

IM09

INFORMAÇÃO MENSAL
SETEMBRO 2026



ECONOMIAS E MERCADOS INTERNACIONAIS

MERCADOS FINANCEIROS

O caminho do BCE rumo a uma nova normalidade

ECONOMIA INTERNACIONAL

O novo cenário das tarifas nos EUA (edição «regresso às aulas» de 2026)

Irlanda, o país que distorce as estatísticas europeias

ECONOMIA PORTUGUESA

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

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

INFORMAÇÃO MENSAL**Setembro 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:

7 de setembro de 2026

ÍNDICE**1 EDITORIAL****3 PONTOS CHAVE DO MÊS****4 PREVISÕES****7 MERCADOS FINANCEIROS**

9 *O caminho do BCE rumo a uma nova normalidade*

12 ECONOMIA INTERNACIONAL

14 *O novo cenário das tarifas nos EUA (edição «regresso às aulas» de 2026)*

16 *Irlanda, o país que distorce as estatísticas europeias*

20 ECONOMIA PORTUGUESA

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

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

28 ECONOMIA ESPANHOLA

Portugal: crescer entre ventos contrários

A economia portuguesa tem evidenciado, em 2026, uma evolução mais favorável do que a antecipada no início do ano, sugerindo uma provável revisão em alta das perspetivas de crescimento. A robustez da atividade económica reflete a resiliência da procura interna, apoiada pelo dinamismo do mercado de trabalho, pelo crescimento do rendimento disponível das famílias e pela execução dos fundos europeus, bem como um desempenho relativamente sólido das exportações. Neste contexto, o crescimento do PIB deverá superar 2%, apesar de um enquadramento internacional marcado por elevada incerteza geopolítica e comercial.

Todavia, a melhoria das perspetivas de crescimento ocorre num ambiente em que os riscos para a inflação voltaram a ganhar relevância. A intensificação das tensões no Médio Oriente provocou uma nova subida dos preços do petróleo e do gás natural, contribuindo para uma aceleração recente da inflação. Contudo, a natureza deste choque energético difere da crise observada em 2022. Enquanto então se verificou uma transmissão rápida e generalizada dos aumentos dos custos energéticos para a maioria dos bens e serviços, o impacto atual permanece mais concentrado nos componentes diretamente relacionados com a energia e os transportes.

A análise da composição da inflação, incluída num tema desta publicação, sugere que os efeitos indiretos sobre o conjunto da economia continuam, para já, relativamente limitados. As expectativas de inflação das empresas e dos consumidores mantêm-se significativamente abaixo dos níveis registados durante o anterior episódio de crise energética, beneficiando igualmente de uma política monetária que se tem tornado mais restritiva e de um menor grau de pressão sobre os custos de produção. Ainda assim, a persistência de preços energéticos elevados poderá atrasar o processo de convergência da inflação para a meta de 2% do Banco Central Europeu, sobretudo se os aumentos dos custos energéticos acabarem por se repercutir de forma mais ampla nos preços dos serviços e dos bens industriais.

Para além dos riscos conjunturais associados à energia, as alterações climáticas constituem um dos principais desafios estruturais para a economia portuguesa no longo prazo, situação que analisamos num artigo desta publicação. A evidência disponível indica que Portugal se encontra entre os países europeus mais expostos aos efeitos económicos do aquecimento global, em resultado das suas características geográficas e da relevância de setores particularmente sensíveis às condições climáticas, nomeadamente a agricultura e o turismo. A maior frequência de fenómenos extremos, incluindo secas, ondas de calor, incêndios florestais e eventos de precipitação intensa, poderá exercer impactos significativos sobre a produtividade, o investimento e o crescimento potencial da economia.

A estes riscos acrescem algumas vulnerabilidades de natureza macrofinanceira. Apesar de Portugal continuar a apresentar uma posição orçamental relativamente sólida em comparação com a maioria dos países da área do euro, os indicadores mais recentes apontam para uma diminuição gradual da margem de conforto das contas públicas. A moderação da atividade económica, o aumento da despesa associada ao envelhecimento demográfico, e a médio prazo, os custos de adaptação climática e a normalização dos apoios europeus colocam desafios acrescidos à manutenção dos excedentes orçamentais observados nos últimos anos. Paralelamente, verifica-se uma deterioração da balança corrente, que tem evoluído de uma situação de excedente para uma de défice nos meses mais recentes, refletindo o agravamento do défice de bens devido ao crescimento mais rápido das importações face às exportações e ao impacto do aumento dos preços energéticos na fatura externa. Esta evolução não constitui, para já, um risco de sustentabilidade externa, mas sinaliza uma maior dependência do financiamento externo e uma redução de um dos principais amortecedores macroeconómicos construídos pela economia portuguesa ao longo da última década.

Em síntese, o cenário macroeconómico para Portugal combina uma conjuntura de crescimento relativamente favorável com desafios relevantes tanto no curto como no longo prazo. Se, por um lado, a evolução recente da atividade económica justifica uma revisão moderadamente positiva das previsões, que apresentaremos no próximo mês, por outro, a persistência das pressões energéticas bem como a crescente materialização dos riscos climáticos representam fatores de vulnerabilidade que poderão condicionar a estabilidade de preços e o potencial de crescimento da economia portuguesa nas próximas décadas. A capacidade de adaptação da economia a estes desafios será, por isso, determinante para assegurar uma trajetória de crescimento sustentável.

Paula Carvalho
Setembro 2026

Cronologia

AGOSTO 2026

- 12** O ano de 2026 registou o período de junho-julho mais quente de sempre na Europa, de acordo com uma análise do Programa Copernicus da UE.

MAIO 2026

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

MARÇO 2026

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

JUNHO 2026

- 11** O BCE aumentou as taxas de juro em 25 p. b. e a taxa *depo* passa de 2,00% para 2,25%.
- 18** Assinatura do memorando de entendimento em que os EUA e o Irão acordam um cessar-fogo e a abertura do Estreito de Ormuz.

ABRIL 2026

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

FEVEREIRO 2026

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

Agenda

SETEMBRO 2026

- 1** Zona Euro: estimativa rápida do IPC (agosto).
- 2** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (agosto).
- 4** Portugal: *rating* da Fitch.
- 9** Portugal: comércio internacional (julho).
- 10** Conselho de Governadores do Banco Central Europeu.
- 11** Espanha: *rating* S&P.
Espanha: *rating* da Fitch.
- 15-16** Comité de Mercado Aberto da Fed.
- 17** Espanha: inquérito trimestral do custo da mão de obra (2T).
- 22** Portugal: preços da habitação (2T).
- 23** Espanha: balança de pagamentos e PII (2T).
Portugal: Detalhe do PIB por setores institucionais (2T).
- 24** Portugal: rácio de incumprimento (2T).
- 25** Espanha: detalhe do PIB (2T).
Espanha: créditos, depósitos e incumprimentos (2T).
- 29** Espanha: estimativa rápida do IPC (setembro).
Zona Euro: índice de sentimento económico (setembro).
- 30** Espanha: taxa de poupança das famílias (2T).
Portugal: estimativa rápida do IPC (setembro).
Portugal: emprego e desemprego (agosto).

OUTUBRO 2026

- 1** Portugal: dívida pública (agosto).
- 2** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (setembro).
Zona Euro: estimativa rápida do IPC (setembro).
- 8** Espanha: contas financeiras (2T).
- 9** Portugal: comércio internacional (agosto).
- 15** Conselho Europeu.
- 19** China: PIB (3T).
- 26** Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (agosto).
- 27** Espanha: inquérito à população ativa (3T).
Portugal: créditos e depósitos (setembro).
- 27-28** Comité do Mercado Aberto do Fed.
- 29** Portugal: emprego e desemprego (setembro).
Zona Euro: índice de sentimento económico (outubro).
Conselho de Governadores do Banco Central Europeu.
EUA: PIB (3T).
- 30** Espanha: estimativa rápida do PIB (3T).
Espanha: estimativa rápida do IPC (outubro).
Espanha: *rating* DBRS.
Portugal: estimativa rápida do PIB (3T).
Portugal: estimativa rápida do IPC (outubro).
Zona Euro: PIB (3T).

Precisamos falar sobre as taxas de juro

Num verão em que as atenções se voltam tanto para os efeitos das mudanças climáticas (fenómenos como o El Niño, que podem causar perturbações na atividade global no outono) quanto para o ressurgimento do risco político para o patamar anterior à assinatura do acordo entre os EUA e o Irão (em junho), um velho conhecido voltou a bater à porta dos riscos económicos e financeiros. A forte subida das rentabilidades em todas as zonas da curva de taxas de juro, entre 40 e 50 p. b. desde o final de junho, representa um novo degrau na mudança de tendência dos mercados de títulos iniciada em 2022 e reflete as transformações estruturais que a economia mundial enfrenta. Trata-se de uma nova fonte de preocupação caso esse movimento se intensifique, tendo em conta que a dívida pública global já se aproxima da marca psicológica de 100 biliões de dólares, com países como os EUA a ultrapassar os 40 biliões de dólares. Aproximam-se, assim, dos limites estabelecidos pela Lei de Ferguson, segundo a qual uma potência económica entra em zona de risco quando o pagamento de juros da dívida pública supera os gastos com defesa. Nesse ponto, financiar as dívidas do passado exige mais recursos do que garantir a segurança futura.

Considerando que a taxa de juro natural é aquela que equilibra a poupança e o investimento e é compatível com a estabilidade de preços, a realidade é que, após mais de uma década perdida para a formação bruta de capital na sequência da grande crise financeira, observa-se, desde a pandemia, um aumento das necessidades de financiamento associadas à defesa, à inteligência artificial (IA), ao envelhecimento da população e à transição energética. Essa dinâmica acelerou-se nos últimos trimestres, impulsionada pela corrida das grandes empresas de tecnologia para liderar a revolução da IA e pelo seu crescente recurso direto aos mercados financeiros. Nessa perspetiva, estaríamos a presenciar uma normalização das taxas de juro após um longo período marcado por anomalias económicas e financeiras, como os rendimentos negativos ou o uso de instrumentos não convencionais pelos bancos centrais para combater o risco de «japonização» das economias ocidentais. Esse caminho de retorno situou a taxa de juro média das principais referências de dívida de longo prazo da OCDE em níveis de 2008, em torno de 3,7%. A normalização também se reflete na revisão em alta das taxas neutras por parte de bancos centrais como o da Zona Euro, que agora as situa entre 2% e 2,5%. Ao mesmo tempo, essas instituições reduzem a sua presença nos mercados (com um balanço que passou de 65% para 37% do PIB da Zona Euro) e voltam a concentrar a política monetária nas taxas de referência e nos leilões semanais.

Ao decompor a movimentação das taxas de juro nos últimos meses entre a componente real e as expectativas de inflação, verifica-se que a rentabilidade real explicaria a maior parte da subida verificada, tanto nos títulos a 10 anos como a 30 anos. O fenómeno é especialmente visível nos EUA, onde as taxas reais se situam entre 2,5% e 3% na zona longa da curva (em contraste com os níveis ainda negativos do início de 2022), ao passo que as expectativas de inflação de médio prazo mal ultrapassam os 2%. Esta evolução reflete a confiança na capacidade dos bancos centrais de reconduzir a inflação até à meta, as mudanças no equilíbrio entre poupança e investimento e o otimismo quanto ao impacto do investimento em IA no crescimento de longo prazo. Também ajuda a explicar a aparente contradição entre o aumento da rentabilidade dos ativos sem risco e o bom desempenho dos mercados bolsistas durante o verão.

Se, alternativamente, decomposermos as rentabilidades de longo prazo nas expectativas sobre os movimentos futuros dos bancos centrais e no prémio de risco associado à maturidade (isto é, o custo de proteção contra riscos imprevistos de natureza fiscal ou monetária), a maior parte da subida registada neste ano seria explicada por uma recalibração em alta do nível de taxas necessário para atingir as metas de inflação. No entanto, exceto no caso dos «suspeitos de sempre» dos últimos anos, como França e Reino Unido, o prémio de risco associado à maturidade não aumentou de forma significativa. Essa postura de excessiva tolerância pode ser explicada pelo fato de que o aumento da taxa neutra ao risco também reflete a preocupação com a política fiscal.

Em suma, aparentemente por trás da recente subida das rentabilidades não se observa uma inquietação excessiva dos investidores quanto a desequilíbrios monetários ou fiscais, mas sim a aposta dos bancos centrais em taxas neutras mais elevadas para combater os efeitos de choques de oferta, além de taxas de equilíbrio mais elevadas para acomodar a nova procura de financiamento dos setores público e privado. Portanto, a aposta (não isenta de riscos) é que os investimentos em IA se traduzirão rapidamente em ganhos de produtividade, crescimento potencial e lucros empresariais, permitindo estabilizar a dinâmica da dívida pública. Contudo, o otimismo e a tranquilidade não são uniformes, como demonstram as surpreendentes intervenções do Tesouro dos EUA no mercado de títulos, tanto de forma direta (mediante o aumento das compras de dívida pública) quanto indireta, por meio de sua atuação nos mercados de câmbio em conjunto com as autoridades japonesas.

