC de Serviços).

8. Este artigo foi escrito antes da intervenção militar dos EUA e de Israel no Irão. A extensão e duração do conflito irão determinar a possibilidade de efeitos mais persistentes sobre os preços da energia. A esse propósito, ler a Nota Informativa «Avaliação sobre a situação no Médio Oriente» publicada na página do BPI Research.

9. No inquérito de conjuntura de dezembro a «Dificuldade em contratar pessoal/pessoal qualificado» é o segundo obstáculo mais importante à atividade indicado pelas empresas da Indústria Transformadora, e o primeiro obstáculo indicado quer pelas empresas do setor da Construção e Obras Públicas quer pelas empresas de Serviços.

IPC: dinâmica das principais categorias de Serviços

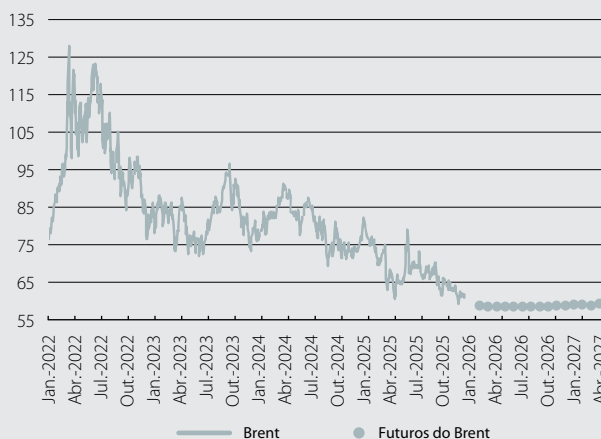
(yoy/ %)



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

Preço do Brent e futuros

(USD/barril)



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

preços. O crescimento extraordinário que se tem verificado nos salários do setor primário poderá também continuar a pressionar em alta os preços de alguns produtos alimentares.

Naturalmente, qualquer cenário ou previsão tem riscos em alta ou em baixa. Neste caso, os riscos em alta prendem-se principalmente com riscos geopolíticos que afetem a oferta de bens energéticos e, no caso dos alimentares, a possibilidade de um mau ano agrícola; e, o facto de este ser o último ano de execução do PRR e isso poder constituir um estímulo adicional à procura de bens e serviços. Nos riscos em baixa temos o reverso da medalha da questão geopolítica com resolução de conflitos em cursos e o efeito benigno que isso pode ter no preço das *commodities*. Acresce a isto um crescimento económico inferior ao perspectivado e a possibilidade de uma reorientação mais forte do comércio chinês para a Europa, com impacto nos preços.

Tiago Belejo Correia

Como é que as tempestades podem afetar a economia?

Portugal foi assolado por um comboio de tempestades entre os dias 28 de janeiro e 15 de fevereiro. No total, atingiu cerca de 22% do país, afetando toda a região da Beira Baixa, de Leiria e do Médio Tejo. Outras regiões foram também muito impactadas: a zona de Coimbra (15 concelhos num total de 19), de Aveiro (9/11), do Oeste (9/12); e outras em menor dimensão como são os casos da Lezíria do Tejo (3/11), Alentejo Litoral (1/5) e Beiras e Serra da Estrela (2/15); ao todo 68 municípios foram declarados em situação de calamidade, com perdas consideráveis ao nível de infraestruturas públicas (estradas destruídas, linhas ferroviárias intransitáveis, rede elétrica destruída, escolas), habitações, fábricas, e perda de sementeiras agrícolas.

O valor das perdas é ainda incerto, mas as primeiras estimativas apontam para que estas se possam situar entre os 5 e os 6 mil milhões de euros, ou seja cerca de 2% do PIB nacional. De forma a apoiar as perdas sofridas foi implementado um pacote público de apoio inicial de 2,5 mil milhões de euros, entretanto aumentado para 3,5 mil milhões – cerca de 1% do PIB – destinado a apoiar famílias e empresas dos setores dos serviços, indústria e agrícola. Até à data o montante estimado alocado ronda os 2,6 mil milhões de euros, dos quais 2,4 mil milhões foram concedidos a empresas.

Às famílias, os apoios destinam-se à reconstrução de habitação própria e permanente e pode ir até 10 mil euros, excluindo partes cobertas por seguros.¹ No caso das empresas, os apoios contemplam aberturas de linhas de crédito para apoio à reconstrução, tanto ao nível de apoios de tesouraria, como de investimento. Adicionalmente existem apoios aos custos com salários, o recurso a regime simplificado de *lay-off*, isenções de contribuições à segurança social, prorrogação de prazo para cumprimento de obrigações fiscais e possibilidade de recurso a moratórias de crédito.

As 6 regiões mais afetadas – Aveiro, Coimbra, Leiria, Beira Baixa, Oeste e Médio Tejo – representam 17% da população nacional, 15% do PIB e do emprego e 16% das exportações de bens. Os dados relativos ao VAB mostram uma distribuição equilibrada entre os vários setores, com os setores agrícola e industrial a representarem cerca de 23% do total nacional.

Os impactos económicos acontecem a dois níveis:

- 1. Ao nível do *stock* de capital: há uma destruição de riqueza, afetando gravemente a situação financeira das famílias e das empresas. As famílias são particular-

1. De acordo com a intervenção do Presidente da Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões, no dia 18 de fevereiro, 49% das habitações nos concelhos em estado de calamidade não tinham seguro com cobertura de tempestades e/ou inundações.

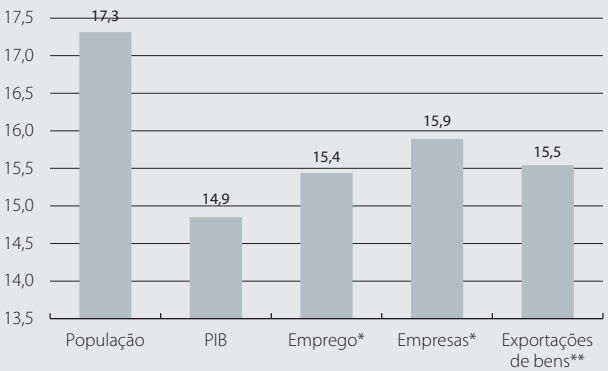
O que se sabe até 19 fevereiro 2026

	Candidaturas	Valor unitário	Valor estimado (milhões de euros)
Famílias			
Pedidos por perda de rendimento	3.662	1.074,26	47,2
Candidaturas a apoio de reconstrução de habitação	14.491	10.000	144,9
Empresas			
Pedidos de apoio de tesouraria	4.697	–	2.000,0
Apoios à agricultura	6.131	–	384,0
Apoio ao emprego, incluindo isenção de contribuições sociais	5.213	–	–
Apoio extraordinário à manutenção do emprego	1.922	–	–
Regime simplificado de <i>lay-off</i> (nº trabalhadores abrangidos)	1.385	–	–
Recuperação infraestruturas			650,0
Estradas e ferrovias	–	–	400,0
Autarquias com prioridade para escolas	–	–	250,0
Recuperação património cultural			20,0
Seguros			
Apólices acionadas	–	–	–
Famílias	95.000	–	–
Empresas	20.000	–	–
Habitações sem cobertura tempestades e inundações	49% do total	–	–

Fonte: BPI Research, com base em dados do governo e Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões.

Portugal: peso das zonas em estado de calamidade

(% do total nacional)



Notas: * Dados de 2023. ** Dados de 2025.
Fonte: BPI Research, com base em dados do INE.

mente afetadas ao nível da sua riqueza imobiliária; e as empresas ao nível da perda de produção e destruição de infraestruturas. As perdas podem ser irreversíveis, como por exemplo no caso de perda de culturas agrícolas; em todos os setores podem ocorrer perdas associadas a possíveis dificuldades e/ou impossibilidade em reentrar nas cadeias de fornecimento, na medida em que os clientes podem ser forçados a encontrarem fornecedores alternativos. As pequenas empresas

poderão enfrentar maiores dificuldades em recuperar por lidarem com recursos financeiros mais limitados.

Numa segunda fase, é expectável a reposição parcial das perdas, beneficiando tanto das coberturas de seguros por parte das empresas como por benefício dos programas de apoio financeiro. Neste caso, dois cenários são possíveis, aplicando-se particularmente ao setor produtivo: num cenário mais otimista, o impacto no crescimento da economia pode ser positivo, caso os fatores produtivos destruídos sejam substituídos por outros mais eficientes. Contudo, não é possível excluir um impacto desfavorável no crescimento do PIB com cariz mais permanente. Com base num estudo do Bank of International Settlements,² é possível a perda com cariz mais permanente no PIB. De facto, com base na análise de dados de 89 países, o BIS conclui que nos quatro anos seguintes a secas, deslizamentos de terra e incêndios de média dimensão, ocorrem diminuições no PIB de 2%, 1% e 0,4%, respetivamente. Contudo, estes efeitos dependerão também da situação macroeconómica do país em causa.

2. O segundo impacto ocorre ao nível dos fluxos, que, numa ótica de produção, mede o valor dos bens e serviços produzidos e, na ótica da despesa, mede a evolução do consumo, do investimento, das exportações e importações num determinado período. Neste caso, o intervalo em que ocorrem os acidentes é marcado por uma redução do ritmo de crescimento da atividade económica, via quebras na produção e no consumo, mas que tende a ser revertido nos períodos seguintes, beneficiando do esforço de reconstrução. No mesmo documento do BIS, é referido que o aumento do PIB após as tempestades deve-se, em parte, ao apoio fiscal e aos pagamentos dos seguros. O investimento aumenta significativamente no mesmo ano e dois anos após as tempestades. Empiricamente, é razoável antecipar que também o consumo público registará crescimentos mais significativos; por sua vez, o consumo das famílias poderá ser afetado por perda de rendimento e comportamentos mais cautelosos que tendem a adiar decisões de consumo. Em termos de fluxo, não se exclui a possibilidade que, no curto prazo, o esforço de reconstrução possa impulsionar o PIB no ano em que ocorre o evento, mas não pode ser esquecido que este movimento só poderá ser virtuoso no médio-longo prazo se ocorrer substituição de infraestruturas destruídas por outras mais eficientes.

Estimar o impacto destas intempéries no crescimento do PIB em 2026 é um exercício muito incerto. Depende do

2. BIS Working Papers, nº 1292: Macroeconomic impact of weather disasters: a global and sectoral analysis, setembro 2025. Para o cálculo do impacto no PIB são utilizados dados de 12 países africanos, 21 americanos, 17 asiáticos, 36 europeus e 3 da Oceânia.

Valor acrescentado bruto

Peso do setor em cada região (%)

	Total	Agricultura	Indústria	Construção	Serviços
Região de Aveiro	3,4	3,3	7,6	2,4	2,6
Região de Coimbra	3,7	4,0	4,7	3,9	3,4
Região de Leiria	2,6	2,7	4,4	4,6	2,1
Beira Baixa	0,7	2,1	1,1	0,9	0,6
Oeste	2,8	8,3	3,4	3,5	2,4
Médio Tejo	1,6	2,5	2,0	1,9	1,4
Peso no país	14,8	22,8	23,2	17,2	12,6

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

Impacto no PIB no 1T 2026 do comboio de tempestades

% da atividade interrompida	15%	25%	15%	25%
Peso no PIB das regiões afetadas	15%	15%	15%	15%
Duração da interrupção em semanas	2	2	3	3
Semanas no trimestre	13	13	13	13
Impacto no PIB trimestral (em p. p.)	0,34	0,58	0,51	0,86

Fonte: BPI Research, com base em dados do INE e informações avulsas na imprensa nacional e internacional.

período temporal em que a atividade esteve interrompida e qual a percentagem da atividade produtiva que foi afetada. Na tentativa de estimar o impacto no crescimento do 1T 2026, admitimos que em média 15% da atividade da região ficou paralisada por um período de duas semanas. Tendo presente que o PIB das regiões afetadas representa 15% do PIB nacional, o impacto negativo no crescimento do PIB nacional poderá ser de -0,3 p. p. Contudo este impacto poderá ser muito superior, caso o período em que a atividade ficou interrompida e/ou o período de duração sejam superiores. Assim, atribuímos uma elevada probabilidade a que o crescimento neste primeiro trimestre fique próximo de 0% ou que possa registar uma ligeira contração. No entanto, em 2026 como um todo, o impacto tenderá a ser mais reduzido. O impacto do esforço de reconstrução no comportamento do investimento e dos apoios públicos no consumo público, tenderão a refletir-se num incremento significativo nos trimestres seguintes. Deste modo, a nossa estimativa para o crescimento do PIB em 2026 não se altera de forma significativa face ao cenário pré-tempestades, ou seja, em torno de 2%.

Teresa Gil Pinheiro

Construção como forma de combate à crise na habitação

Caracterização do setor da construção em Portugal

O período da Troika teve um impacto profundo no setor da construção civil e das obras públicas. De facto, entre 2010 e 2015, foi registada uma diminuição em mais de 5.400 empresas do setor a operar em Portugal, no entanto, a partir de 2017, o número voltou a crescer. Em 2024, existiam 61.111 empresas a operar no setor da construção (11% do total nacional, -2,0 p. p. do que em 2010), subdividindo-se em três segmentos de atividade económica: construção de edifícios, engenharia civil e atividades especializadas. O segmento da construção de edifícios regista o maior número de empresas (60% do setor) e gera o maior volume de negócios (51% do total gerado pelo setor). Finalmente, as empresas de construção geraram 37.698 milhões de euros em volume de negócios em 2024 (6,9% do volume de negócios gerado pelas empresas portuguesas), um aumento de 3,3% face ao ano anterior. O emprego também foi alvo de alterações significativas, uma vez que entre 2010 e 2014 o peso das pessoas ao serviço das empresas pertencentes ao setor da construção em Portugal passou de 10% para 6,7% (-122.600 indivíduos). Em 2024, o número de indivíduos a trabalhar nesta área era de 380.620 (dos quais 30% tinham nacionalidade estrangeira), o que equivalia a 10,4% da força de trabalho empresarial.

O setor da construção apresenta atualmente uma estrutura financeira saudável. Após um período crítico em que a rentabilidade dos capitais próprios¹ só passou a positiva em 2016, o setor atingiu um rácio de 10,8% no ano de 2024, constituindo um máximo histórico desde 2006. Em paralelo, a estrutura de capital e a solvabilidade demonstram um vigor assinalável: a autonomia financeira² atingiu o seu pico recente (38% em 2024), enquanto a pressão financeira³ se manteve acima dos valores registados para o total do universo empresarial português.

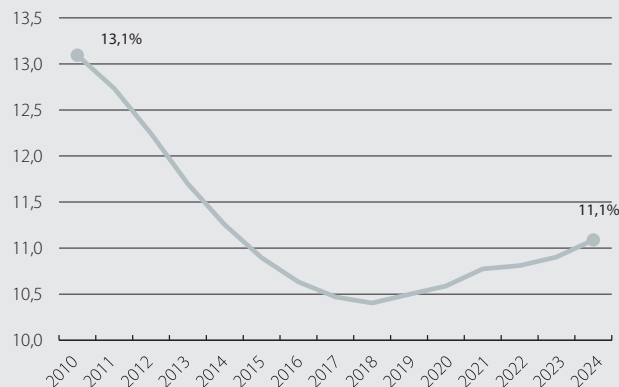
A gradual recuperação do setor reflete-se no crescimento dos fogos concluídos para habitação familiar, cujos valores em 2024 (25.311) já se aproximam dos níveis de 2011 (26.382). Contudo, a resposta da construção permanece aquém do dinamismo da procura, o que se justifica pelo longo ciclo produtivo do setor, pela escassez de mão-de-obra qualificada e pelos níveis reduzidos de produtividade.