José Ramón Díez

Final de período, exceto quando é especificado o contrário

Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2019	Média 2020-2023	2024	2025	2026	2027
TAXAS DE JURO							
Dólar							
Fed funds (limite inferior)	3,18	0,54	1,75	4,25	3,50	3,50	3,00
SOFR 3 meses	3,62	1,01	2,09	4,37	3,71	3,72	3,21
SOFR 12 meses	3,86	1,48	2,39	4,19	3,48	3,57	2,95
Dívida pública 2 anos	3,70	1,04	2,06	4,24	3,51	3,90	3,85
Dívida pública 10 anos	4,69	2,57	2,31	4,40	4,14	4,60	4,65
Euro							
Depo BCE	2,05	0,20	0,61	3,09	2,00	2,25	2,00
Refi BCE	3,05	0,75	1,11	3,24	2,15	2,40	2,15
€STR	–	–0,54	0,52	3,06	1,93	2,18	1,93
Euribor 1 mês	3,18	0,50	0,57	2,89	1,92	2,25	2,00
Euribor 3 meses	3,24	0,65	0,70	2,83	2,05	2,28	2,04
Euribor 6 meses	3,29	0,78	0,87	2,63	2,14	2,37	2,14
Euribor 12 meses	3,40	0,96	1,04	2,44	2,27	2,47	2,26
Alemanha							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,35	0,56	2,02	2,13	2,25	2,07
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	2,74	2,66
Dívida pública 5 anos	3,91	2,19	1,07	2,48	2,64	3,00	2,96
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	2,33	2,23
Dívida pública 5 anos	3,96	3,94	0,98	2,15	2,49	2,72	2,67
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	1,11	1,15
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,84	0,87	0,83	0,88	0,90	0,90
EUR/JPY (yenes por euro)	129,56	126,41	135,43	161,18	182,71	180,00	175,00
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	80,1	73,8	73,1	61,6	73,3	70,9
Brent (euros/barril)	36,1	62,5	67,0	69,8	52,6	66,1	61,6

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	3,5	3,5	2,9	3,3
Países desenvolvidos	2,7	1,5	1,7	1,9	1,9	1,6	1,7
Estados Unidos	2,7	1,8	2,4	2,8	2,1	2,3	2,0
Zona Euro	2,3	0,8	1,1	1,0	1,3	0,5	1,3
Alemanha	1,6	1,3	0,2	-0,5	0,3	0,6	1,1
França	2,3	1,0	1,0	1,4	0,9	0,4	0,9
Itália	1,5	-0,3	1,5	0,6	0,7	0,5	0,8
Portugal	1,5	0,4	1,9	2,1	1,9	1,8	1,8
Espanha	3,6	0,7	1,1	3,5	2,8	2,4	2,0
Japão	1,4	0,4	0,1	-0,2	1,2	0,8	0,6
Reino Unido	2,8	1,3	1,0	1,0	1,3	1,0	0,9
Países emergentes e em desenvolvimento	6,3	4,9	3,5	4,5	4,5	3,8	4,4
China	10,6	8,0	4,9	5,0	5,0	4,5	4,0
Índia	7,2	6,7	4,6	7,3	7,5	6,6	6,4
Brasil	3,6	1,6	1,9	3,4	2,3	1,8	1,9
México	2,3	1,5	1,1	1,4	0,6	1,1	1,8
Rússia	-	1,4	1,5	4,9	1,0	0,8	1,5
Turquia	5,5	4,5	6,4	3,3	3,8	3,1	3,9
Polónia	4,1	3,7	2,6	3,1	3,6	3,1	2,8
INFLAÇÃO							
Mundial	4,1	3,7	5,9	5,8	4,1	4,3	3,7
Países desenvolvidos	2,1	1,6	3,9	2,6	2,5	3,1	2,5
Estados Unidos	2,7	1,8	4,5	3,0	2,6	3,5	2,4
Zona Euro	2,2	1,4	4,2	2,4	2,1	2,7	2,2
Alemanha	1,7	1,4	4,6	2,5	2,3	2,7	2,2
França	1,9	1,3	3,5	2,3	0,9	2,0	1,9
Itália	2,4	1,4	4,1	1,1	1,6	2,5	2,0
Portugal	3,1	1,1	3,4	2,4	2,3	2,9	2,3
Espanha	3,2	1,3	3,7	2,8	2,7	3,2	2,4
Japão	-0,3	0,4	1,4	2,7	3,2	2,1	2,0
Reino Unido	1,6	2,3	5,0	2,5	3,4	3,1	2,7
Países emergentes e em desenvolvimento	6,9	5,6	7,3	8,0	5,2	5,6	4,8
China	1,7	2,6	1,4	0,2	0,1	1,0	1,5
Índia	4,6	7,3	6,0	5,0	2,2	4,1	4,0
Brasil	7,3	5,7	6,4	4,4	5,0	4,5	4,0
México	5,2	4,2	5,6	4,7	3,8	4,2	3,9
Rússia	14,2	7,9	7,4	8,5	8,7	5,7	4,6
Turquia	22,6	9,6	39,5	58,5	34,9	30,3	21,5
Polónia	3,5	1,9	8,2	3,7	3,4	3,3	2,7

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

Previsões

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

Economia portuguesa

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

Previsões

Economia espanhola

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

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

Previsões

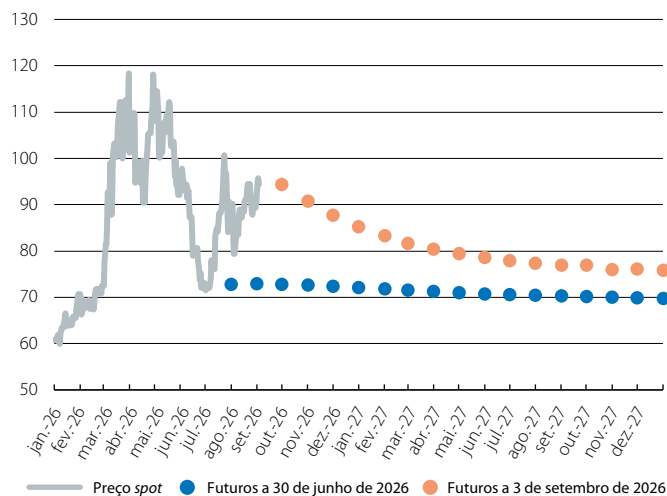
O verão não afeta os mercados

Médio Oriente, volatilidade e incerteza marcam os mercados neste verão. Os mercados financeiros viveram um período de verão marcado por alguma intensidade e volatilidade, impulsionados pela continuidade do conflito no Médio Oriente e pela tensão nos preços da energia, com a consequente pressão sobre as expectativas de inflação e de política monetária. Dessa forma, julho e agosto foram marcados por um novo aumento dos preços do petróleo e do gás, uma subida generalizada das taxas de juro e uma certa fraqueza do dólar norte-americano, num contexto de reação fria por parte dos investidores face à falta de clareza nas declarações do presidente da Reserva Federal, Kevin Warsh, e às intervenções nos mercados cambiais e de dívida do secretário do Tesouro, Scott Bessent. Apesar deste contexto, as bolsas das principais economias avançadas conseguiram encerrar os meses de julho e agosto com ganhos, graças a uma sólida época de resultados.

Pressão sobre os preços da energia. O preço do petróleo Brent oscilou numa faixa extraordinariamente ampla, acompanhando as reviravoltas diplomáticas do conflito no Médio Oriente. Até ao início de julho, o Brent oscilava perto de 70 dólares por barril, refletindo a esperança de uma resolução da guerra e da recuperação da oferta, o que moderou a sua queda homóloga para 6,3 mb/d. No entanto, o recomeço das hostilidades, o novo encerramento do Estreito de Ormuz e as ameaças dos houthis no Mar Vermelho (rota alternativa para as exportações de crude da Arábia Saudita) fizeram com que o preço ultrapassasse os 100 dólares. No início de setembro, o preço oscilava entre os 90 e os 95 dólares por barril, num contexto marcado pelas negociações entre o Irão e Omã para estabelecer um corredor de navegação no Estreito de Ormuz e por novos ataques militares. A pressão sobre o gás natural foi ainda mais intensa, com a cotação de referência europeia (TTF) a passar de cerca de 40 €/MWh em junho para mais de 70 €/MWh, impulsionada pela interação entre o conflito no Médio Oriente, o aumento da procura por eletricidade na Europa (associado às ondas de calor) e as reservas de gás relativamente baixas (pouco mais de 60% da capacidade da UE em agosto vs. 80% na média mensal dos últimos anos). Além disso, julho e agosto registaram também um aumento generalizado dos preços dos produtos agrícolas e dos metais, tendo o índice sintético de matérias-primas da Bloomberg subido cerca de 15%.

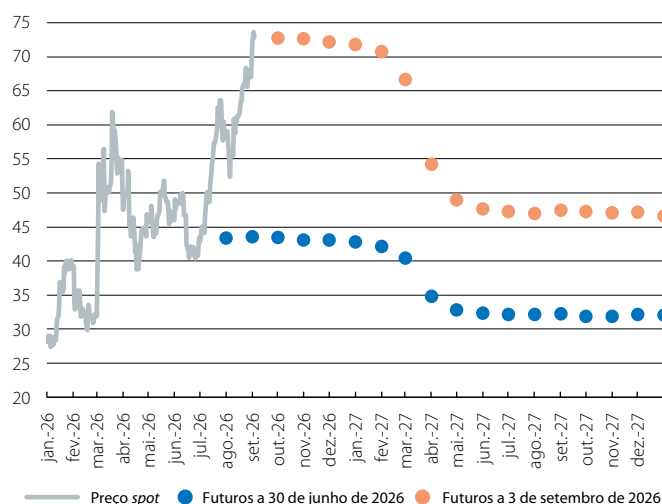
Aumento generalizado das taxas de juro soberanas. O aumento dos preços das matérias-primas exerceu pressão sobre as expectativas de inflação, com os *swaps* a 2 anos dos EUA e da Zona Euro a subirem para 2,5%-2,8%. Juntamente com a resiliência da atividade económica (ver a secção da Economia Internacional) e os sinais *hawkish* de alguns bancos centrais, para além do contexto global de elevada dívida pública, estes fatores provocaram um aumento generalizado das taxas de juro dos títulos do Tesouro, com uma subida acumulada de cerca de 50 p. b. nas taxas a 2 e 10 anos da Zona Euro, onde, no entanto, os prémios de risco periféricos se mantiveram relativamente estáveis. Os EUA também registaram aumentos das taxas de juro, mas com algumas diferenças (as taxas a 10 anos subiram cerca de 30 p. b., enquanto as de curto prazo apresentaram menores oscilações, num contexto em que os mercados foram influenciados pelas intervenções de Scott Bessent (Tesouro) e Kevin Warsh (Fed). Mais concretamente, o Tesouro dos Estados Unidos anunciou um aumento das recompras de obrigações de longo prazo entre setembro e novembro, passando dos atuais 2 mil milhões de dólares por transação para 4 mil milhões. Bessent apresen-

Preço do petróleo Brent (Dólares por barril)



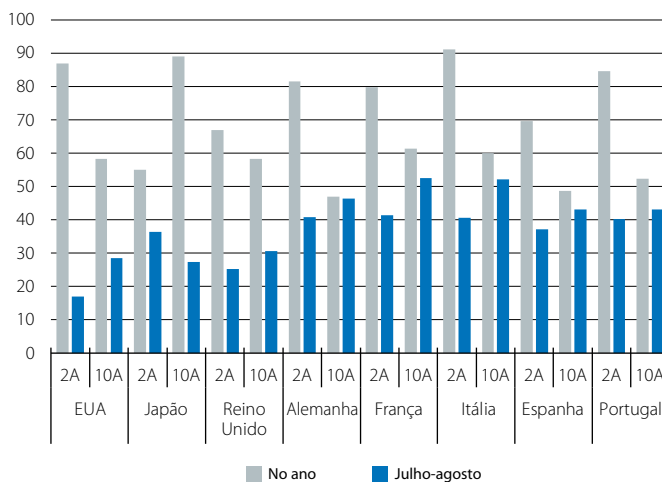
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

Preço do gás TTF (Euros por MWh)



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

Taxas de juro dos títulos do Tesouro Variação (p. b.)



Nota: Prazos de 2 e 10 anos (2A e 10A).

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

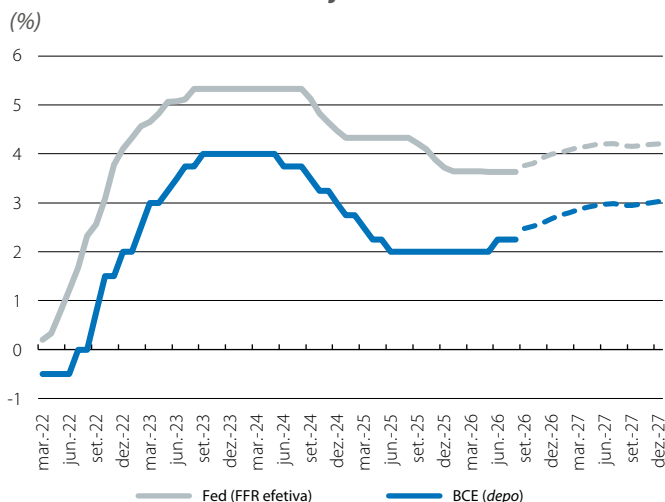
tou o anúncio em termos de gestão da liquidez do mercado, mas entre os investidores foi interpretado como um sinal da vontade da Administração Trump de manter as taxas baixas. Além disso, esse sinal contrastou com a filosofia de «mercados menos intervencionados», defendida por Warsh desde a sua chegada à Fed.

Os mercados antecipam subidas das taxas por parte da Fed e do BCE. Embora tenham mantido as taxas inalteradas nas suas reuniões de julho, as comunicações da Fed e do BCE assumiram um tom *hawkish* ao longo do verão, sublinhando os riscos de uma inflação excessivamente elevada num contexto de atividade económica resiliente. Na reunião anual de Jackson Hole, o presidente da Reserva Federal, Kevin Warsh, descreveu uma atividade económica forte, ao mesmo tempo que admitiu a sua preocupação com alguns dados relativos à inflação e salientou que as condições financeiras não são restritivas. Com isso, apresentou uma avaliação mais explícita do que o habitual e dissipou a indecisão sentida pelos investidores em julho. Em resposta, os mercados encerraram o mês de agosto a descontar um aumento das taxas de juro por parte da Fed antes do final do ano (*fed funds* entre 3,75% e 4,00%) e outro aumento em 2027 (taxas entre 4,00% e 4,25%). Por outro lado, a maioria dos membros do BCE manifestou o desejo de voltar a aumentar as taxas de juro na Europa, a fim de evitar que, num contexto de atividade resiliente, o aumento da inflação energética (decorrente da situação no Médio Oriente) provoque efeitos indiretos e uma inflação global superior a 2% durante um período demasiado longo. Assim, os mercados atribuíam praticamente 100% de probabilidade de que o BCE aumentasse a taxa *depo* para 2,50% em setembro e previam entre um e dois aumentos adicionais em 2027.

As bolsas encerram com resultados positivos num verão volátil. Ao longo dos meses de julho e agosto, os principais índices bolsistas da Europa e dos EUA encerraram em alta, com o Stoxx EUR 600 e o S&P 500 a registarem ganhos entre 1% e 2%, respetivamente. Este balanço baseou-se na resiliência da atividade económica e numa sólida época de resultados em ambos os lados do Atlântico, com um crescimento dos lucros superior ao previsto pelo consenso e um setor tecnológico que continuou a superar as expectativas. No entanto, verificaram-se dinâmicas divergentes, com um mês de julho marcado por recuos (mais acentuados entre as empresas tecnológicas) e um mês de agosto de recuperação. Por setores, destacaram-se positivamente a energia, o setor financeiro e os recursos básicos, enquanto, entre os países europeus, contrastou a recuperação da bolsa alemã (superior a 3%) com as dificuldades do CAC francês. A bolsa japonesa também registou um desempenho negativo, com o Nikkei a recuar mais de 5% no conjunto dos meses de julho e agosto (mais afetado pela fraqueza do setor tecnológico em julho e pelo recomeço das hostilidades no Médio Oriente), enquanto, entre as economias emergentes, as bolsas registaram ganhos na América Latina e perdas na Ásia.

O dólar norte-americano recua. No mercado cambial, o dólar norte-americano registou uma depreciação moderada, mas generalizada, face às principais moedas. Esta desvalorização ocorreu em duas fases, no final de julho e em meados de agosto. No caso do iene, a 30 de julho, o dólar depreciou-se quase 3%, na sequência de uma intervenção coordenada do Tesouro norte-americano e das autoridades japonesas com o objetivo de apoiar a moeda japonesa. Já os anúncios de recompra de obrigações de longo prazo pelo Tesouro norte-americano, em meados de agosto, desencadearam um novo episódio de depreciação do dólar. Dessa forma, no conjunto dos meses de julho e agosto, o dólar desvalorizou-se quase 2% (índice DXY), enquanto o euro recuperou terreno, atingindo os 1,16 dólares.