1. Rácio entre o resultado líquido do período e o capital próprio. Permite medir a remuneração do capital investido pelos sócios/acionistas da empresa.

2. Rácio entre o capital próprio e o total do ativo. Expressa a maior ou menor capacidade de as empresas fazerem face aos seus compromissos financeiros através dos capitais próprios.

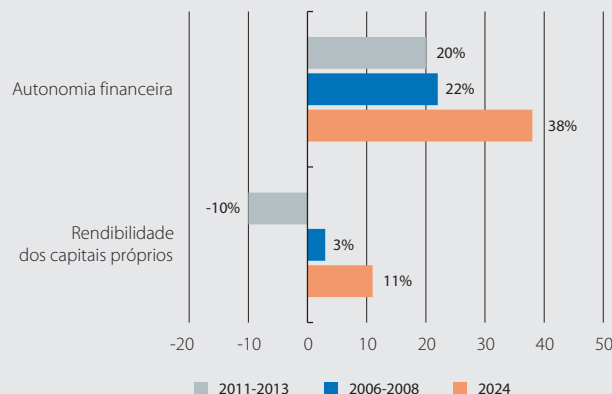
3. Rácio entre os gastos de financiamento e o EBITDA. Indica a proporção do EBITDA gerado pelas empresas durante o período que se destina a cobrir os gastos de financiamento.

Peso das empresas de construção no total das empresas portuguesas (%)



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

Rácios económico-financeiros para o setor da construção (%)



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

De facto, as empresas enfrentam alguns obstáculos que podem ser inibidores para a sua atividade, sendo de destacar a dificuldade em contratar pessoal e a obtenção de licenças. Os entraves que aparentam estar mais controlados são a dificuldade na obtenção de crédito bancário, deterioração das perspetivas de vendas e as perspetivas de evolução das taxas de juro (fase benigna em resultado da menor restritividade da política monetária).

Medidas de estímulo à oferta

Com base numa ocupação média por habitação de 2,41 pessoas na capital e 2,57 no Porto, estima-se que, apenas entre 2023 e 2024, tenham surgido mais de 12.000 novos agregados familiares na Grande Lisboa e mais de 6.000 na área metropolitana do Porto, intensificando a necessidade urgente de novas casas. No entanto, o número de fogos licenciados em construções novas para habitação familiar em cada uma dessas regiões totalizou apenas 8.768 e 4.294

em 2024 (vs. 8.252 e 4.567 em 2023), respetivamente. Tal análise aparenta sinalizar um agravamento da escassez de habitação em Portugal, com maior incidência nos polos de maior pressão imobiliária, como as áreas metropolitanas de Lisboa e do Porto.

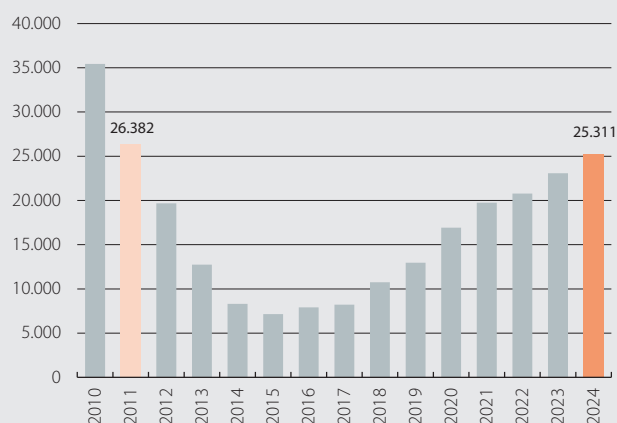
Torna-se assim evidente que o *gap* existente entre a procura e oferta continua a aumentar, com as licenças de construção a evoluírem de forma pouco expressiva. O *survey*⁴ publicado pela OCDE em janeiro contempla um conjunto de recomendações a serem adotadas por Portugal de modo a promover um mercado imobiliário mais sustentável e inclusivo, nomeadamente relacionadas a reformas fiscais (agravamento dos impostos sobre a propriedade e imóveis devolutos e, em sentido contrário, diminuir a carga fiscal sobre transações). O documento sugere ainda que o mercado de arrendamento deve ser mais sujeito a fiscalizações e que os grupos vulneráveis devem ser apoiados no acesso à habitação, através da promoção de habitação social e maior subsídio. Por último, consideram relevante que os processos de licenciamento sejam melhorados.

Em linha com algumas destas orientações, no início de 2026 foi aprovado pelo governo um conjunto de medidas com o propósito de combater o défice habitacional existente. Mais concretamente, o executivo compromete-se a disponibilizar 59.000 casas nos próximos seis anos (dos quais 33.000 novos fogos serão financiados pelo PRR) e a construir 12.000 casas, que integrarão o Programa de Apoio ao Arrendamento. Outras medidas passam pela venda de património imobiliário do Estado para fins habitacionais (possibilitando a criação de 10.000 fogos para arrendamento acessível até ao final de 2035).

O diploma contempla ainda medidas fiscais⁵ de apoio ao setor da construção, nomeadamente a redução do IVA para 6% na construção de habitações para venda ou para arrendamento a preços moderados (ou seja, 648.000 euros no caso de venda e 2.300 euros no caso de arrendamento). Pretende-se também incentivar a colocação de imóveis no mercado de arrendamento e venda, a valores moderados (por exemplo, através da redução da taxa de IRS aplicada a proprietários nos contratos de arrendamento e da isenção de IMT e IMI a imóveis destinados a arrendamento moderado), incentivando a disponibilização de imóveis para arrendamento no mercado. Desta forma, o setor espera um estímulo importante que poderá permitir a retoma de obras suspensas ou adiadas, reforçar o investimento em reabilitação e contribuir para aumentar a

Fogos para habitação familiar concluídos

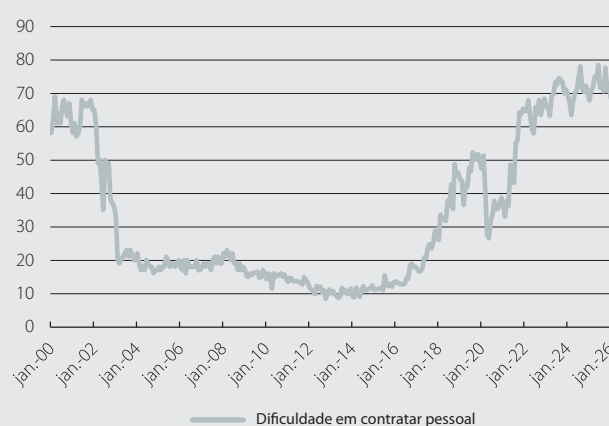
Número



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

Obstáculos à atividade

(%/valor efetivo)



Fonte: BPI Research, com base em dados dos Inquéritos de Conjuntura do INE.

oferta habitacional, com resultados a serem visíveis apenas a partir de 2027.⁶

A nova construção será crucial para aliviar a pressão do mercado, prevendo-se que continue a crescer. Contudo, para responder à dinâmica da procura, o setor precisa de aumentar a sua produtividade e capacidade produtiva, aliados a um quadro legal estável e previsível.

Pedro Avelar

4. Fonte: https://www.oecd.org/en/publications/oecd-economic-surveys-portugal-2026_025b3445-en/full-report/tackling-portugal-s-housing-affordability-challenge-promoting-sustainable-and-inclusive-housing_c920df36.html

5. Fonte: <https://www.portugal.gov.pt/pt/gc25/comunicacao/noticia?i=pacote-fiscal-para-habitacao-aprovado-no-parlamento>

6. Fonte: <https://eco.sapo.pt/entrevista/choque-fiscal-da-habitacao-tem-impacto-ambiental-reduzido-em-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	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	12/25	01/26	02/26
Índice coincidente para a atividade	2,0	2,0	1,9	1,8	2,0	2,2	2,2	2,2	...
Indústria									
Índice de produção industrial	0,8	0,5	-2,3	1,2	2,8	0,5	1,8	1,2	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-6,2	-4,0	-5,1	-4,8	-3,4	-2,8	-2,0	-1,4	-2,1
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	6,5	...	40,2	19,5	7,9	...	...	...	...
Compra e venda de habitações	14,5	...	25,0	15,5	3,8	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária)	8,5	17,4	15,8	17,4	18,2	18,4	19,1	18,7	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	6,3	1,9	4,6	4,1	2,6	1,9	1,9	1,7	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	5,6	10,1	12,5	6,6	12,9	8,4	6,6	4,7	5,0
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	3,3	4,8	4,5	4,8	5,4	4,4	2,8	4,6	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,8	3,4	3,9	3,5	3,1	3,1	3,2	3,3	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-18,0	-16,2	-15,5	-17,9	-16,2	-15,2	-14,5	-14,7	-15,3
Mercado de trabalho									
População empregada	1,2	3,2	2,4	2,9	3,7	3,7	3,6	2,6	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,4	6,0	6,6	5,9	5,8	5,8	5,6	5,6	...
PIB	2,1	1,9	1,6	1,7	2,2	1,9	-	-	-

Preços

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	12/25	01/26	02/26
Inflação global	2,4	2,3	2,3	2,2	2,6	2,2	2,2	1,9	2,1
Inflação subjacente	2,5	2,2	2,3	2,3	2,3	2,1	2,1	1,8	1,9

Setor externo

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	12/25	01/26	02/26
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	2,0	0,5	5,3	4,2	2,0	0,5	0,5	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	2,0	3,9	5,4	7,0	6,7	3,9	3,9	...	...
Saldo corrente	6,5	3,8	4,6	3,5	3,0	3,8	3,8	...	...
Bens e serviços	6,4	3,7	4,9	4,0	3,5	3,7	3,7	...	...
Rendimentos primários e secundários	0,1	0,1	-0,3	-0,5	-0,5	0,1	0,1	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	9,6	8,3	7,9	6,9	7,0	8,3	8,3	...	...

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	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	12/25	01/26	02/26
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	7,5	5,4	6,5	5,4	6,3	5,4	5,4	5,0	...
À ordem	-0,3	8,1	5,0	5,1	8,6	8,1	8,1	7,5	...
A prazo e com pré-aviso	15,3	3,1	7,8	5,8	4,3	3,1	3,1	2,8	...
Depósitos das Adm. Públicas	26,7	28,7	29,3	39,6	-0,5	28,7	28,7	25,3	...
TOTAL	7,9	6,0	7,1	6,4	6,1	6,0	6,0	5,6	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	1,9	6,6	3,3	4,9	5,8	6,6	6,6	6,7	...
Empresas não financeiras	-1,0	2,8	0,1	2,2	2,4	2,8	2,8	2,4	...
Famílias - habitação	3,0	9,3	4,9	6,4	8,0	9,3	9,3	9,6	...
Famílias - outros fins	5,4	7,0	5,7	6,6	6,9	7,0	7,0	7,1	...
Administrações Públicas	0,6	6,4	-8,0	3,8	4,8	6,4	6,4	5,2	...
TOTAL	1,9	6,6	2,9	4,9	5,8	6,6	6,6	6,6	...
Taxa de incumprimento (%)²	2,4	...	2,3	2,3	2,3	...	-	-	-

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

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

A economia espanhola: entre a resistência e a desaceleração

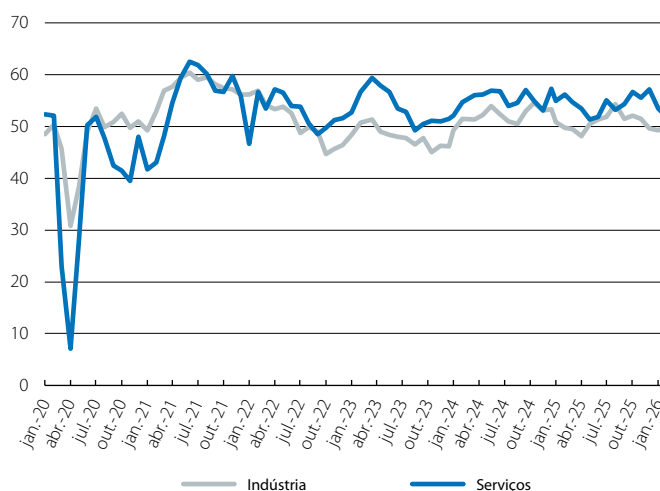
A economia espanhola encerrou 2025 com um crescimento sólido e inicia 2026 com valores ainda dinâmicos, embora ligeiramente inferiores aos do ano que passou. Em termos globais, os indicadores publicados até à data são coerentes com o cenário de previsão do CaixaBank Research, que prevê um crescimento do PIB de 2,4% este ano. Isto permite-lhe enfrentar as potenciais consequências da guerra que eclodiu no Médio Oriente a partir de uma posição um pouco mais confortável do que outras economias, mas ainda é muito cedo para avaliar as consequências. Tal dependerá, em grande medida, da duração do conflito e do seu impacto nos preços da energia, nas rotas comerciais e, em última instância, nas condições financeiras e na confiança a nível mundial. Atualmente, os riscos estão claramente inclinados para o lado negativo.

Consumo e emprego de menos para mais. Os indicadores disponíveis para o 1T revelam uma economia ainda resiliente, especialmente face aos eventos climáticos adversos que atingiram várias comunidades autónomas na primeira parte do ano. Por um lado, o Monitor do Consumo do CaixaBank Research reflete o impacto do mau tempo durante as primeiras semanas de fevereiro, embora os últimos dados mostrem já uma clara melhoria. Por conseguinte, enquanto na primeira quinzena do mês as despesas de consumo quase não cresceram em termos homólogos, na segunda semana ganharam dinamismo e aumentaram, em média, 3,2%. Para referência, no 4T 2025, a taxa de crescimento foi de 4,6%. Independentemente dos valores agregados, vale a pena referir que o abrandamento se concentrou no vestuário, nos transportes e lazer e nos hotéis e restaurantes, enquanto as despesas nas restantes categorias voltaram a registar um desempenho dinâmico.

O mercado de trabalho também começou o ano com um início misto. Em janeiro, o ritmo de criação de emprego foi de apenas 17.000 em termos mensais e corrigidos de sazonalidade, muito longe dos 42.000 registados em média em 2025. Já em fevereiro, o aumento foi de 45.000, um valor em linha com a taxa de crescimento dinâmico do ano passado e que sugere que a queda no início de 2026 foi temporária. De facto, nos primeiros dois meses do ano, a taxa média de criação de emprego, corrigida de sazonalidade, atingiu 31.000 postos de trabalho mensais. A manter-se esta dinâmica ao longo do ano, os novos registos em 2026 ultrapassariam cerca de 375.000, um valor apenas ligeiramente inferior à previsão de 400.000 registos líquidos, sem incluir o efeito da regularização extraordinária anunciada pelo Governo.

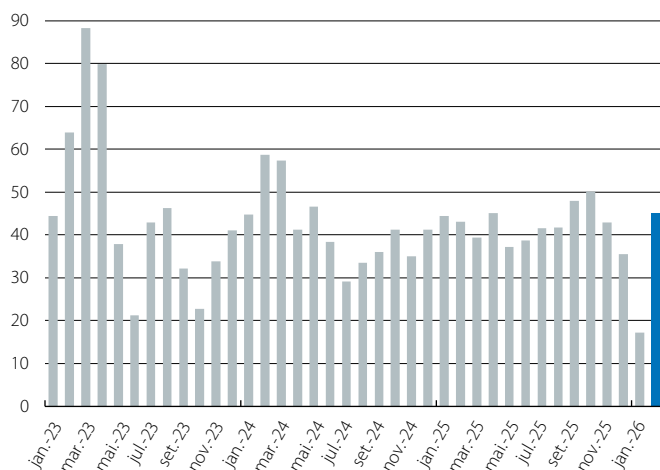
O crescimento da atividade é moderado. Quanto à oferta, os índices PMI sugerem igualmente que o ritmo de crescimento se mantém positivo e relativamente dinâmico, embora provavelmente um pouco mais moderado. Por um lado, o PMI da indústria transformadora parece ter atingido o seu ponto mais baixo após vários meses de enfraquecimento, embora ainda seja relativamente baixo. Especificamente, em fevereiro situou-

Espanha: PMI Nível



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

Espanha: inscritos na Segurança Social* Variação mensal (milhares de pessoas)



Nota: * Séries corrigidas de sazonalidade.