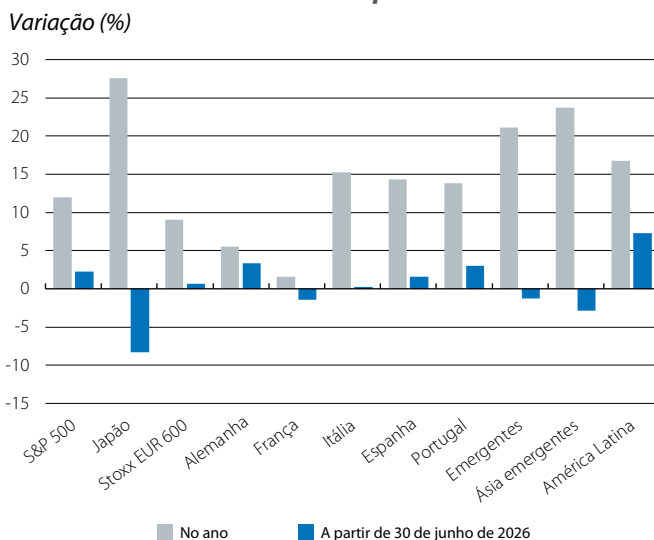
Bancos centrais: taxas de juro de referência



Nota: Os pontos apresentam as taxas forwards implícitas para a Fed e o BCE, com referência a 3 de setembro de 2026.

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

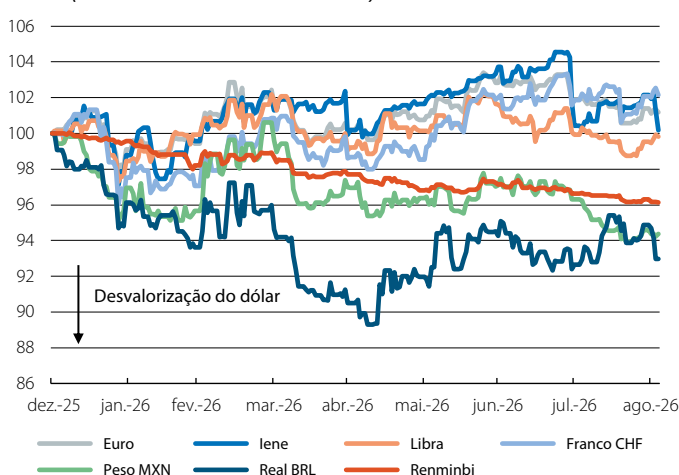
Bolsas internacionais: desempenho em 2026



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

Moedas: taxa de câmbio face ao dólar norte-americano

Índice (100 = 31 de dezembro de 2025)



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

O caminho do BCE rumo a uma nova normalidade

Por trás das oscilações e dos sobressaltos da conjuntura económica, a Zona Euro e o BCE avançam rumo a uma nova normalidade no contexto financeiro. Nos últimos anos, o BCE reduziu a sua influência nos mercados, com o regresso a uma política monetária convencional e o abandono da orientação futura (*forward guidance*). Dessa forma, atualmente, a política monetária é determinada pelas taxas de juro de referência (essencialmente, a taxa da facilidade permanente de depósitos, *depo*)¹ e o BCE não se compromete com nenhuma trajetória futura das taxas de juro, mas procura uma tomada de decisões ágil, reunião a reunião e de acordo com os dados e os acontecimentos económicos e geopolíticos.

Esta nova normalidade é bastante visível nas taxas de juro. Como se pode ver no primeiro gráfico, as taxas de juro soberanas das grandes economias da Zona Euro voltaram a situar-se em níveis semelhantes aos registados antes da crise financeira de 2008. Ao mesmo tempo, e ao contrário desse período anterior à crise, os investidores demonstram uma capacidade de discernimento que se reflete na dispersão das taxas entre os diferentes países e, por conseguinte, no preço das respetivas dívidas públicas. Por outras palavras, existem prémios de risco positivos, que se situam em níveis coerentes com os fundamentos macroeconómicos dos países,² mesmo após o choque energético do Médio Oriente.

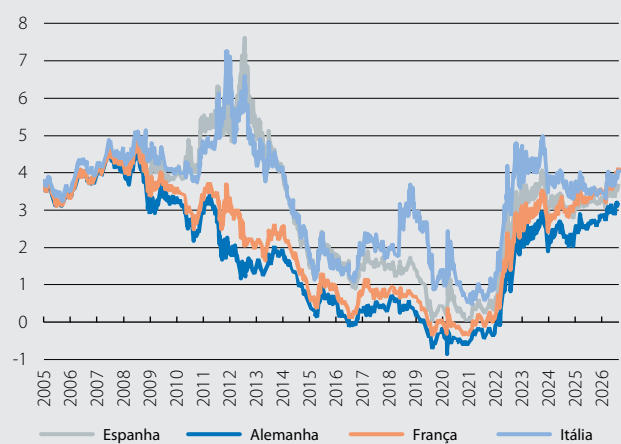
O caminho para a nova normalidade também se reflete no balanço do BCE. Num período de cinco anos, passou de um pico equivalente a 65% do PIB da Zona Euro (2021) para oscilar em torno dos 37% (um peso comparável ao de 2017). Esta redução foi concretizada através da retirada da liquidez injetada pelo Eurosistema durante os anos de crise (crise financeira global de 2008, crise da dívida soberana na Europa e pandemia da COVID-19), na sequência do fim dos empréstimos extraordinários ao setor financeiro (TLTRO) e da alienação passiva da dívida adquirida no âmbito dos programas de QE.³ Estas tendências irão man-

1. Isto é, a taxa de juro à qual são remunerados os depósitos *overnight* que os bancos mantêm junto do Eurosistema. Não se deve confundir estes depósitos com as reservas mínimas exigidas que, com um coeficiente atual de 1%, recebem uma remuneração de 0%.

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

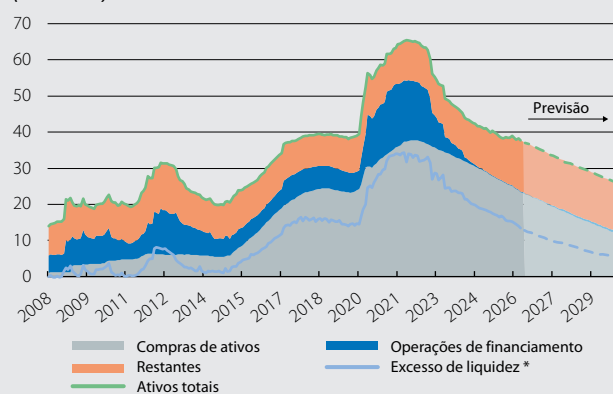
3. Os dois grandes programas de QE foram o APP (2014-2023) e o PEPP (2020-2024), através dos quais o BCE adquiriu dívida pública e empresarial (não diretamente, mas sim nos mercados secundários) para conter os riscos de fragmentação financeira e estimular a economia quando as taxas oficiais (em 0% e até ligeiramente negativas) esgotaram a sua margem de manobra. O BCE suspendeu as compras líquidas de ambos os programas em 2022, mas continuou a comprar «em termos brutos», reinvestindo em novos ativos o capital dos ativos adquiridos que iam vencendo. Por fim, o BCE começou a alienar passivamente esta dívida, pondo fim aos reinvestimentos (de forma total em julho de 2023 no que diz respeito ao APP e em janeiro de 2025 ao PEPP).

Zona Euro: taxas de juro soberanas a 10 anos (%)



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

Balanço do BCE: ativos totais (% do PIB)



Nota: * Depósitos na facilidade permanente de depósito mais reservas excedentárias menos utilização da facilidade permanente de cedência de liquidez.

Fonte: BPI Research, com base em dados do BCE e projeções próprias.

ter-se nos próximos anos e, por serem passivas e graduais, farão com que a liquidez continue a ser abundante a curto e médio prazo. O segundo gráfico mostra que o excesso de liquidez não descerá abaixo dos 5% do PIB até meados/finais de 2029.⁴

De facto, a comparação histórica apresentada no terceiro gráfico sugere que ainda há uma margem considerável até que a retirada de liquidez comece a gerar alguma escassez e que esta se traduza, por exemplo, num aumento dos

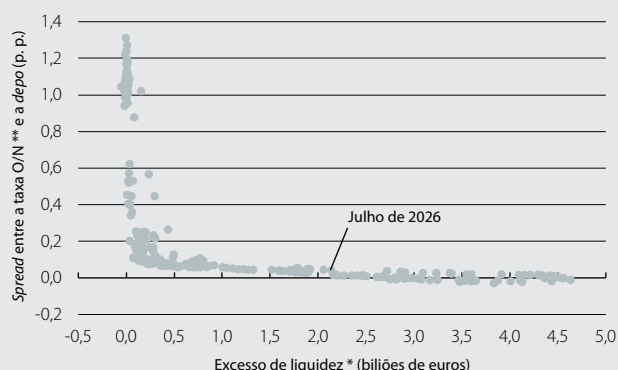
4. A projeção do balanço segue premissas mecânicas: o APP e o PEPP («aquisições de ativos») diminuem passivamente à medida que os ativos atingem a maturidade; as MRO e as LTRO («transações de financiamento») evoluem de acordo com a projeção mediana do Inquérito aos Analistas Monetários do BCE de junho de 2026; e o restante do balanço cresce de acordo com as tendências históricas. Por sua vez, o excesso de liquidez projetado evolui numa relação de 1 para 1 com a soma das «aquisição de ativos» e das «operações de financiamento».

spreads nos mercados monetários. Contudo, é difícil estimar a partir de que nível a liquidez deixará de ser «excessiva». Além disso, verificaram-se alterações no contexto que sugerem que este impasse poderá ser diferente do observado no passado e que a escassez de liquidez poderá surgir em níveis que anteriormente teriam sido considerados confortáveis: uma menor tolerância ao risco que dificulte a redistribuição de liquidez no seio do sistema bancário, um endurecimento da regulamentação financeira ou um desejo de precaução no sentido de dispor de maiores reservas de liquidez.⁵

É justamente por isso que o BCE tem acompanhado o regresso à normalidade das suas ferramentas monetárias (essencialmente a redução do balanço) com uma reforma do seu quadro operacional, de modo a garantir que a retirada de liquidez não comprometa a implementação da política monetária no futuro. Conforme já analisámos,⁶ o BCE pretende passar do contexto atual, em que existe uma liquidez abundante injetada originalmente pelo próprio banco central, para um cenário em que seja o próprio sistema financeiro a determinar a liquidez que pretende deter. Para o implementar, o BCE fará das suas transações regulares de refinanciamento (MRO a sete dias e LTRO a três meses) a principal fonte de liquidez direta e, além disso, lançará dois novos instrumentos para fornecer reservas: transações de crédito a longo prazo e uma carteira estrutural de ativos (não se tratará de instrumentos «de política monetária», mas sim de ferramentas estruturais destinadas a garantir a estabilidade das necessidades de liquidez do sistema financeiro).

A reforma do quadro operacional já tinha sido anunciada em 2024. Prevê-se que, em 2026, o BCE reavalie a sua implementação e analise a possibilidade de recalibrar (ou não) alguns parâmetros. Por enquanto, a liquidez continua a ser abundante e, por conseguinte, nestes dois anos a transição tem sido muito gradual, como também ilustra um renascimento ainda muito incipiente da procura por nova liquidez (ver o último gráfico). Uma evolução gradual que se prevê que se mantenha no futuro.

Zona Euro: spreads entre taxas de juro e excesso de liquidez

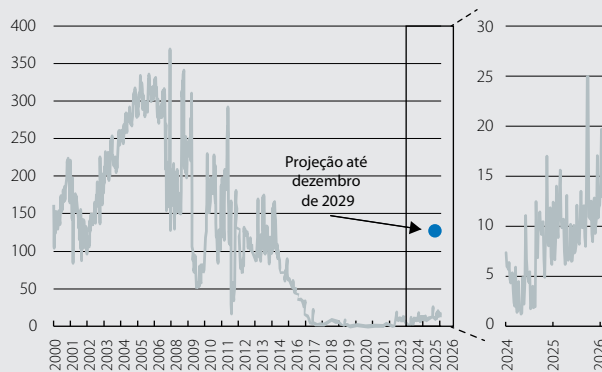


Notas: * Depósitos na facilidade permanente de depósito mais reservas excedentárias menos utilização da facilidade permanente de cedência de liquidez. ** Corresponde à Eonia entre 2000 e 2019 e à ESTR mais 8,5 p. b. a partir de 2020.

Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg e do BCE.

Utilização pelos bancos europeus das operações MRO do BCE

(Milhares de milhões de euros)



Nota: A projeção para dezembro de 2029 corresponde à expectativa mediana do Survey of Monetary Analysts (MRO + LTRO a 3 meses).

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

5. Isabel Schnabel, *Towards a new Eurosystem balance sheet*, 6 de novembro de 2025.

6. Ver Focus «O que está por trás das taxas de juro do BCE» no IM09/2025.

Taxas de juro (%)

	31-agosto	31-julho	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2026 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	2,40	2,40	0	25	25
Euribor 3 meses	2,59	2,48	11	57	53
Euribor 12 meses	3,00	2,96	4	76	88
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	2,68	2,62	6	67	78
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,94	2,82	12	82	100
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	3,32	3,21	12	47	60
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,78	3,65	12	49	45
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,67	3,55	13	52	49
EUA					
Fed funds (limite inferior)	3,50	3,50	0	0	-75
SOFR 3 meses	3,76	3,75	1	11	-41
Dívida pública a 1 ano	4,14	4,03	11	67	31
Dívida pública a 2 anos	4,34	4,29	5	87	72
Dívida pública a 10 anos	4,75	4,73	2	58	52

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	31-agosto	31-julho	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2026 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	51	54	-3	0,5	-4,2
Itraxx Financeiro Sénior	54	56	-2	-0,5	-5,6
Itraxx Financeiro Subordinado	87	89	-2	-5,5	-13,4

Taxas de câmbio

	31-agosto	31-julho	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2026 (%)	Variação homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,162	1,153	0,8	-1,1	-0,6
EUR/JPY (ienes por euro)	185,590	181,430	2,3	0,9	8,0
EUR/GBP (libras por euro)	0,857	0,855	0,3	-1,6	-0,9
USD/JPY (ienes por dólar)	159,740	157,400	1,5	1,9	8,6

Matérias-primas

	31-agosto	31-julho	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2026 (%)	Variação homóloga (%)
Índice Bloomberg de matérias primas	141,4	132,1	7,1	28,9	37,5
Brent (\$/barril)	90,5	90,1	0,4	48,7	32,8
Ouro (\$/onça)	4.437,4	4.046,2	9,7	2,7	28,7

Mercado acionista

	31-agosto	31-julho	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2026 (%)	Variação homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	7.686,1	7.489,7	2,6	12,3	19,0
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	6.420,2	6.358,0	1,0	10,9	20,0
Ibex 35 (Espanha)	19.974,1	19.782,9	1,0	15,4	33,7
PSI 20 (Portugal)	9.437,2	9.116,0	3,5	14,2	21,6
Nikkei 225 (Japão)	66.311,9	64.362,0	3,0	31,7	55,2
MSCI emergentes	1.719,3	1.665,9	3,2	22,4	36,6

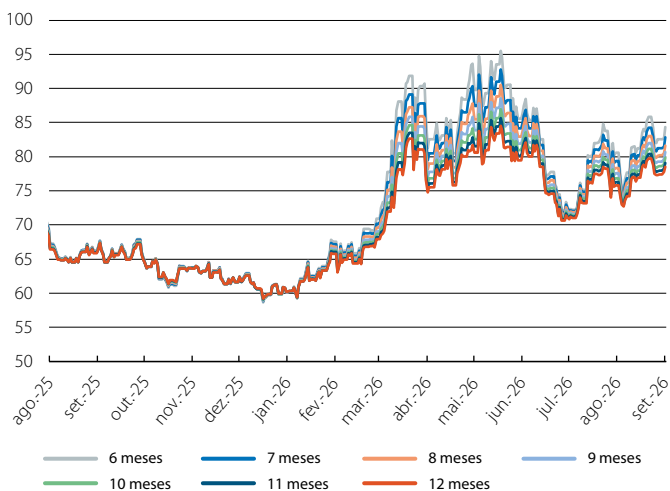
A economia global mantém-se firme, mas os desafios não diminuem

A economia global continua atenta às oscilações geopolíticas, com o foco voltado para o Médio Oriente. O verão começou com negociações entre o Irão e os EUA e expectativas de uma normalização progressiva do tráfego no Estreito de Ormuz, o que contribuiu para o relaxamento do mercado petrolífero em junho. No entanto, o recomeço das hostilidades provocou uma nova subida dos preços. O Brent manteve-se volátil durante o mês de agosto, com uma cotação média próxima dos 90 dólares por barril, enquanto os futuros a 6-12 meses oscilaram em torno dos 80 dólares por barril. A preocupação com possíveis interrupções no abastecimento e com os níveis historicamente baixos dos inventários mundiais continua a pressionar o mercado energético. Além disso, existe incerteza quanto aos fluxos reais do transporte marítimo de crude, face à informação cada vez mais opaca. O gás natural liquefeito também registou um aumento de preço significativo em agosto, impulsionado por uma oferta mais limitada do que o esperado e pelo elevado consumo de eletricidade associado às altas temperaturas registadas na Europa durante o verão. O TTF, a principal referência para a Europa, ultrapassou os 60 €/MWh para entregas até ao inverno. No seu conjunto, a economia mundial continua atenta a algumas tensões geopolíticas que, caso diminuam, poderão aliviar os preços da energia e a pressão sobre a atividade económica, mas com importantes riscos.