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

Espanha: preço da habitação Variação homóloga (%)



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

se em 50 pontos, um nível que normalmente marca a fronteira entre as zonas de expansão e de contração e que é ligeiramente superior ao de janeiro. Contudo, a média do 1T situa-se em 49,6 pontos, claramente abaixo dos 51,1 pontos do 4T 2025. O índice PMI dos serviços também está a enfraquecer em relação aos registos em que terminou 2025. No mês de fevereiro, situou-se em 51,9 pontos, deixando a média até agora no 1T 2026 em 52,7 pontos, bem abaixo do nível em que fechou 2025.

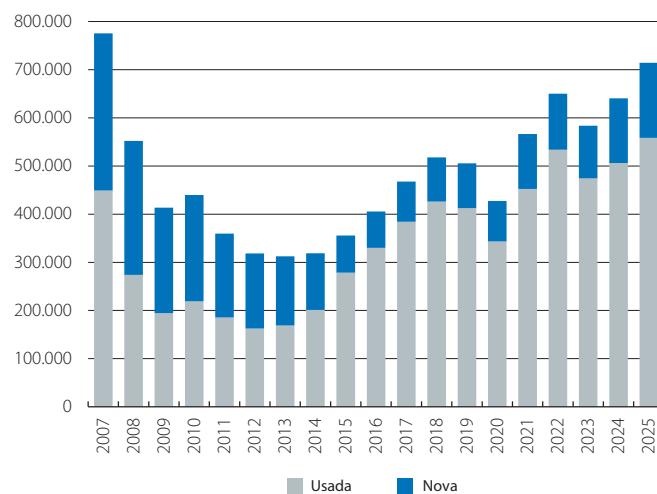
A procura de habitação estabiliza-se. O mercado da habitação apresenta uma tendência semelhante à dos restantes indicadores: o nível de atividade é elevado, mas o ritmo de crescimento está a abrandar. Isto reflete-se na evolução das transações imobiliárias: 2025 fechou com 714.237 transações, um nível historicamente elevado (entre 2014 e 2019, foram fechadas, em média, 428.000 transações por ano). No entanto, o ritmo de crescimento tem vindo a enfraquecer nos últimos meses: durante o primeiro semestre do ano, o crescimento médio das transações imobiliárias foi de 20,9% em termos homólogos, em comparação com uma média de 4,5% no segundo semestre do ano.

A pressão do lado da procura continua, contudo, a repercutir-se nos preços, num contexto em que a oferta está a crescer a um ritmo mais moderado. O valor de avaliação da habitação sem restrições do MIVAU aumentou 13,1% no 4T, o maior aumento do atual ciclo. Embora os preços atinjam novos máximos nominais, em termos reais ainda estão 25% abaixo dos níveis de 2007. De um modo geral, os dados recentes reforçam um cenário caracterizado por uma carência estrutural de habitação, que deverá continuar a exercer pressão sobre os preços.

A inflação estabiliza-se a níveis moderados. O abrandamento moderado da economia espanhola está a ser acompanhado por uma redução das pressões inflacionistas. A inflação em fevereiro manteve-se em 2,3%, longe dos cerca de 3% registados no final de 2025. O cenário de previsões aponta para uma consolidação da inflação a níveis semelhantes aos atuais, o que deverá contribuir para que o crescimento do consumo privado e a atividade em geral se mantenham dinâmicos, mas o aumento dos preços da energia provocado pela guerra que deflagrou no Médio Oriente poderá reativar as pressões inflacionistas nos próximos meses.

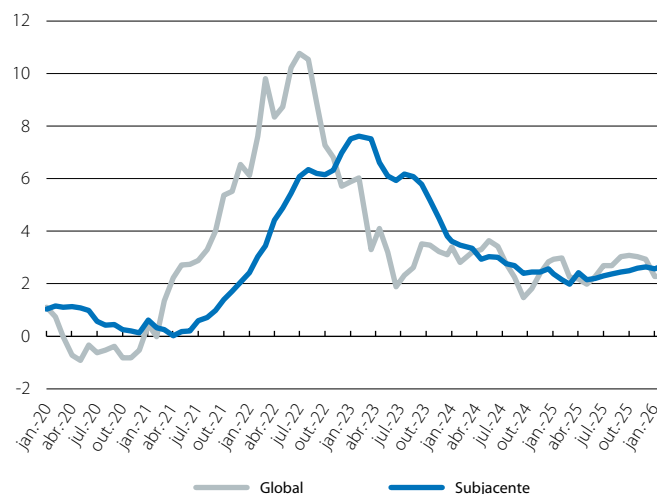
Balança corrente resiliente apesar da deterioração da conjuntura internacional. Apesar do difícil contexto internacional, o setor externo continua a ser, até à data, uma alavanca de apoio à economia espanhola. No ano de 2025, a balança corrente fechou com um excedente de 2,9% do PIB, ligeiramente inferior aos 3,2% do ano anterior, mas ainda acima da média de 2,3% registada no período 2014-2019. Por detrás deste resultado global, encontram-se dinâmicas contrastantes. A balança comercial deteriorou-se acentuadamente num ambiente marcado pelo aumento das tarifas e pela redução dos fluxos comerciais com os EUA. Contudo, esta deterioração foi compensada pela melhoria do excedente dos serviços, que atingiu 7,1% do PIB, graças ao dinamismo das exportações de serviços não turísticos, enquanto o excedente do turismo registou uma ligeira desaceleração.

Espanha: compra e venda de habitações (Unidades)



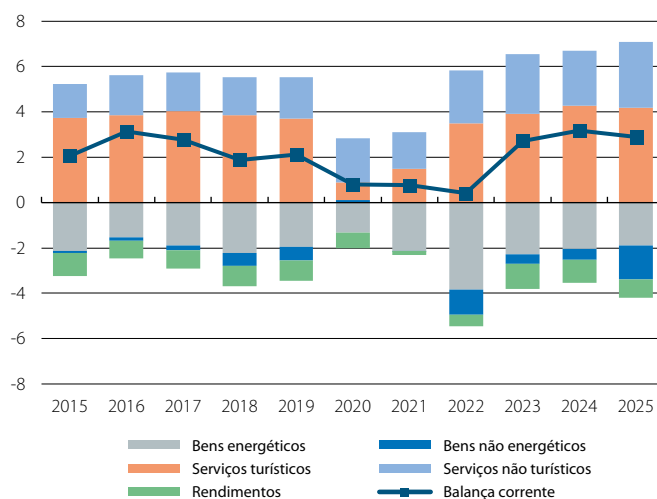
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.

Espanha: IPC Variação homóloga (%)



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

Espanha: balança de pagamentos Saldo em relação ao PIB (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados do Banco de Espanha e DataComex.

O setor externo de Espanha surpreendeu pela positiva em 2025

A complexa conjuntura internacional em 2025, marcada pelo aperto da política tarifária dos EUA, pelo abrandamento do comércio mundial e por um elevado nível de incerteza, prenunciava uma forte deterioração da balança corrente da economia espanhola, que vinha a apresentar um excelente desempenho com excedentes ininterruptos desde 2012. Estes fatores levaram-nos a rever em baixa a previsão do excedente da balança corrente para 2,3% do PIB em meados de 2025. Contudo, o balanço foi melhor do que o previsto, em virtude de outros fatores mais favoráveis, como a contenção dos preços internacionais da energia e o dinamismo das exportações de serviços, tanto turísticos como, sobretudo, não turísticos. Consequentemente, a erosão da balança corrente foi muito limitada e resultou num excedente de 2,9% do PIB, apenas 3 décimas de p. p. abaixo do recorde histórico de 2024.

Por rubrica, o défice da balança de rendimentos em 2025 situou-se em 0,8% do PIB, ligeiramente inferior ao do ano anterior (1,0%), mas muito semelhante à média registada desde 2014. Esta balança, que apresenta um défice crónico ligado à posição devedora da economia espanhola face ao exterior,¹ está principalmente associada ao pagamento de juros e dividendos a investidores estrangeiros (receitas primárias) e às transferências correntes da UE, entre as quais se destacam os fundos do NGEU (receitas secundárias). Com uma informação ainda incompleta (janeiro-setembro), a forte correção do défice do rendimento primário (-0,2% do PIB vs. -0,4% um ano antes), em resultado da descida das taxas de juro, contrasta com a estabilização do défice do rendimento secundário (-0,7% do PIB).

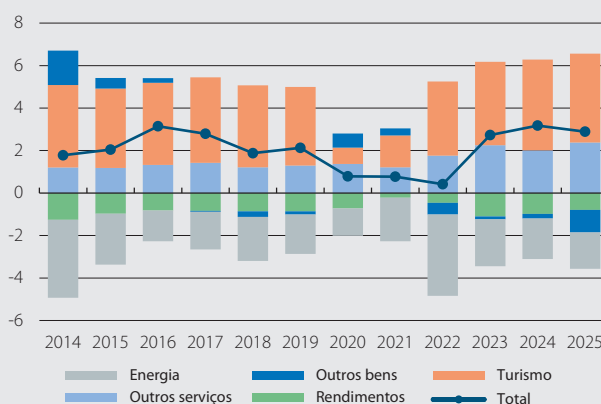
O défice da balança comercial de bens aumentou acentuadamente para 2,8% do PIB (2,1% em 2024),² agravado pela forte deterioração da balança de bens não energéticos, num contexto caracterizado por um maior dinamismo da procura interna, que impulsionou as importações, sobretudo de bens de equipamento, e por um abrandamento da procura externa, em linha com o abrandamento da área do euro, principal destino das nossas exportações. Para os resultados menos favoráveis das exportações contribuíram também a força do euro (valorizou-se quase 14% em relação ao dólar) e o aumento da concorrência internacional, exacerbado pelas tensões tarifárias mundiais e pelas estratégias de diversificação dos mercados. Isso explica o fraco crescimento das exportações espanholas de produ-

1. Ver Focus «A balança de rendimentos é afetada pelo aumento das taxas de juro» no IM04/2024.

2. Trata-se de uma estimativa, uma vez que os dados de fecho da balança de bens da balança de pagamentos só serão conhecidos em 24 de março. A balança, em termos de balança de pagamentos, é ligeiramente diferente da balança em termos aduaneiros. Para mais informações sobre as diferenças entre os dois, consulte o Focus «Excelentes registos do setor externo em 2024» no IM03/2025.

Espanha: balança corrente

(% do PIB)

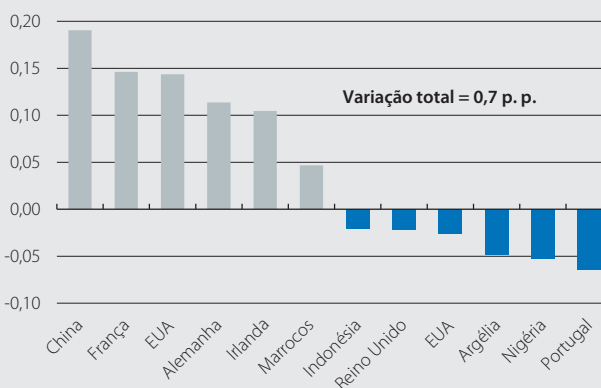


Nota: Dados do comércio de bens energéticos de acordo com a classificação SITC.

Fonte: BPI Research, a partir de dados do Banco de Espanha e das Alfândegas.

Espanha: contribuição para a variação do défice comercial em 2025

(p. p. do PIB)



Fonte: BPI Research, com base nos dados da DataComex.

tos não energéticos, apenas 1,8%, uma taxa muito inferior à das importações (6,7%). A balança energética teve um comportamento mais favorável, tendo o seu défice tradicional registado uma forte correção, em consonância com a diminuição das importações (o preço do barril de petróleo bruto Brent diminuiu 18,6% em dólares).

Um dos elementos mais marcantes do panorama internacional em 2025 foi o aumento das tarifas por parte dos EUA. A exposição do setor exportador espanhol à economia dos EUA é baixa (com dados de 2024, as exportações espanholas de bens para os EUA representam 1,1% do PIB, em comparação com 3,2% para a UE), o que amorteceu o impacto direto.³ No entanto, à queda acentuada das ven-

3. Para mais informações, consulte o artigo «Tensões tarifárias e reconfiguração dos fluxos comerciais: impacto em Espanha» no Observatório Setorial 15 2025.

das para os EUA (-8,0%), nomeadamente de óleos, produtos químicos e produtos petrolíferos, junta-se uma forte importação (+7,0%), impulsionada nos últimos anos pela rubrica da energia.⁴ Esta situação resultou num aumento notável do défice comercial com os EUA, o que, por sua vez, explica uma parte substancial da deterioração da balança comercial global (ver segundo gráfico).

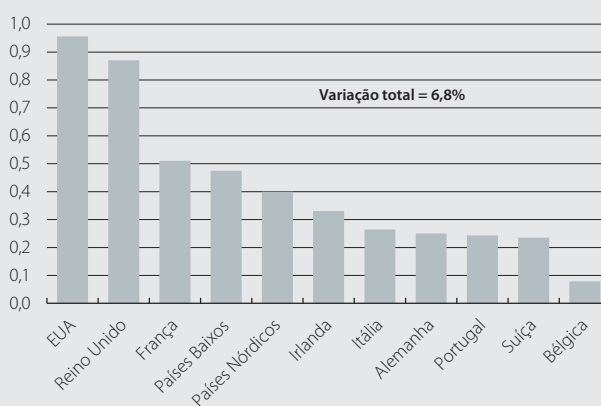
A balança de serviços continua a registar excedentes recordes. Por um lado, o turismo foi mais uma vez o motor da balança corrente, mostrando grande resiliência apesar do abrandamento económico global, com um excedente que se manteve muito próximo dos máximos históricos (4,2% do PIB vs. 4,3% anteriormente).⁵ A desvalorização do dólar em relação ao euro não travou a chegada de viajantes norte-americanos, um dos mercados com maior despesa média.⁶ Pelo contrário, foi o mercado que mais contribuiu para o crescimento das despesas totais e, entre os mercados não europeus, o que mais contribuiu para o crescimento das entradas de turistas (ver terceiro gráfico).

Os serviços não turísticos, que têm vindo a ganhar peso no setor externo espanhol nos últimos anos, tiveram um desempenho melhor do que o esperado. Atividades como os transportes, os serviços financeiros, a consultoria e os serviços digitais registaram uma evolução muito positiva, favorecida pelas crescentes externalizações das empresas europeias e pela consolidação de Espanha como centro de serviços empresariais avançados. Este dinamismo permitiu que o excedente desta rubrica aumentasse 4 décimas de p. p. para 2,4% do PIB, um novo máximo histórico. Com dados até setembro, as exportações cresceram duas vezes mais do que as importações (15,4% em termos homólogos vs. 7,7%), pelo que o excedente aumentou 33,0% em termos homólogos. Quanto ao tipo de serviço, apenas a propriedade intelectual e os seguros e pensões registaram défices, sendo de destacar a notável melhoria do excedente dos transportes.