A atividade global continuou a manter-se estável no 2T, apesar do choque energético mundial. Na Zona Euro, o PIB cresceu 0,6% em cadeia (0,3% excluindo a Irlanda), superando as expectativas graças a um desempenho melhor do que o previsto em economias como a Alemanha (+0,3%), Itália (+0,2%) e Espanha (+0,7%), enquanto França registou uma estagnação (0,0%, após uma contração de 0,2% no 1T). Nos Estados Unidos, a economia manteve um crescimento sólido de 0,4% em cadeia no 2T, sustentado pela robustez da procura interna, em particular pelo consumo das famílias e pelo investimento não residencial. As economias do Reino Unido e do Japão também registaram um desempenho favorável, com crescimentos do PIB de 0,4% e 0,3% em cadeia, respetivamente. No Reino Unido, o crescimento foi sustentado pela procura interna, enquanto o Japão beneficiou do contributo do setor externo e do apoio da política orçamental.

O 3T tem mantido evolução positiva, embora com algumas exceções e com o regresso das tarifas aduaneiras. Na Zona Euro, os indicadores disponíveis apontam para um bom dinamismo da economia em julho e agosto, com os PMI a situarem-se em níveis de expansão. Especificamente, os PMI do setor industrial situaram-se nos 52,7 pontos em agosto (vs. 51,9 em julho), um máximo de mais de dois anos, enquanto os PMI do setor dos serviços se situaram nos 51,6 pontos (vs. 51,7 anteriormente). Nos Estados Unidos, os indicadores de atividade empresarial continuam a revelar robustez, embora comecem a surgir sinais de moderação no consumo privado e no mercado de trabalho. Por outro lado, após o fracasso das negociações entre os EUA e o Canadá, a Administração norte-americana impôs, no final de agosto, uma tarifa aduaneira adicional de 50% sobre importações canadianas no

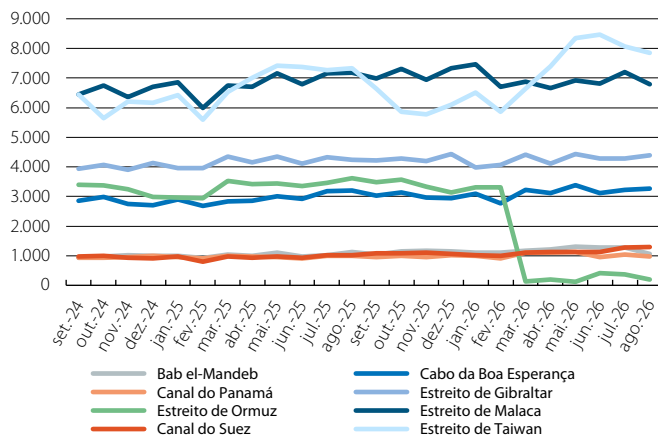
Brent: preço dos futuros (Dólares por barril)



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

Global: tráfego marítimo nos principais pontos críticos

Número total de navios

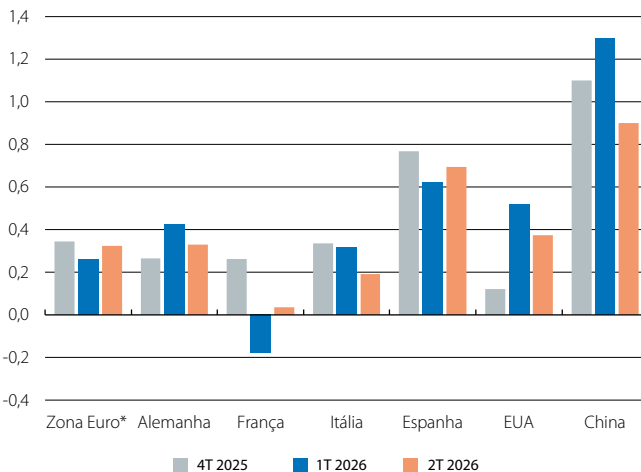


Nota: Incluem-se navios graneleiros, navios-tanque para produtos químicos, porta-contentores, navios de carga geral, petroleiros e navios de transporte de gás (GNL e GPL).

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

Global: PIB

Variação em cadeia (%)



Nota: * Zona Euro excluindo a Irlanda.

Fonte: BPI Research, a partir de dados do Eurostat, do BEA e do National Bureau of Statistics of China.

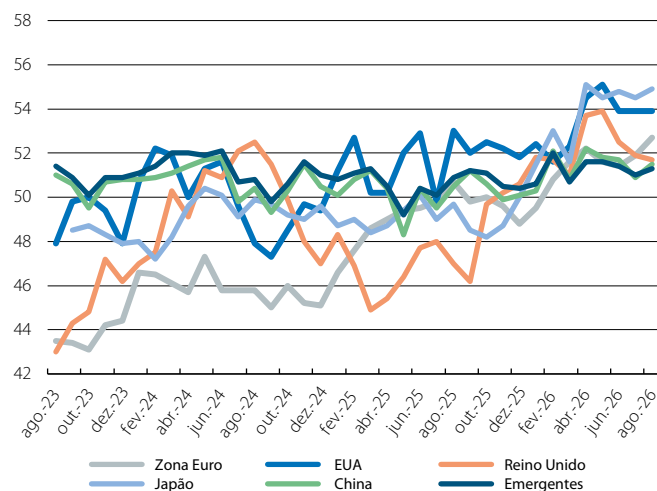
valor de 20 000 milhões de dólares e aumentará para 50% as tarifas aduaneiras aplicadas ao setor automóvel canadiano em 2027. O Governo do Canadá anunciou que responderá com medidas equivalentes, o que deverá penalizar a atividade económica na região da América do Norte ao longo dos próximos meses. Por outro lado, a economia chinesa registou uma perda de dinamismo durante o verão. As vendas a retalho e a produção industrial registaram uma desaceleração em julho, refletindo uma fraca procura interna, agravada em parte por fenómenos meteorológicos extremos. Apesar de uma leve recuperação em agosto (o PMI composto da Rating Dog situou-se nos 52,1 pontos, contra 50,8 em julho), a recuperação na indústria deve-se ao impulso da procura externa, enquanto persiste a fraqueza nos setores da construção e dos serviços. Neste contexto, as autoridades reiteraram a sua intenção de acelerar a execução da despesa pública na segunda metade do ano, embora sem anunciar novas medidas de estímulo.

O choque energético continua a fazer subir os preços. A inflação na Zona Euro subiu para 3,3% em agosto (vs. 2,9% em julho), impulsionada, sobretudo, pelo aumento dos preços da energia, enquanto a inflação subjacente registou uma ligeira descida para 2,4% (vs. 2,5% em julho). O aumento foi generalizado nas principais economias, tendo Espanha registado o maior crescimento (ver a conjuntura da Economia espanhola). O dado esteve em linha com as expetativas e reforça a probabilidade de um novo aumento das taxas de juro pelo BCE em setembro. A médio prazo, a principal questão continuará a ser se o choque energético se transmite, ou não, aos restantes preços. Nos Estados Unidos, a inflação global e a inflação subjacente registaram uma descida de 0,1 p. p. em julho (para 3,4% e 2,5%, respetivamente), mas as pressões inflacionistas mantêm-se. Neste contexto, e perante a subida das taxas de juro da dívida soberana norte-americana ao longo dos últimos meses, o novo presidente da Fed, Kevin Warsh, apresentou em Jackson Hole uma perspetiva otimista sobre a atividade económica dos EUA e mostrou-se mais preocupado com a inflação. Os dados mais recentes indicam que o processo de desinflação está a avançar mais lentamente do que o desejado, o que reforçou as expetativas dos mercados financeiros de que a Reserva Federal torne a sua política monetária mais restritiva antes do final do ano (ver a análise da conjuntura dos Mercados financeiros).

As economias emergentes demonstraram uma resistência notável ao choque energético, mas continuam numa posição relativamente mais frágil. Embora o aumento dos preços da energia tenha afetado o consumo nos países importadores de petróleo, grande parte da Ásia manteve um crescimento sólido graças à regulação dos preços e aos subsídios energéticos, bem como ao bom desempenho da procura interna. Adicionalmente, o boom do investimento em IA impulsionou as exportações tecnológicas de economias como o Vietname, a Malásia, Taiwan e a Coreia. A Índia continua a surpreender positivamente e registou um crescimento de 7,8% em termos homólogos no 2T (vs. 8,6% no 1T), apoiado pela robustez da procura interna e pelo bom desempenho das exportações. Além disso, o impacto negativo do conflito foi contido e espera-se que a atividade recupere algum dinamismo nos próximos meses. Por outro lado, pressões inflacionistas mais intensas e a subida das taxas de juro da dívida soberana a nível global poderão gerar novas dificuldades, sobretudo nos países que apresentem, à partida, maiores desequilíbrios macroeconómicos e orçamentais.

Global: PMI da indústria transformadora

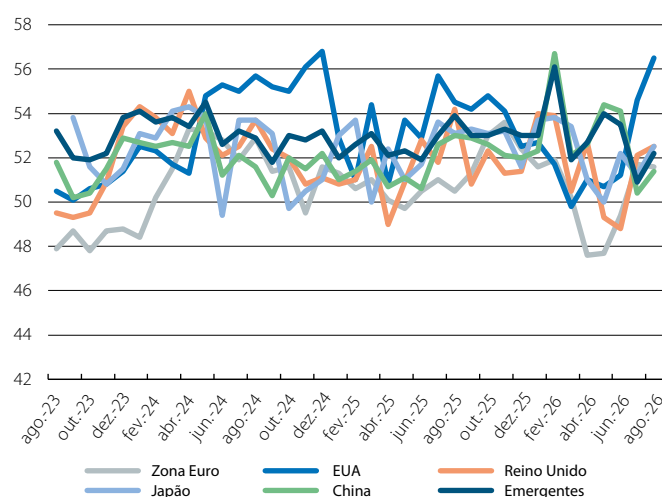
Nível



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

Global: PMI de serviços

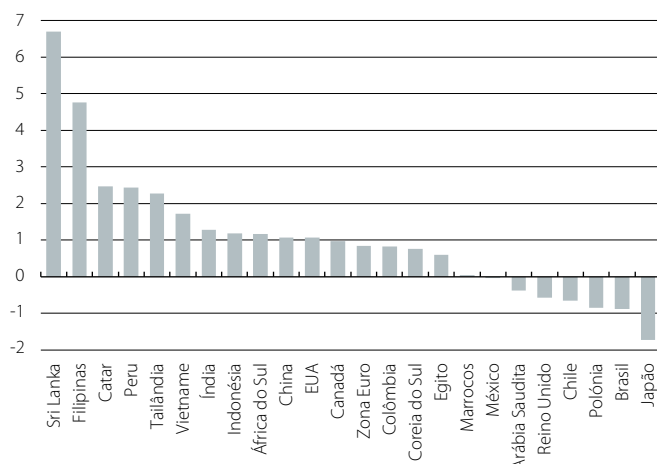
Nível



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

Global: IPC

Diferencial de inflação (p. p.)*



Nota: * Média de março-agosto de 2026 vs. 2025.

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

O novo cenário das tarifas nos EUA (edição «regresso às aulas» de 2026)

Poucos temas económicos têm sido marcados por tantas reviravoltas em tão pouco tempo como a política tarifária da Administração Trump 2.0. Num período de apenas 18 meses, nós, analistas (para não falar das empresas ligadas ao comércio internacional), vivemos uma verdadeira montanha-russa: o icónico *Liberation Day*; a escalada sem precedentes com a China, com tarifas superiores a 100%; ou o episódio da Grã-Bretanha, no âmbito das habituais ameaças à UE. Perante estas posições maximalistas, os acordos com os principais parceiros comerciais moderaram as tarifas anunciadas, enquanto a reestruturação das importações reduziu o seu impacto efetivo. Em 2026, esta flexibilização deu mais um passo em frente quando o Supremo Tribunal invalidou as tarifas gerais aprovadas ao abrigo da legislação de emergência económica. Terminado o período de vigência da tarifa temporária que os substituiu, as novas medidas previstas na secção 301 da Lei do Comércio e as tarifas setoriais configuram um cenário em que muda mais a natureza dos instrumentos utilizados do que o nível médio de tributação.

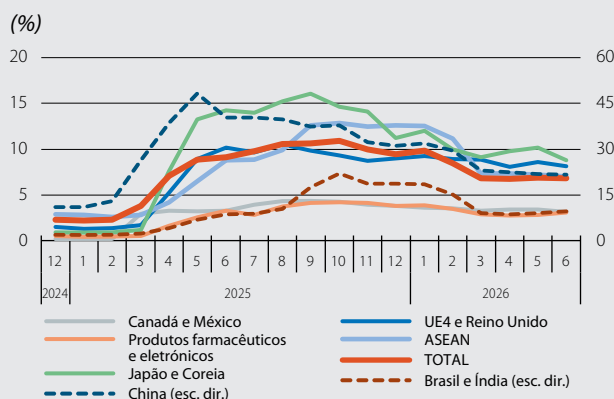
Tarifas efetivas: estabilidade após o abrandamento das tensões

As ordens executivas adotadas entre fevereiro e abril de 2025 implicaram uma profunda revisão do regime de direitos aduaneiros aplicado pelos EUA às importações.¹ De acordo com os dados relativos às receitas aduaneiras e às importações, a taxa efetiva média aumentou de pouco mais de 2% no início de 2025 para cerca de 7% em abril, tendo atingido um máximo próximo dos 11% em outubro. Nessa altura, as medidas já estavam plenamente em vigor, o efeito de antecipação que tinha impulsionado as importações de produtos inicialmente isentos, como os produtos farmacêuticos e eletrónicos, já se tinha dissipado, e alguns dos direitos aduaneiros anunciados no *Liberation Day*, tinham sido revistos em alta, sobretudo os aplicados ao Brasil e à Índia (ver o primeiro gráfico).