Em suma, os dados de 2025 reforçam o diagnóstico de um setor de exportação espanhol robusto. Numa perspetiva de mais longo prazo, o excedente da balança corrente entre 2023 e 2025 foi, em média, 0,6 p. p. superior à média de 2017-2019. O aumento notável nas últimas décadas do peso das exportações de bens e serviços não energéticos

Espanha: contribuição para a evolução das despesas de turismo em 2025

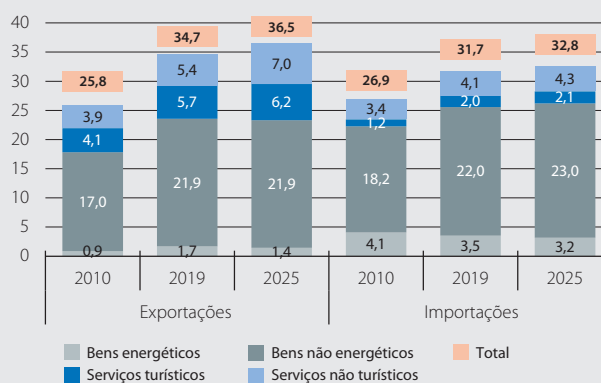
(p. p.)



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

Espanha: exportações e importações de bens e serviços

(% do PIB)



Nota: Dados do comércio de mercadorias de acordo com a classificação SITC.

Fonte: BPI Research, a partir de dados do INE e do Banco da Espanha.

(turismo e não turismo) (ver último gráfico) reflete uma diversificação crescente do setor externo. Assim, e tal como se explica no capítulo «As exportações espanholas e os desafios à sua competitividade» do presente relatório, o agravamento da balança de bens não energéticos em 2025 parece explicar-se sobretudo pela fraqueza dos principais parceiros comerciais de Espanha e pelo aumento das importações ligado à retoma do investimento, mais do que por uma deterioração da competitividade.

4. Desde o início da guerra na Ucrânia, a dependência do gás natural liquefeito (GNL) dos EUA disparou. Ver Focus «A importância do comércio de mercadorias entre Espanha e os EUA», no IM12/2024.

5. Esta leve redução do excedente deve-se principalmente ao forte crescimento dos pagamentos turísticos, muito superior ao das receitas (15,3% vs. 6,9%).

6. A despesa média por turista americano foi de 2.296 euros, 65% acima da média (1.392 euros).

As exportações espanholas e os desafios à sua competitividade

O setor estrangeiro espanhol melhorou significativamente a sua posição nos últimos três anos: o excedente da balança corrente passou de 0,4% do PIB em 2022 para perto de 3% do PIB em 2025, refletindo uma maior capacidade de financiamento em relação ao resto do mundo. Não obstante, esta melhoria verifica-se num contexto em que a inflação espanhola nos últimos dois anos manteve um diferencial ligeiramente positivo em relação à média da Zona Euro, coincidindo também com um euro que tendeu a valorizar-se em relação ao dólar neste período. Perante o possível aumento do custo das exportações derivado destas condições, foi avaliado o seu impacto na competitividade dos preços e dos custos das vendas ao estrangeiro e analisamos a posição atual da quota de exportação espanhola num cenário global de crescentes tensões comerciais em que as margens de concorrência parecem estar a diminuir.

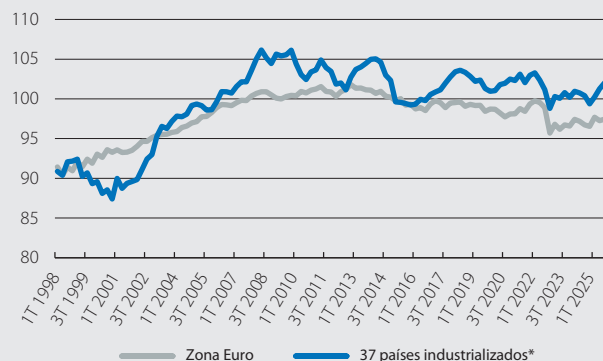
Foi utilizado como medida da competitividade dos preços a taxa de câmbio efetiva real (TCER), que mede a taxa de câmbio nominal média de Espanha em relação a um conjunto de parceiros comerciais, ajustada pela inflação relativa de acordo com o IPC harmonizado. O ajustamento em função da inflação reflete as diferenças de preços no consumidor entre Espanha e os seus homólogos. Por conseguinte, se a TCER subir, isso significa que Espanha perde competitividade, uma vez que as suas exportações se tornam mais caras e as importações mais baratas em termos relativos, e vice-versa.

No primeiro gráfico, compara-se a TCER com a Zona Euro e com um grupo de 37 países industrializados. Na comparação com a Zona Euro, devido à moeda comum, a componente da taxa de câmbio nominal não funciona e a leitura é equivalente à comparação de preços relativos. Na sequência de um ponto de viragem no último trimestre de 2022 (quando a inflação em Espanha subiu menos do que noutros países da Zona Euro), é observável uma modesta deterioração da competitividade até ao último trimestre de 2025, deixando a economia espanhola, no entanto, num nível ainda mais competitivo do que em 2019. Em comparação com o conjunto dos 37 países, a recente subida da TCER é mais acentuada devido ao impacto da apreciação do euro. Ainda assim, Espanha mantém-se em níveis comparáveis aos verificados antes da pandemia.

Em contrapartida, é igualmente possível analisar a evolução da TCER deflacionada pelo índice de custos unitários do trabalho (CTUP) em vez da inflação. Tal abordagem permite verificar se, do lado da produção, existe uma pressão através do rácio salários-productividade que possa contribuir para o aumento relativo dos preços em relação a outros países. O segundo gráfico mostra que, após um

Espanha: taxa de câmbio efetiva real segundo o IPC

Índice (100 = 2015)

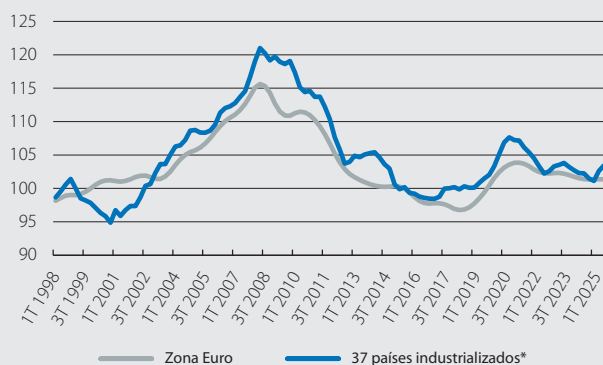


Nota: * «37 países industrializados» inclui a UE-27 mais a Austrália, o Canadá, os EUA, Japão, Noruega, Nova Zelândia, México, Suíça, Reino Unido e Turquia.

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

Espanha: taxa de câmbio efetiva real por custo unitário do trabalho

Índice (100 = 2015)



Nota: * «37 países industrializados» inclui a UE-27 mais a Austrália, o Canadá, os EUA, Japão, Noruega, Nova Zelândia, México, Suíça, Reino Unido e Turquia.

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

pico da TCER durante a COVID-19 devido à forte recuperação dos custos unitários do trabalho, Espanha recuperou claramente a competitividade face aos custos da Zona Euro, embora esteja numa posição pior do que em 2019. Em relação ao grupo das 37 economias industrializadas, a melhoria em 2020 tendeu a moderar-se e, após uma ligeira recuperação em 2025, a posição atual é semelhante à de 2019.

Globalmente, os dois gráficos mostram um quadro polarizado: do lado dos preços finais, a competitividade é sólida, enquanto a ligeira perda observada recentemente provém mais do lado do custo do trabalho, cuja evolução tem sido mais favorável em relação à Zona Euro do que em relação ao grupo das 37 economias industrializadas, salientando por sua vez o efeito da apreciação da taxa de câmbio. Para determinar se estas tensões se traduziram, de facto,

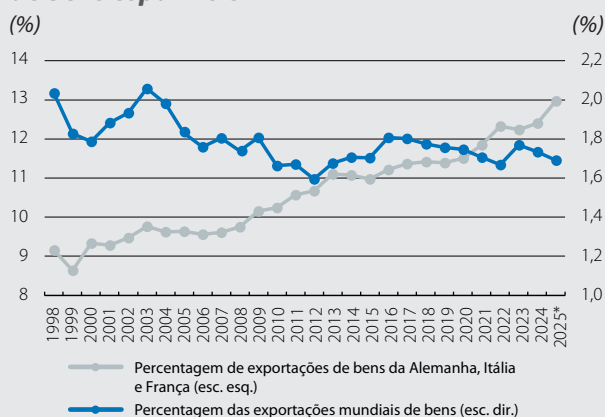
num declínio da posição externa do país, a análise foi complementada de modo a examinar-se a evolução da quota-parte de Espanha nas exportações de bens e serviços. Esta medida é útil porque a competitividade pode ser avaliada não só em termos de preço e custo, mas também em termos de outras dimensões, como a inovação, a complexidade ou o nível de tecnologia das exportações.¹ Neste sentido, a quota de exportação reflete a forma como o conjunto de fatores que influenciam o comércio internacional acaba por se materializar nas vendas ao exterior.