Desde então, temos assistido a um abrandamento progressivo das tensões, impulsionado por três fatores de natureza e alcance muito distintos: as negociações comerciais bilaterais, a reestruturação das importações dos Estados Unidos e o acórdão do Supremo Tribunal. Em primeiro lugar, os acordos alcançados no ano passado traduziram-se em reduções significativas face aos direitos aduaneiros anunciados no *Liberation Day*, sobretudo para os países do Sudeste Asiático, mas também para a China, na sequência da trégua de novembro de 2025, e para a UE, em comparação com as anteriores ameaças protecionistas.² Em segundo lugar, as alterações no nível relativo dos direitos aduaneiros por produto e parceiro comercial provocaram mudanças significativas na composição das importações, com parte das compras a ser desviada da China para outros fornecedores asiáticos, como o Vietname, no caso de determinadas indústrias transformadoras intensivas em mão de obra, e Taiwan, no caso dos produtos

1. Ver Focus «Onde estamos e para onde vamos com as tarifas dos EUA?» no IM06/2025.
2. Ver Nota Informativa «O acordo comercial entre os EUA e a União Europeia» de 29 de julho de 2025.

Tarifa efetiva média sobre as importações dos EUA: principais grupos de parceiros comerciais



Notas: UE4 = Alemanha, França, Itália e Espanha. ASEAN = Camboja, Filipinas, Indonésia, Malásia, Tailândia e Vietname. Produtos farmacêuticos e eletrónicos (produtores) = Bélgica, Irlanda, Países Baixos, Suíça, Singapura e Taiwan. Peso dos fluxos de comércio em 2025.
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

tecnológicos.³ O México também ganhou quota no mercado norte-americano, beneficiando do aumento da proporção de importações que comprovam o cumprimento das regras de origem previstas no Acordo Estados Unidos-México-Canadá (USMCA), o que terá permitido atenuar parte do aumento dos direitos aduaneiros.⁴ A isto juntou-se a solidez da procura norte-americana por produtos eletrónicos, associada ao ciclo de investimento na IA.

Em terceiro lugar, o acórdão do Supremo Tribunal de 20 de fevereiro de 2026 considerou que o recurso à Lei dos Poderes Económicos de Emergência Internacional (IEEPA) não constituía a via legal adequada para a imposição de tarifas de caráter geral e que, por se tratar de uma medida de natureza tributária, exigia a autorização do Congresso.⁵ Desta forma, as tarifas que representavam cerca de dois terços do aumento da taxa média desde o início de 2025 deixavam de ter validade e abriam caminho para a devolução das receitas arrecadadas às empresas importadoras.⁶ No próprio dia da decisão, um decreto presidencial ativou a secção 122 da Lei do Comércio (destinada a dar resposta a problemas fundamentais relacionados com a balança de pagamentos) e estabeleceu uma tarifa geral transitória de 10% por um período de 150 dias.

Esta combinação de fatores contribuiu de forma decisiva para reduzir a taxa efetiva média em 4 p. p. e para a situar, a partir de março de 2026, ligeiramente abaixo dos 7%, o seu nível mais baixo desde a primavera do ano passado.

3. Ver Focus «O novo mapa das importações de mercadorias dos EUA» no IM01/2026.

4. Martínez-García, E. e Mau, R. (2026), «How USMCA compliance cushioned the 2025 tariff shock».

5. Ver Focus «10 perguntas sobre a decisão do Supremo Tribunal relativo às tarifas dos EUA» no IM03/2026.

6. Segundo dados da U.S. Customs and Border Protection citados pelo The Conference Board, até 31 de julho tinham sido efetuados reembolsos, incluindo juros, no valor de cerca de 100 mil milhões de dólares; os pedidos aceites para tramitação ascenderam a 128.680 milhões, contra cerca de 166.000 milhões arrecadados no total ao abrigo da IEEPA.

Políticas anunciadas: tudo muda para que as tarifas permaneçam

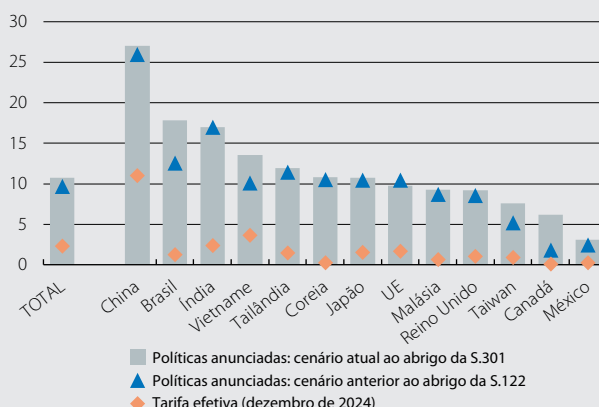
O termo da vigência, a 24 de julho, das tarifas transitórias ao abrigo da secção 122 não implicou o regresso ao cenário anterior à Administração Trump 2.0. Nesse mesmo dia, entraram em vigor os novos direitos aduaneiros aprovados ao abrigo da secção 301, na sequência das investigações abertas em março sobre as proibições impostas pelos principais parceiros comerciais dos EUA à importação de bens produzidos, total ou parcialmente, com recurso a trabalho forçado, bem como sobre o grau de aplicação efetiva dessas medidas.

As medidas afetam 60 economias, que representam praticamente a totalidade das importações dos Estados Unidos. O Canadá, o México, o Reino Unido e a Índia estão sujeitos, de um modo geral, a uma sobretaxa adicional de 10% que, no caso da China, ascende a 12,5%. Para os restantes parceiros comerciais, o novo direito aduaneiro complementa o direito de nação mais favorecida (NMF) aplicável a cada produto sempre que este fique abaixo de um determinado limiar: até uma taxa total de 10% para a UE e o Taiwan, e de 12,5% para o Japão, a Coreia do Sul e a Suíça, sendo, em todos os casos, inferior aos 15% fixados nos acordos comerciais celebrados desde o verão de 2025. Mantêm-se, além disso, isenções para determinados produtos, incluindo os bens provenientes do Canadá e do México que estejam em conformidade com os requisitos do USMCA e aqueles que já estão sujeitos a medidas setoriais ao abrigo da secção 232 da Lei de Expansão Comercial. O novo regime isenta também determinadas matérias-primas e fatores de produção críticos cuja tributação poderia gerar dificuldades de abastecimento, como minerais críticos e fertilizantes, e concede um tratamento preferencial aos produtos têxteis da América Central e da República Dominicana que cumprem as condições previstas no acordo CAFTA-DR. Ao mesmo tempo, prevê a criação futura de contingentes de importação para estes produtos provenientes de determinados parceiros asiáticos, associados à aquisição de algodão e de produtos têxteis dos Estados Unidos.

As medidas setoriais constituem o segundo grande pilar do novo quadro. A secção 232 permite a imposição de tarifas por razões de segurança nacional e já abrange, entre outros produtos, o aço, o alumínio e os automóveis. No setor farmacêutico, a Administração norte-americana concretizou, em abril, a medida anunciada em setembro de 2025: tarifas que podem chegar aos 100% sobre determinados medicamentos patenteados e os seus componentes. O regime prevê taxas mais baixas ou isenções consoante o país de origem, bem como compromissos empresariais em matéria de investimento e produção nos EUA, enquanto os medicamentos genéricos ficam, por enquanto, isentos. No setor da aviação comercial, foi aberto, em julho, um período de negociação que se estenderá até ao final do ano, antes de se decidirem eventuais medidas adicionais.

Tendo em conta esta sobreposição de instrumentos e formulando hipóteses razoáveis sobre o âmbito das isenções em vigor, estimamos que a tarifa média implícita nas políticas anunciadas se situaria em cerca de 11%, valor apenas 1 ponto superior à estimativa anterior no âmbito da secção 122. A classificação relativa dos principais parceiros comerciais também não sofre alterações substanciais (ver o segundo gráfico). O México e o Canadá continuam a figurar entre os parceiros com a menor carga tarifária, graças às isenções do USMCA, enquan-

Tarifas médias dos EUA, de acordo com as políticas anunciadas: principais parceiros comerciais (%)



Nota: A estimativa ponderada com base na estrutura das importações dos EUA em 2025.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg, da COMTRADE e da Casa Branca.

to a UE se mantém ligeiramente abaixo da média. Em contrapartida, a China, o Brasil e a Índia situam-se na parte superior da distribuição, com um aumento especialmente significativo no caso do Brasil devido à aplicação de uma taxa adicional de 25% resultante de outro inquérito bilateral ao abrigo da secção 301, desta vez sobre um vasto leque de práticas comerciais. Para vários parceiros asiáticos, o novo regime substitui as taxas gerais acordadas bilateralmente em 2025 por sobretaxas que se acrescentam às tarifas NMF, com resultados distintos consoante a composição das suas exportações.

Último capítulo da saga?

Em suma, tudo muda... para que (quase) tudo continue na mesma: níveis de proteção semelhantes, mas assentes numa arquitetura jurídica mais específica e processual. Isto não a torna imune a novas ações judiciais, nem impede que as tarifas continuem a ser utilizadas com objetivos abrangentes: instrumento de pressão comercial, como demonstram os direitos aduaneiros adicionais de 50% em vigor desde agosto sobre um vasto leque de produtos canadianos e a ameaça da sua extensão aos automóveis e componentes em 2027, ao que o Canadá já respondeu com medidas equivalentes; alavanca geopolítica e regulatória, com o recente início de um inquérito contra a UE na sequência da multa de vários milhões imposta à Google; ou por motivos de segurança nacional e de política industrial, como sucede com as novas tarifas aplicadas aos drones e às suas componentes. Quanto aos próximos meses, as principais incertezas concentram-se em várias frentes. As investigações ainda em curso ao abrigo da secção 301 sobre o excesso estrutural de capacidade produtiva em 16 economias poderão resultar em novas medidas tarifárias, tal como a crescente ofensiva contra o transbordo ilegal de mercadorias através de países terceiros.⁷ Por outro lado, a decisão dos EUA de não prorrogar o USMCA nos seus termos atuais dá início a um processo de revisões anuais e prolonga a incerteza quanto à sua configuração futura. Além disso, persistem as dúvidas quanto à estabilidade da trégua com a China, sustentada por um frágil equilíbrio de dependências em semicondutores, tecnologia avançada e minerais críticos, tendo como pano de fundo a corrida à IA.⁸

7. Casa Branca (2026), «The great transshipment scam».

8. Ver Dossier «Presente e futuros da nova economia» no IM05/2026.

Irlanda, o país que distorce as estatísticas europeias

Quando o Eurostat publica os dados relativos ao crescimento do PIB da Zona Euro, a Alemanha, a França, a Itália ou a Espanha são os principais fatores determinantes do resultado final. No entanto, nos últimos anos, a Irlanda tem sido a responsável pelas maiores revisões e distorções dos dados da Zona Euro, tanto para cima como para baixo. Como é possível que um país com apenas 5 milhões de habitantes tenha capacidade para alterar as estatísticas de uma região com mais de 350 milhões de pessoas?

A resposta não reside na dimensão do país, mas sim na forma como este regista, dentro das suas fronteiras, uma parte bastante significativa da atividade económica global. A Irlanda tornou-se uma plataforma global de operações para algumas das maiores multinacionais do mundo, sobretudo nos setores farmacêutico e tecnológico, da propriedade intelectual e do *leasing* de aeronaves. Ou seja, um número reduzido de empresas, que realizam operações de grande volume, faz com que os dados da contabilidade nacional não se comportem como os de uma economia «convencional».

O quadro fiscal e jurídico da Irlanda tem sido um forte fator de atração para as multinacionais

Antes de 2015, a Irlanda já ocupava uma posição atrativa enquanto plataforma europeia para as multinacionais, graças à combinação de uma taxa reduzida de imposto sobre as sociedades, um enquadramento jurídico favorável e um regime particularmente atrativo para a localização de ativos intangíveis, como patentes, *software*, marcas e direitos de exploração. Contudo, o ano de 2015 marcou um ponto de viragem.

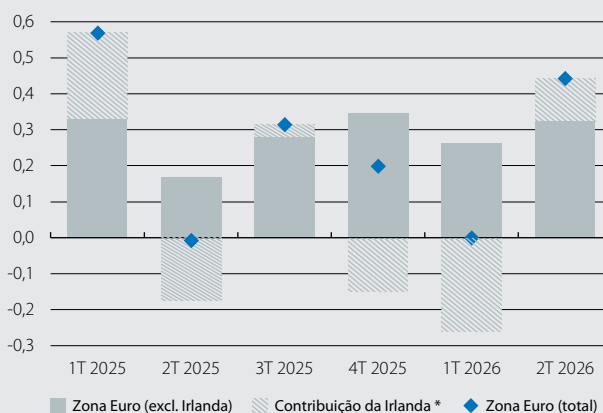
Por um lado, o reforço das regras internacionais contra determinadas estratégias de «engenharia fiscal» levou muitas multinacionais a relocar os seus ativos intangíveis e parte das suas operações empresariais. Por outro lado, o regime fiscal irlandês permitia amortizar, para efeitos fiscais, os ativos intangíveis em condições particularmente favoráveis. O resultado foi que a Irlanda saiu reforçada como destino para os ativos intangíveis e para algumas funções de muitas empresas, sobretudo do setor tecnológico e farmacêutico, uma vez que oferecia um ambiente institucional estável, segurança jurídica e acesso total ao mercado único europeu. E é aí que reside o segredo da singularidade irlandesa: numa economia de pequena dimensão, a relocação de ativos de grande valor pode alterar significativamente as suas estatísticas relativas ao investimento, às exportações, ao valor acrescentado e ao PIB.

O PIB da Irlanda pode dar uma imagem distorcida da evolução da sua economia

O efeito inicial desta transferência de ativos intangíveis pode parecer surpreendente. Quando uma multinacional

Zona Euro: PIB

Variação em cadeia (%)

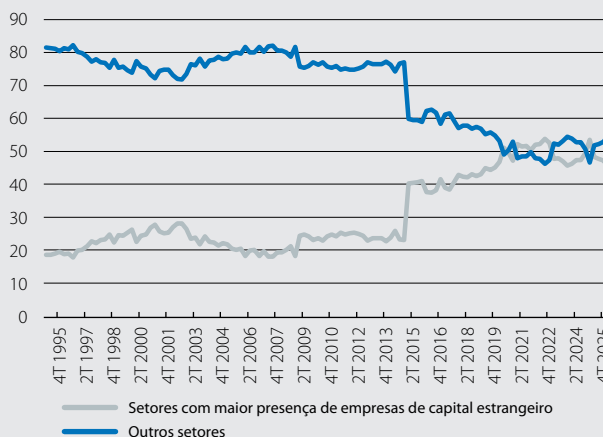


Nota: * Contribuição da Irlanda para o crescimento em cadeia da zona euro, em p. p.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Eurostat de 14 de agosto de 2026.