O terceiro gráfico mostra o ganho de Espanha em relação à Alemanha, Itália e França: a quota da economia espanhola nas exportações de bens deste grupo continuou a aumentar e situa-se agora em 13%, em comparação com 11,4% em 2019. Tal melhoria explica-se pelo facto de, no período 2020-2025, as exportações espanholas de bens terem crescido 30%, em comparação com um crescimento de 12% no conjunto destes três países. Em contrapartida, a quota de Espanha no comércio mundial manteve-se estável em cerca de 1,7% nos últimos anos, o que indica que o país não perdeu a sua presença no comércio mundial de mercadorias, apesar da inflação e da dinâmica das taxas de câmbio. Esta capacidade de manter a quota durante este período é ainda mais notável num contexto em que a quota de exportação da China e de outras economias asiáticas, como o Vietname e Taiwan, tem crescido sem parar.

No que diz respeito à quota das exportações de serviços no total mundial, Espanha recuperou o seu nível pré-pandémico no último ano, um resultado particularmente positivo em comparação com a Alemanha, Itália e França, que estão a perder quota. Ao mesmo tempo, os EUA, embora continuem a ser o líder do setor, estão a perder algum terreno na quota global, enquanto a China e o Reino Unido têm vindo a ganhar quota nos últimos anos. Se considerarmos os serviços de turismo em particular, o desempenho de Espanha é notável. A sua quota global situa-se em cerca de 6%, à frente de França (cerca de 4%), Itália (3,5%) e Alemanha (2,5%), e 1 p. p. acima do nível registado em 2019, consolidando Espanha como um dos principais exportadores de serviços turísticos da Europa. Concentrando-nos apenas nos serviços não turísticos, após o crescimento excecional do setor a partir de 2021, deduz-se que Espanha conseguiu defender a sua quota de mercado num ambiente em que a Alemanha, Itália, França e os EUA diminuíram, dado que o volume das exportações mundiais também aumentou acentuadamente.

De um modo geral, os indicadores analisados sugerem que, apesar do diferencial de inflação e da apreciação do

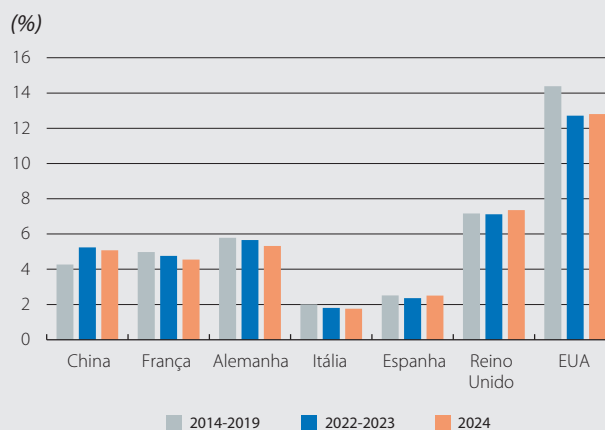
Espanha: percentagem das exportações de bens espanhóis



Nota: * Dados até ao 3T, acumulados ao longo de quatro trimestres.

Fonte: BPI Research, com base em dados da Organização Mundial do Comércio.

Percentagem das exportações de serviços no total mundial



Fonte: BPI Research, com base em dados da Organização Mundial do Comércio.

euro nos últimos anos, não se registou uma deterioração significativa da competitividade externa de Espanha. Este facto, combinado com a estabilidade ou o aumento das quotas de exportação, tanto de bens como de serviços, sugere que a economia espanhola conseguiu manter a sua posição competitiva num ambiente exigente. Este desempenho pode estar associado a um esforço de diversificação do seu setor exportador, ou à capacidade de competir noutras dimensões, o que teria compensado parcialmente o impacto do nível de preços relativos mais elevado. Isto é ainda mais relevante num ambiente global em que a China continua a aumentar o seu peso e em que várias economias europeias (e mesmo os EUA) perderam terreno.

1. Ver Focus: A tecnologia e a complexidade são exportadas de Espanha? no IM07/2025.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	12/25	01/26	02/26
Indústria									
Índice de produção industrial	0,4	1,3	-0,6	1,5	2,5	1,7	-0,3	0,3	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-4,9	-4,8	-5,0	-5,4	-5,0	-3,8	-3,5	-2,5	-2,2
PMI das indústrias (valor)	52,2	50,9	50,0	50,0	52,6	51,1	49,6	49,2	50,0
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	16,7	8,8	20,1	14,8	7,9	8,8	8,8	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	9,7	11,5	17,0	22,9	18,7	11,5	11,5	...	...
Preço da habitação	8,4	...	12,2	12,7	12,8	...	...	...	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	10,1	3,2	8,1	6,3	4,3	3,2	3,2	3,0	...
PMI dos serviços (valor)	55,3	54,5	55,3	52,2	54,2	56,4	57,1	53,5	51,9
Consumo									
Vendas a retalho ¹	1,8	4,3	3,4	5,1	4,5	4,3	2,9	...	...
Matrículas de automóveis	7,2	12,9	14,0	13,7	16,9	8,0	-2,2	1,1	7,5
Indicador do sentimento económico (valor)	103,1	103,1	103,3	102,1	102,7	104,4	104,6	106,2	106,2
Mercado de trabalho									
População empregada ²	2,2	2,6	2,4	2,7	2,6	2,8	...	...	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	11,3	10,5	11,4	10,3	10,5	9,9	...	...	...
Inscritos na Segurança Social ³	2,4	2,3	2,3	2,2	2,3	2,4	2,4	2,3	...
PIB	3,5	2,8	3,0	2,8	2,7	2,6	...	...	...

Preços

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	12/25	01/26	02/26
Inflação global	2,8	2,7	2,7	2,2	2,8	3,0	2,9	2,3	2,3
Inflação subjacente	2,9	2,3	2,2	2,3	2,4	2,6	2,6	2,6	2,7

Setor externo

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	12/25	01/26	02/26
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	0,2	0,7	3,3	2,0	0,8	0,7	0,7	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	0,1	4,6	4,2	4,1	4,6	4,6	4,6	...	...
Saldo corrente	50,7	48,7	47,8	48,6	48,7	48,7	48,7	...	...
Bens e serviços	66,3	62,6	63,5	63,7	62,1	62,6	62,6	...	...
Rendimentos primários e secundários	-15,7	-13,8	-15,7	-15,1	-13,4	-13,8	-13,8	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	68,7	67,4	66,6	67,6	67,1	67,4	67,4	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros⁴

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

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

Notas: 1. Sem combustíveis e deflacionado. 2. EPA. 3. Dados médios mensais. 4. Dados agregados do setor bancário espanhol e residentes em Espanha. 5. Depósitos públicos, excluindo acordos de recompra. 6. Dados de fim de período.

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

ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

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

INFORMAÇÃO MENSAL

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

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

DAILY REPORT

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

PULSO ECONÓMICO

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

NOTAS BREVES

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

FLASH NOTES

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

FICHAS SÍNTESE PAÍS

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



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

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

© Banco BPI, S.A., 2026

© CaixaBank, S.A., 2026

Design e produção: www.cegegglobal.com