VAB: empresas estrangeiras vs. restantes

VAB total (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados da Central Statistical Office.

decide transferir para a Irlanda a propriedade de uma patente, de um *software* ou de uma marca comercial, essa operação equivale à aquisição de um ativo pela Irlanda, sendo registada como investimento. No entanto, como este ativo, por exemplo uma patente, se encontra localizado no estrangeiro, deve ser simultaneamente contabilizado como uma importação de serviços, nomeadamente de I&D ou de propriedade intelectual.¹ Assim, no trimestre em que a operação é realizada, o impacto no PIB é praticamente nulo. Uma vez incorporados estes ativos intangíveis no *stock* de capital da economia, passam a gerar fluxos de exportação de serviços, por exemplo sob a forma de licenças, contribuindo de forma duradoura para o crescimento do PIB nos anos seguintes.²

1. PIB do lado da procura = consumo privado + despesa pública + investimento + exportações – importações.

2. Ver BCE. «Intangible Assets of Multinational Enterprises in Ireland and their Impact on Euro Area Activity», Occasional Paper Series, n.º 350.

Estas práticas explicam as fortes variações registadas na formação bruta de capital fixo (FBCF), nas exportações e no valor acrescentado da Irlanda. Explicam também o peso significativo dos ativos intangíveis no âmbito do investimento irlandês: nos últimos anos, representa mais de 50% do total da FBCF na Irlanda, mais do dobro do que nas principais economias da Zona Euro. A elevada exposição da Irlanda a estes ativos torna-se evidente quando se verifica que, em média desde 2015, o país representa menos de 4,0% do PIB da Zona Euro, mas concentra mais de 10% do investimento da região em ativos intangíveis. Nas restantes grandes economias, o contributo para o investimento em ativos intangíveis da Zona Euro está muito mais alinhado com o peso relativo de cada economia.

Com efeito, pode acontecer que o PIB registre um forte crescimento na Irlanda devido a decisões tomadas por algumas multinacionais cuja atividade efetiva se desenvolve fora das suas fronteiras, num contexto de apatia no consumo das famílias, na despesa pública ou no investimento ligado à economia interna. E, ao contrário: o PIB da Irlanda poderá registar uma queda acentuada, embora o seu crescimento interno se mantenha sólido.

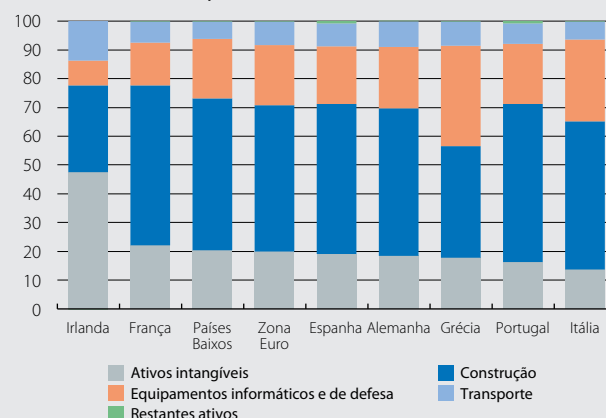
Por esta razão, o instituto de estatística irlandês está a elaborar indicadores que procuram distinguir a atividade interna das rubricas mais voláteis associadas às multinacionais. Entre elas, destaca-se a procura interna final modificada (MFDD, na sigla em inglês), que reflete melhor a atividade interna do país, uma vez que inclui o consumo das famílias e das administrações públicas, bem como o investimento em atividades ligadas à economia nacional. Esta medida exclui as aquisições de propriedade intelectual, as aeronaves destinadas a *leasing* e outras componentes mais diretamente associadas às decisões das multinacionais, embora estes sejam contabilizadas no PIB.³ Os dados confirmam esta estabilidade da MFDD em relação ao PIB. Por exemplo, no 3T de 2024, o PIB cresceu 7,6% em cadeia, enquanto a MFDD registou um aumento de 1,1%. Em contrapartida, no 1T 2026, o PIB recuou 7,6% em cadeia, enquanto a MFDD registou um ligeiro aumento de 0,3%. Adicionalmente, o MFDD registou um crescimento superior a 25% desde o 4T de 2019, em comparação com um aumento de pouco mais de 6,0% registado pela Zona Euro, excluindo a Irlanda.

A Irlanda demonstra que a dimensão nem sempre é o que mais importa

O peso das multinacionais e dos ativos intangíveis transformou a Irlanda num interveniente de grande relevância para as estatísticas agregadas da Zona Euro. A tal ponto que, em alguns trimestres, devemos questionar-nos sobre que parte da evolução da economia da Zona Euro se deve ao comportamento cíclico das grandes economias e que parte reflete o impacto de operações concentradas na

FBCF por ativos

(% do total em cada país) *

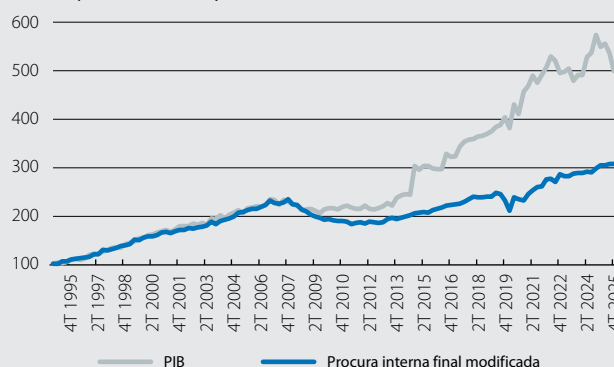


Nota: * Média 2021-2025.

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

PIB vs. procura interna final modificada*

Índice (100 = 1T 1995)



Nota: *A procura interna final modificada permite avaliar melhor a dinâmica da atividade económica na Irlanda, ao centrar-se no consumo e no investimento associados à atividade interna e ao excluir operações de multinacionais, como as relacionadas com propriedade intelectual ou *leasing* de aeronaves, que podem distorcer o PIB.

Fonte: BPI Research, com base em dados da Central Statistical Office.

Irlanda. Esta distinção é significativa o suficiente para que o próprio BCE, no seu quadro de previsões, inclua um cálculo do PIB da Zona Euro com base no PIB da Irlanda e outro com base no MFDD.

A Irlanda não distorce as estatísticas por ter um peso muito elevado na economia da Zona Euro, mas sim porque é o país onde se regista uma parte significativa da economia intangível global. O PIB continua a ser uma variável indispensável para analisar uma economia, mas o caso da Irlanda mostra que, por vezes, é necessário ir além dos números de destaque para compreender a evolução da economia irlandesa e avaliar de forma mais fiável a situação da Zona Euro.

3. Ver: <https://www.cso.ie/en/interactivezone/statisticsexplained/nationalaccountsexplained/modifiedgni/>.

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

ESTADOS UNIDOS

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	06/26	07/26	08/26
Atividade									
PIB real	2,8	2,1	2,3	2,0	2,7	2,1	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	3,4	4,5	4,6	3,9	4,6	5,6	5,7	4,8	...
Confiança do consumidor (valor)	104,5	96,1	97,4	94,2	90,7	92,2	92,2	90,2	89,4
Produção industrial	–0,7	1,1	1,7	1,6	0,8	1,4	1,3	1,1	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	48,2	48,9	48,7	48,2	52,6	53,3	53,3	55,6	54,6
Habitacões iniciadas (milhares, média mensal)	1.370	1.356	1.347	1.323	1.418	1.337	1.415	1.239	...
Case-Shiller preço habitação usada (índice)	330	339	338	341	343	343	344	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	4,0	4,3	4,3	4,5	4,3	4,3	4,2	4,1	...
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,1	59,8	59,6	59,7	59,3	59,1	59,0	58,9	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–2,8	–3,3	–3,4	–3,1	–2,5	–2,3	–2,3	–2,3	...
Preços									
Taxa de inflação global	3,0	2,7	2,9	2,7	2,7	3,9	3,5	3,4	...
Taxa de inflação subjacente	3,4	2,9	3,1	2,6	2,5	2,7	2,6	2,5	...

JAPÃO

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	06/26	07/26	08/26
Atividade									
PIB real	0,1	1,2	0,6	0,4	0,5	0,7	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	37,2	34,7	34,8	36,7	36,9	33,2	33,8	34,9	35,5
Produção industrial	–3,0	0,1	–1,1	–1,3	1,2	1,9	3,1	4,2	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	12,8	13,5	14,0	15,0	17,0	22,0	–	–	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,5	2,5	2,5	2,6	2,7	2,5	2,5	2,4	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–1,0	–0,6	–0,5	–0,4	–0,3	–0,2	–0,2	–0,3	...
Preços									
Taxa de inflação global	2,7	3,2	3,0	2,5	1,4	1,5	1,7	1,9	...
Taxa de inflação subjacente	2,5	3,0	3,2	3,0	2,5	1,8	1,7	1,9	...

CHINA

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	06/26	07/26	08/26
Atividade									
PIB real	5,0	5,0	4,8	4,5	5,0	4,3	–	–	–
Vendas a retalho	3,3	3,8	2,4	0,7	2,4	0,2	1,0	0,6	...
Produção industrial	5,6	5,9	5,8	5,0	6,0	4,6	5,3	4,5	...
PMI indústrias (oficial)	49,8	49,6	49,5	49,4	49,6	50,2	50,3	49,2	49,8
Setor externo									
Balança comercial ^{1,2}	997	1.186	1.174	1.186	1.174	1.176	1.176	1.190	...
Exportações	4,6	5,5	6,5	3,8	14,5	20,0	26,8	23,6	...
Importações	1,0	0,3	4,7	3,7	23,5	29,4	35,8	27,6	...
Preços									
Taxa de inflação global	0,2	0,1	–0,2	0,6	0,8	1,1	1,0	0,5	...
Taxa de juro de referência ³	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Renminbi por dólar	7,2	7,2	7,2	7,1	6,9	6,8	6,8	6,8	6,7

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

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

ZONA EURO

Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	06/26	07/26	08/26
Vendas a retalho (variação homóloga)	1,3	2,4	1,9	2,3	2,0	1,2	0,7	...	...
Produção industrial (variação homóloga)	-2,9	1,6	1,5	1,9	-1,6	0,1	0,1	...	...
Confiança do consumidor	-12,6	-13,4	-13,7	-13,0	-13,7	-19,0	-17,6	-15,9	-15,5
Sentimento económico	95,9	95,9	95,8	97,0	98,1	94,5	95,6	97,1	98,4
PMI indústrias	45,9	49,1	50,1	49,5	50,6	51,7	51,4	51,9	52,7
PMI serviços	51,5	51,3	50,9	53,0	51,2	48,2	49,4	51,7	51,6
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (variação homóloga)	1,0	0,7	0,7	0,7	0,5	...	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,4	6,3	6,3	6,3	6,4	6,4	6,4	6,4	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,4	3,7	3,8	3,9	3,9	3,9	4,0	4,0	...
França (% pop. ativa)	7,4	7,7	7,8	8,0	8,2	8,3	8,3	8,3	...
Itália (% pop. ativa)	6,6	6,0	5,9	5,7	5,5	5,6	5,8	5,8	...
PIB real (variação homóloga)	1,0	1,3	1,2	1,1	0,5	1,0	-	-	-
Alemanha (variação homóloga)	0,0	0,3	0,3	0,3	0,7	1,0	-	-	-
França (variação homóloga)	1,4	0,9	0,8	1,1	0,7	0,5	-	-	-
Itália (variação homóloga)	0,6	0,7	0,7	0,9	0,8	1,0	-	-	-

Preços

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

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	06/26	07/26	08/26
Inflação global	2,4	2,1	2,1	2,1	2,0	3,0	2,8	2,9	3,3
Inflação subjacente	2,8	2,4	2,3	2,4	2,3	2,4	2,4	2,5	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	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	06/26	07/26	08/26
Balança corrente	3,0	2,0	2,2	2,0	2,1	2,1	2,1	...	...
Alemanha	5,8	4,5	4,6	4,5	4,3	4,4	4,4	...	...
França	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4	-0,3	-0,5	-0,5	...	...
Itália	1,1	1,1	1,1	1,1	1,4	1,3	1,3	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	94,2	96,1	97,8	97,5	97,2	96,7	96,1	96,1	96,9

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	06/26	07/26	08/26
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	0,8	2,7	2,9	3,0	3,0	3,8	4,0	4,4	...
Crédito às famílias ^{2,3}	0,5	2,2	2,5	2,9	3,0	3,0	3,0	3,1	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	4,9	3,4	3,2	3,3	3,3	3,4	3,6	3,6	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	4,6	3,7	3,6	3,5	3,5	3,6	3,7	3,7	...
Depósitos									
Depósitos à ordem	-3,9	5,0	5,6	5,4	5,2	3,9	3,6	3,3	...
Outros depósitos a curto prazo	12,4	-0,1	-1,5	-1,0	-0,2	1,7	2,8	3,8	...
Instrumentos negociáveis	20,0	7,7	4,4	0,9	0,8	2,8	4,4	4,2	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	3,0	1,9	1,7	1,8	1,8	1,9	2,0	2,1	...

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

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

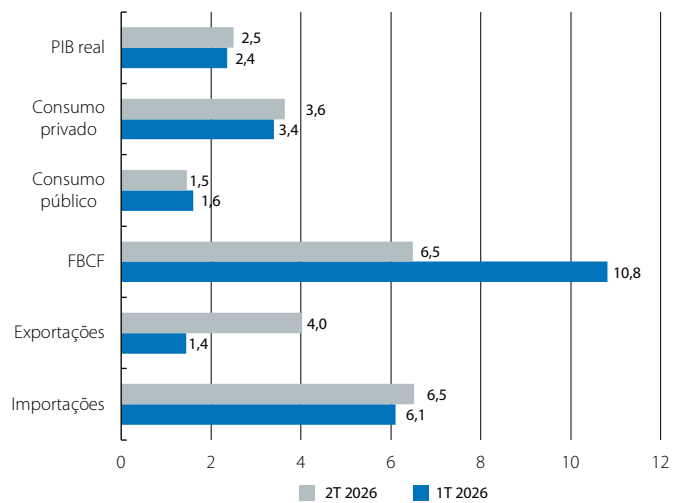
Economia surpreende pela positiva no 2T

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

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

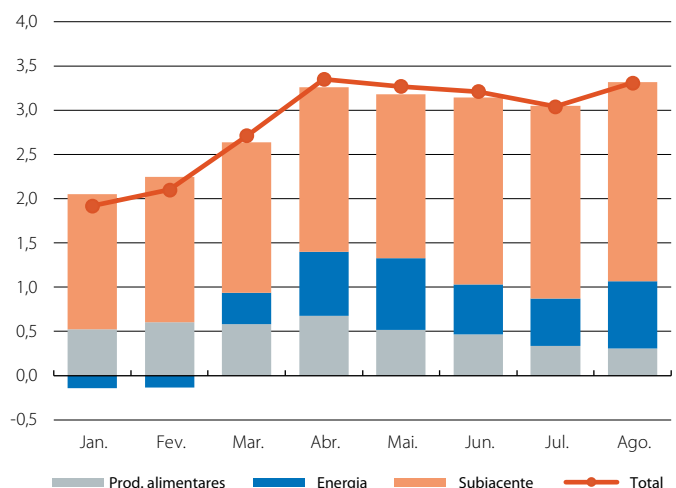
A taxa de desemprego manteve-se em 5,7% em julho, mas o número de desempregados diminuiu para 320,3 mil pessoas, menos 0,8% face a junho e -1,1% face a julho de 2025. Por sua vez, a população empregada também reduziu face a junho, mantendo uma tendência de crescimento face a 2025. Assim, em julho a população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

Crescimento do PIB real (%)



Fonte: BPI Research com base em dados do INE.

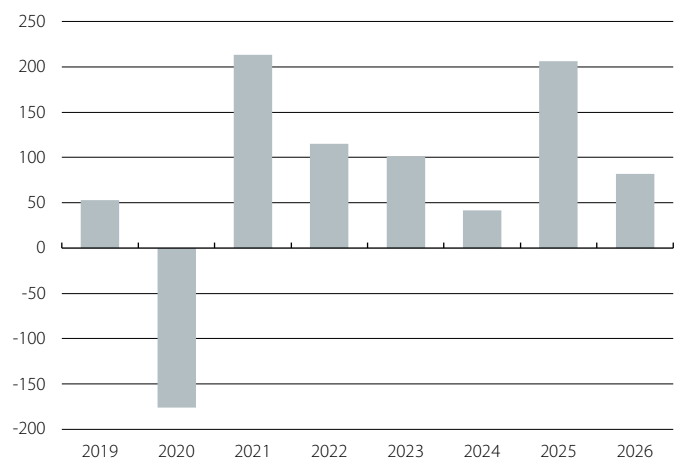
IPC: contributo para a variação homóloga (%)



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

População empregada

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



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

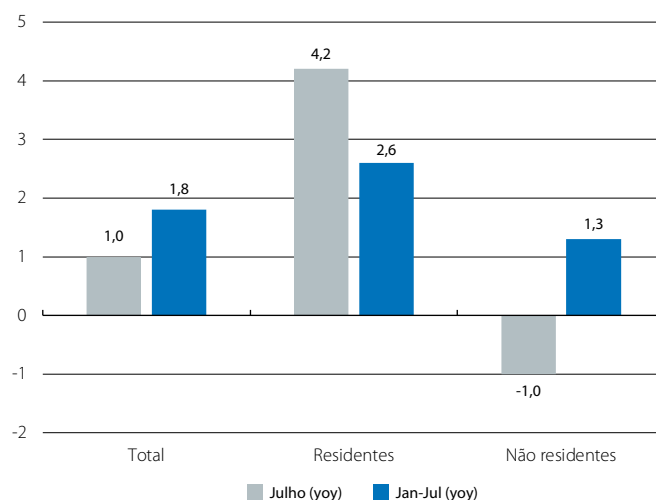
Turismo cresce moderadamente. Em julho de 2026, a atividade turística em Portugal manteve uma trajetória positiva, embora com ritmos de crescimento moderados. Os estabelecimentos de alojamento turístico registaram 3,4 milhões de hóspedes (+1,0% homólogo) e 9,6 milhões de dormidas (+2,1% homólogo). Isto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

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

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

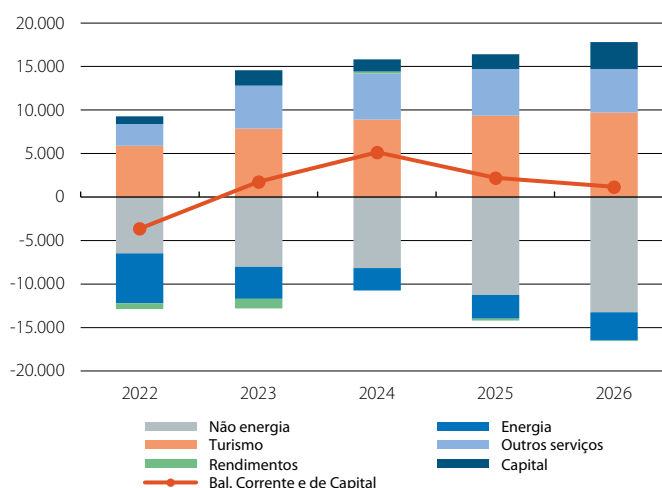
Hóspedes

Variação anual (%)



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

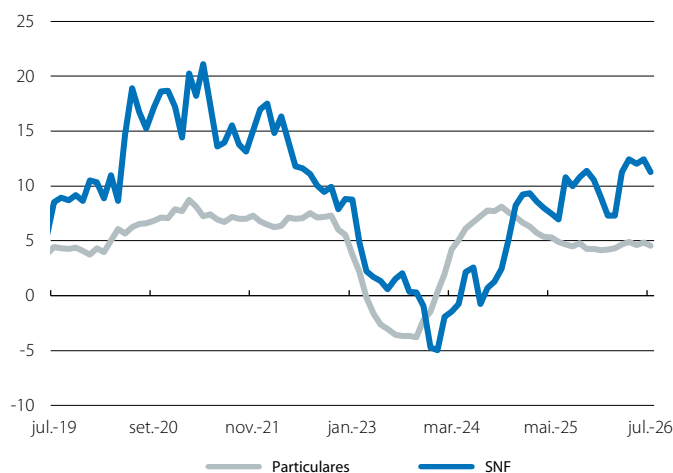
Portugal: balanças corrente e de capital (ytd junho, milhões de euros)



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

Carteira de depósitos do setor privado não financeiro

Taxa de variação homóloga (%)



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

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

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

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

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

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

Exposição portuguesa aos riscos climáticos

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

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

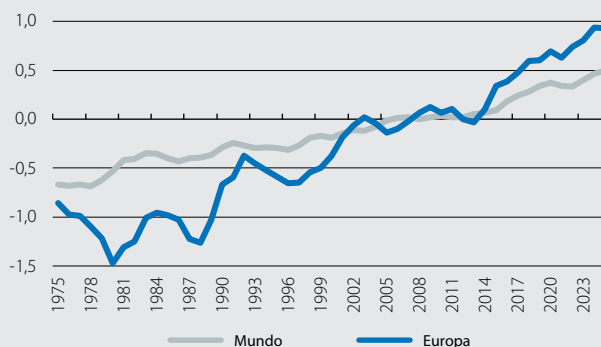
2. Mongelli, I., Avila-Urbe, A., Maes, J., Durán, J., Feyen, L. e Ciscar, J. C. (2025), «Regional economic climate risks in Europe – Early insights from a spatial growth model», Publications Office of the European Union. Disponível em: <https://publications.jrc.ec.europa.eu/repository/handle/JRC143093>

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

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

Anomalia na temperatura média

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

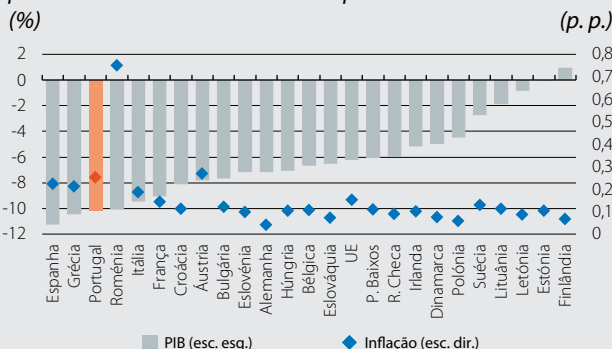


Nota: Anomalias calculadas segundo a metodologia de reanálise meteorológica (ERA5), criada pelo Centro Europeu de Previsões Meteorológicas a Médio Prazo através da combinação de estimativas de modelos físicos com observações históricas.

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

Heterogeneidade regional na exposição portuguesa aos riscos climáticos

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

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

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

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

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

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

Indicadores meteorológicos em Portugal Continental

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

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

Fonte: BPI Research com base em dados do IPMA.

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

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

Tiago Miguel Pereira

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

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

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

Efeitos diretos da energia

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

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

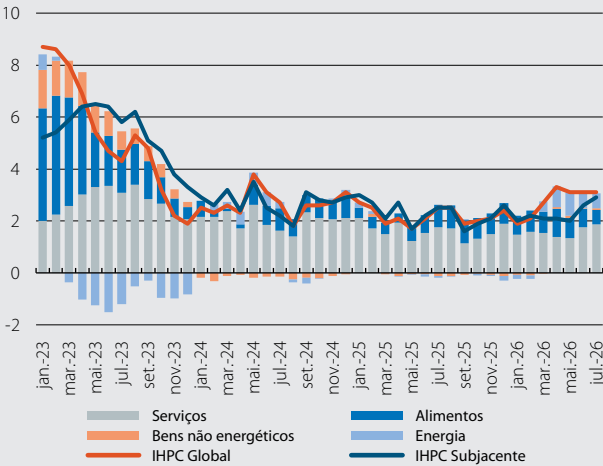
Impacto indireto

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

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

Portugal: IHPC

Variação homóloga e contributos (%)



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

Portugal: top 15 de categorias com maior aumento de inflação

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

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

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

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

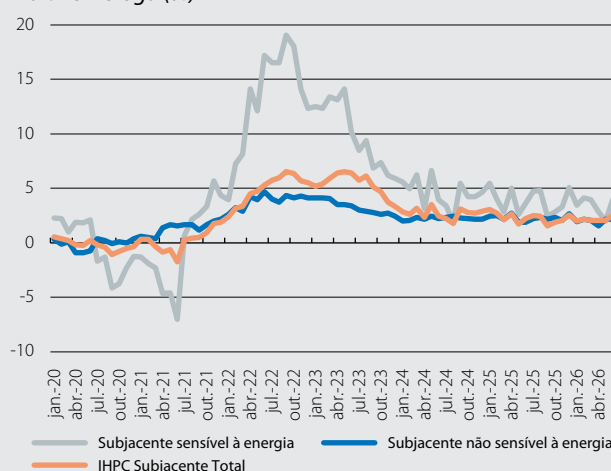
Como mostra o gráfico, durante a crise inflacionista de 2022-2023, o indicador «sensível à energia» antecipou tanto a intensificação como o abrandamento das pressões sobre os restantes preços subjacentes. Em 2022 a componente da inflação subjacente sensível à energia atingiu um pico de cerca de 17%,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

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

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

IHPC Subjacente

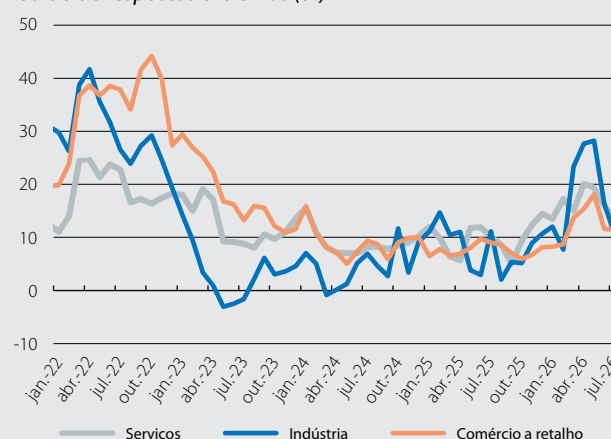
Var. homóloga (%)



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

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

Saldo de respostas extremas (%)



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

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

Perspetiva futura: acontecimentos geopolíticos e incerteza nos mercados energéticos

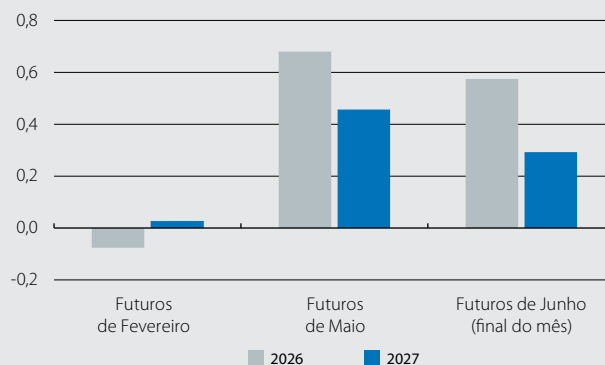
As evidências atuais apontam então para um contágio mais contido do choque energético à totalidade do cabaz de compras, comparativamente a momentos anteriores. No entanto, interessa ter alguma visibilidade acerca de como o choque energético pode continuar a impactar os preços no consumidor. Para isso,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

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

Tiago Belejo Correia e Sophie Maria Johnson

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

(p. p.)



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

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

Indicadores de atividade e emprego

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

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

Preços

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

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

Setor externo

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

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	06/26	07/26	08/26
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	2,0	0,6	1,6	0,1	-3,2	0,0	0,0	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	2,0	4,1	6,9	4,5	3,7	4,2	4,2	...	...
Saldo corrente	6,5	3,8	3,4	3,6	2,3	1,2	1,2	...	...
Bens e serviços	6,4	3,7	3,2	3,0	1,7	0,5	0,5	...	...
Rendimentos primários e secundários	0,1	0,1	0,2	0,6	0,6	0,7	0,7	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	9,6	8,3	7,6	8,3	7,7	7,3	7,3	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	06/26	07/26	08/26
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	7,5	5,4	6,3	5,4	6,4	6,9	6,9	6,3	...
À ordem	-0,3	8,1	8,6	8,1	7,9	7,3	7,3	7,1	...
A prazo e com pré-aviso	15,3	3,1	4,3	3,1	5,1	6,5	6,5	5,6	...
Depósitos das Adm. Públicas	26,7	28,7	-0,5	28,7	20,4	9,2	9,2	19,9	...
TOTAL	7,9	6,0	6,1	6,0	6,9	7,0	7,0	6,8	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	1,9	6,6	5,8	6,6	7,7	8,2	8,2	8,4	...
Empresas não financeiras	-1,0	2,6	2,2	2,6	4,3	4,8	4,8	5,2	...
Famílias - habitação	3,0	9,3	8,0	9,3	9,8	10,6	10,6	10,8	...
Famílias - outros fins	5,4	7,0	6,9	7,0	8,4	8,2	8,2	8,2	...
Administrações Públicas	0,6	6,4	4,8	6,4	3,2	3,2	3,2	5,8	...
TOTAL	1,9	6,6	5,7	6,6	7,5	8,0	8,0	8,4	...
Taxa de incumprimento (%)²	2,4	2,1	2,3	2,1	2,1	2,1	-	-	-

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

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

A economia espanhola resiste ao conflito energético

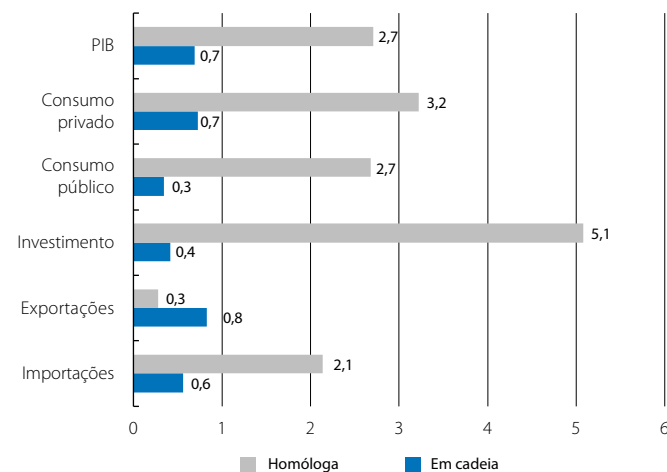
A economia espanhola continua a registar um crescimento notável, embora o aumento das tensões entre os EUA e o Irão volte a criar pressão no cenário. Apesar das dificuldades do contexto internacional, a economia espanhola voltou a demonstrar capacidade de resiliência, com um crescimento do PIB de 0,7% em cadeia no 2T 2026: 0,1 p. p. a mais do que no trimestre anterior e 0,2 p. p. acima da nossa previsão. A composição revelou-se igualmente favorável, com progressos substanciais tanto no consumo privado como no investimento. As exportações de serviços também registaram um bom desempenho. Este dado, que reafirmou a resiliência da economia, introduz uma tendência de revisão em alta na nossa previsão de crescimento de 2,4% para 2026. Contudo, o recomeço das hostilidades entre os EUA e o Irão, que se tem verificado desde julho, e as dificuldades em normalizar o tráfego no Estreito de Ormuz voltaram a aumentar os preços do petróleo e do gás. Este aumento dos preços da energia já está a repercutir-se na inflação e obriga a manter a cautela. Não obstante, a economia enfrenta este novo desafio numa posição confortável.

Os primeiros indicadores disponíveis relativos ao 3T apontam para que a atividade se mantenha em boa forma, embora existam altos e baixos. Nos meses de julho e agosto, o PMI dos serviços registou uma recuperação substancial, atingindo uma média de 58,1 pontos, face aos 50,7 pontos da média do trimestre anterior. Trata-se de um valor elevado que denota um ritmo de crescimento significativo neste setor. Por outro lado, o PMI do setor transformador registou uma ligeira desaceleração, situando-se numa média de 49,9 pontos em julho e agosto, face aos 50,9 pontos do 2T, o que sugere que o crescimento no setor, do que se conhece do 3T até ao momento, poderá ter estagnado. Os sinais provenientes do consumo foram menos favoráveis: as vendas a retalho, em termos reais e corrigidas de sazonalidade, registaram uma queda de 0,3% em termos homólogos em julho, por comparação com o crescimento de 0,8% registado no 2T. Ainda assim, o dinamismo dos serviços e a evolução favorável do turismo, que analisaremos mais adiante, sugerem que a economia continua a avançar a um ritmo robusto no início do 3T, embora a subida da inflação possa moderar progressivamente a despesa das famílias.

O mercado de trabalho mantém-se sólido, mas a regularização dificulta a compreensão das suas dinâmicas subjacentes. O número de inscritos na Segurança Social diminuiu em agosto em 162.840 pessoas, uma queda inferior à habitual neste mês (cerca de 193.000 pessoas, em média, nos meses de agosto de 2023-2025), e aumentou em cerca de 84.000 pessoas em termos ajustados de sazonalidade, um avanço significativo, superior, por exemplo, ao aumento médio registado no 1T 2026, de cerca de 50.000 pessoas. No entanto, este comportamento explica-se, em grande medida, pela integração de trabalhadores provenientes do processo extraordinário de regularização. No mês de agosto, o número de afiliados estrangeiros aumentou em quase 40.000

Espanha: crescimento do PIB e suas componentes no 2T 2026

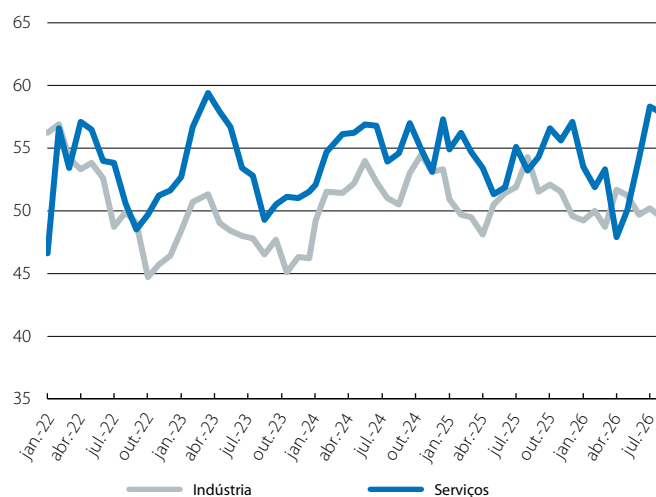
Variação (%)



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

Espanha: PMI

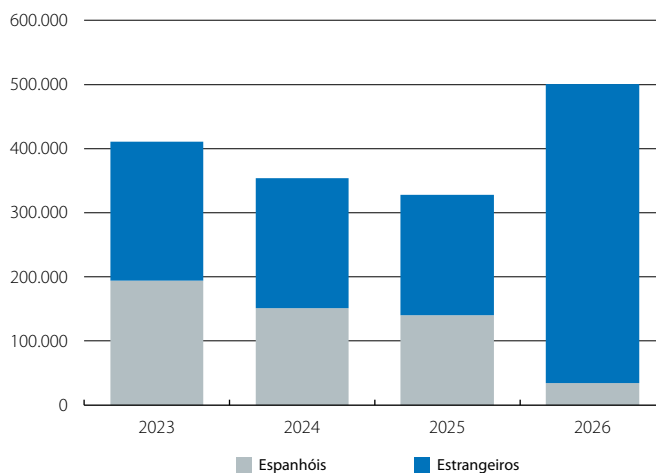
Nível



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

Espanha: número de inscritos na Segurança Social nos meses de agosto

Variação acumulada no ano (em milhares)



Fonte: BPI Research, com base nos dados da Segurança Social.

peças, um valor muito superior à queda que costuma registrar-se neste mês. Em contrapartida, a evolução do número de inscritos nacionais na Segurança Social aponta em sentido contrário, uma vez que diminuiu em cerca de 200.000 pessoas, uma queda superior à média de 172.000 registada entre 2023 e 2025.

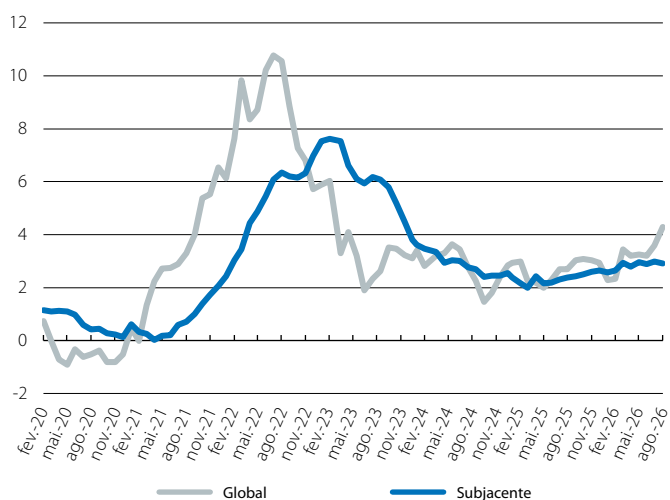
O aumento do preço dos combustíveis faz com que a inflação ultrapasse os 4% e com que as previsões tendam para uma revisão em alta. A inflação global aumentou 0,7 p. p. em agosto, atingindo os 4,3%, enquanto a inflação subjacente diminuiu 0,1 p. p., situando-se nos 2,9%. A subida concentrou-se principalmente no setor da energia, cujo preço aumentou 17% em termos homólogos, impulsionado pelo aumento do preço do petróleo e pela redução parcial dos subsídios aos combustíveis. Entre 1 e 27 de agosto, o preço da gasolina aumentou 7,6% em relação ao mês anterior e o do gasóleo 12,4%. Por outro lado, a moderação da inflação subjacente sugere que, para já, o choque continua limitado ao setor energético. A exceção é a componente dos serviços, cuja inflação se mantém relativamente elevada, nos 3,8%, condicionada pela evolução dos preços dos serviços relacionados com o turismo. A persistência do conflito no golfo Pérsico tem mantido as expectativas de mercado para os preços da energia em níveis superiores aos considerados no nosso cenário, o que introduz riscos enviesados para cima para a nossa previsão de uma inflação média de 3,2% em 2026.

O turismo confirma uma época alta sólida e continua a funcionar como amortecedor do choque. Em julho, chegaram a Espanha cerca de 11,5 milhões de turistas internacionais, que gastaram 18.218 milhões de euros, o que representa um aumento de 4,6% e 10,9% em relação ao ano anterior, respetivamente. Estes números são muito superiores aos registados pelo setor em julho de 2025, altura em que as chegadas e as despesas aumentaram 1,6% e 5,9%, respetivamente. Estes resultados estão em consonância com o desvio para Espanha de parte dos fluxos turísticos internacionais devido ao conflito no Médio Oriente e confirmam que o setor mantém uma elevada capacidade de crescimento. Contudo, o aumento dos custos de transporte e a perda de poder de compra nos mercados emissores poderão limitar gradualmente este impulso, caso as tensões no setor energético se prolonguem.

A atividade no setor imobiliário residencial registou uma ligeira recuperação em junho, mas a tendência de fundo continua a ser de moderação. As transações imobiliárias aumentaram 1,6% em termos homólogos em junho, após vários meses de recuo, e o volume acumulado nos últimos 12 meses situou-se nas 704.000 transações. Trata-se de um nível historicamente elevado, o que sugere que se interprete esta moderação como uma normalização e não como uma mudança de ciclo. No entanto, o forte aumento dos preços reduz progressivamente o poder de compra das famílias. A este fator acresce o agravamento das condições financeiras: em janeiro de 2026, a Euribor a 12 meses situava-se perto dos 2,2%, enquanto em agosto já rondava os 3%. Por conseguinte, é de esperar que a atividade no setor residencial continue a perder algum ímpeto nos próximos meses.

Espanha: IPC

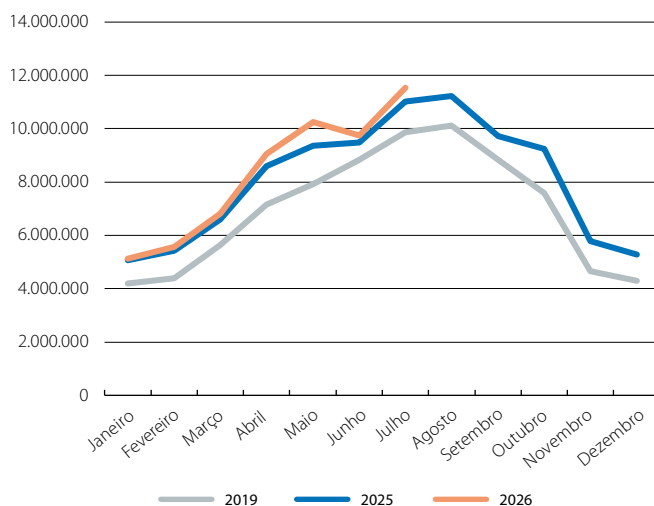
Variação homóloga (%)



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

Espanha: turistas estrangeiros

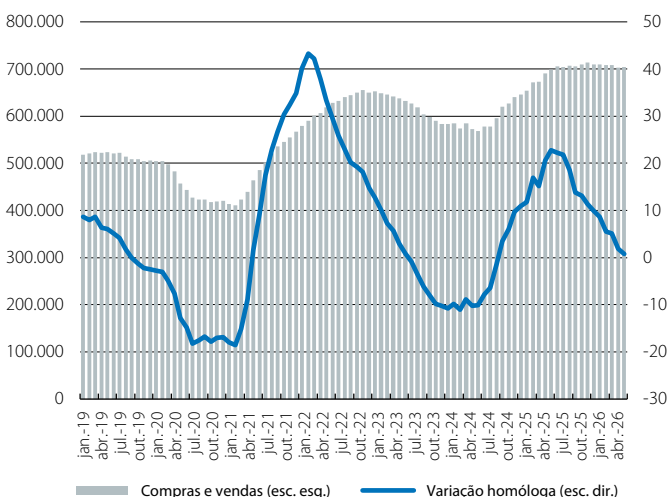
Número



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

Espanha: compra e venda de habitações

Acumulado de 12 meses



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

Indicadores de atividade e emprego

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

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	06/26	07/26	08/26
Indústria									
Índice de produção industrial	0,4	1,3	2,4	1,8	0,5	2,1	1,1	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-4,9	-4,8	-5,0	-3,9	-3,1	-4,0	-3,1	-2,5	-3,7
PMI das indústrias (valor)	52,2	50,9	52,6	51,1	49,3	50,9	49,7	50,2	49,5
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	16,7	8,8	7,9	8,8	...	...	...	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	9,7	11,4	18,6	11,4	5,5	0,8	0,8	...	...
Preço da habitação	8,4	12,7	12,8	12,9	12,9	...	...	...	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	10,1	3,2	4,3	3,2	2,7	3,2	3,2	3,5	...
PMI dos serviços (valor)	55,3	54,5	54,2	56,4	52,9	50,7	54,2	58,3	57,8
Consumo									
Vendas a retalho ¹	1,7	4,3	4,5	4,1	3,3	0,8	0,6	-0,3	...
Matrículas de automóveis	7,2	12,9	16,9	8,0	7,6	5,0	7,8	3,7	11,8
Indicador do sentimento económico (valor)	103,1	103,1	102,7	104,3	105,2	102,9	103,4	104,3	102,1
Mercado de trabalho									
População empregada ²	2,2	2,6	2,6	2,8	2,4	2,3	...	...	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	11,3	10,5	10,5	9,9	10,8	9,9	...	...	...
Inscritos na Segurança Social ³	2,4	2,3	2,3	2,4	2,3	2,6	2,8	2,9	3,1
PIB	3,5	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7	...	...	...

Preços

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

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	06/26	07/26	08/26
Inflação global	2,8	2,7	2,8	3,0	2,7	3,2	3,2	3,6	4,3
Inflação subjacente	2,9	2,3	2,4	2,6	2,7	2,9	2,9	3,0	2,9

Setor externo

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

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	06/26	07/26	08/26
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	0,2	0,7	0,8	0,7	0,2	1,2	1,2	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	0,1	4,6	4,6	4,6	1,7	4,5	4,5	...	...
Saldo corrente	50,7	49,5	48,2	49,5	48,6	40,5	40,5	...	...
Bens e serviços	66,3	64,7	62,5	64,7	67,1	62,2	62,2	...	...
Rendimentos primários e secundários	-15,7	-15,1	-14,3	-15,1	-18,6	-21,6	-21,6	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	68,7	66,9	66,6	66,9	65,8	57,6	57,6	...	...

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	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	06/26	07/26	08/26
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	5,1	4,8	4,9	4,8	5,5	5,0	5,0	4,8	...
À ordem e poupança	2,0	6,7	7,2	6,7	7,1	5,0	5,0	4,2	...
A prazo e com pré-aviso	23,5	-4,7	-6,6	-4,7	-2,2	5,4	5,4	8,0	...
Depósitos das Adm. Públicas ⁵	23,1	4,9	7,2	4,9	5,0	8,5	8,5	4,6	...
TOTAL	6,3	4,8	5,1	4,8	5,5	5,3	5,3	4,8	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	0,7	3,5	2,8	3,5	3,8	2,0	2,0	3,3	...
Empresas não financeiras	0,4	2,9	2,3	2,9	3,7	3,8	3,8	4,5	...
Famílias - habitação	0,3	3,5	2,9	3,5	3,7	3,7	3,7	3,8	...
Famílias - outros fins	2,3	4,6	3,7	4,6	4,3	-6,8	-6,8	-0,9	...
Administrações Públicas	-2,6	10,7	12,9	10,7	8,1	8,3	8,3	2,5	...
TOTAL	0,5	3,9	3,4	3,9	4,1	2,4	2,4	3,3	...
Taxa de incumprimento (%)⁶	3,3	2,7	2,9	2,7	2,6	2,5	2,5	...	...

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

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

ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

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

INFORMAÇÃO MENSAL

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

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

DAILY REPORT

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

PULSO ECONÓMICO

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

NOTAS BREVES

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

FLASH NOTES

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

FICHAS SÍNTESE PAÍS

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



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

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

© Banco BPI, S.A., 2026

© CaixaBank, S.A., 2026

Design e produção: www.cegegglobal.com

