

Economia mundial 2026: resiliência, transição ou disrupção?

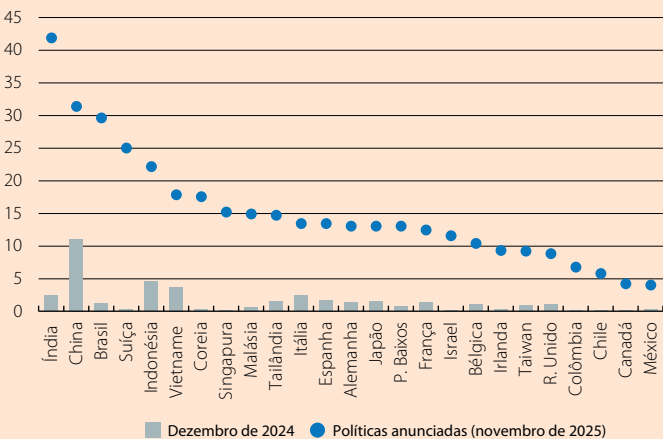
O ano de 2025 terminará com a sensação de que os efeitos no crescimento causados pelos vários choques de oferta e pelo aumento da incerteza foram limitados e claramente inferiores ao esperado após o ruído causado pelas primeiras semanas da presidência de Donald Trump. O comportamento da economia mundial continua a ser caracterizado pela resiliência, permitindo que a velocidade de cruzeiro do ciclo económico se mantenha próxima dos 3%, embora persistam divergências entre o crescimento na Europa (1,3%), nos EUA (1,8%) e na Ásia (4,5%). Entre os fatores que podem explicar esta robustez da atividade contam-se um efeito mais suave do que o esperado das subidas das tarifas, uma vez evitada a guerra comercial, e a flexibilidade dos agentes privados para antecipar e adaptar-se ao ruído do novo ambiente económico, bem como condições financeiras favoráveis.

Com efeito, nesta altura do outono, temos a mesma sensação que em 2023 e 2024, quando a realidade do final do ano era muito melhor do que os cenários centrais de previsão traçados no início do ano. Na origem deste comportamento de «menos a mais» das perspetivas económicas está uma subestimação da capacidade dos agentes económicos para gerir a incerteza e tomar decisões em períodos de instabilidade, ou simplesmente que os exercícios de previsão se tornam mais complicados quando os níveis de incerteza são elevados. No entanto, para além do que precede, a resiliência do ciclo económico desde o fim da pandemia reflete alguns dos benefícios de uma velha ordem internacional em processo de transformação. Um quadro económico e político (Pax Americana) em que os EUA asseguraram o equilíbrio de uma economia mundial aberta, fornecendo bens públicos essenciais (defesa, segurança, sistemas de pagamento, etc.), mercados abertos para o comércio e uma moeda estável, bem como sendo o prestamista de última instância em caso de necessidade (através do FMI).

Um ambiente, portanto, com benefícios em termos de estabilidade económica, crescimento, inovação e otimização de vantagens competitivas, agora ameaçado pela emergência de um novo líder global (China) que procura estabelecer novas alianças e dependências estratégicas no continente euro-asiático, mas também em África e na América Latina.¹ Simultaneamente, a velha potência hegemónica procura reequilibrar o tabuleiro de xadrez, cobrando mais explicitamente os serviços prestados (tarifas, despesas com armamento, objetivos de investimento direto, etc.), ao mesmo tempo que reajusta a sua política externa à nova realidade. Existem alguns paradoxos, como o facto de o fornecedor teórico de estabilidade e proteção ser uma das maiores fontes de incerteza, ou de os aliados tradicionais dos EUA (Europa, Japão, Canadá, Coreia do Sul, etc.) poderem ser os mais afetados negativamente pelas mudanças nas regras do jogo.²

Tarifa média efetiva nos EUA

Por parceiro comercial (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados do USITC, BEA, Departamento do Tesouro e Comtrade.

1. Ver «A Iniciativa "Uma Faixa, uma Rota": uma faca de dois gumes?», no presente Relatório Mensal.
2. Ver Posen, Adam S. (2025). «The New Economic Geography. Who profits in a Post-American World?». Foreign Affairs, volume 104, n.º 5.

Previsões dos mercados económicos e financeiros internacionais

Projeções elaboradas em 22/09/2025

	2024	2025	2026
PIB mundial (homólogo)	3,3	3,1	3,1
EUA PIB (homólogo)	2,8	1,8	1,9
PIB da Zona Euro (homólogo)	0,8	1,3	1,2
PIB da Alemanha (homólogo)	-0,5	0,2	1,1
PIB da China (homólogo)	5,0	4,6	4,0
Petróleo (Brent, dólar por barril)	79,8	68,5	65,1
EUA inflação (homólogo)	3,0	2,8	2,8
Inflação da Zona Euro (homólogo)	2,4	2,1	2,0
BCE – taxa depo (%; fim do período)	3,0	2,0	2,0
Fed – fed funds rate (%; fim do período, lower bound)	4,3	3,5	3,0
Euribor 12M (%; fim do período)	2,4	2,1	2,2

Fonte: BPI Research.

ciais entre a UE, a ASEAN, o Canadá ou a Austrália poderá compensar parcialmente os efeitos da menor abertura externa americana. Seja como for, a curto prazo, os efeitos do novo quadro tarifário sobre o crescimento e a inflação continuarão a manifestar-se enquanto se finaliza a nova relação comercial entre os EUA e a China, que será definida pelo equilíbrio entre os dois setores em que existe uma dependência mútua: terras raras e microchips.

O próximo ano assistirá, portanto, à continuação da transição no reordenamento do processo de globalização em que a economia internacional se encontra mergulhada desde a pandemia. À chegada, o novo equilíbrio com maior divisão entre blocos económicos implicará perdas de crescimento potencial e de bem-estar que poderão ser compensadas pelos efeitos do processo de inovação ligado à inteligência artificial (IA). Este processo intensificou-se significativamente nos últimos tempos, como já se pode ver nos números do crescimento do PIB dos EUA no primeiro semestre do ano (90% explicado pelo investimento em *hardware*, *software*, centros de dados, etc.).³ As grandes empresas tecnológicas, por si só, planeiam investir cerca de 3 biliões de dólares em artigos relacionados com a IA até 2030, o que representa quase 10% do PIB. O estímulo positivo a curto prazo para a atividade está assegurado e pode ajudar a compensar os primeiros sinais de enfraquecimento do mercado de trabalho dos EUA, mas a questão fundamental será saber se esta onda de investimento será compensada a médio prazo. Especialmente porque começam a ser detetadas estruturas de financiamento mais alavancadas e circulares, com participações cruzadas entre empresas do mesmo setor ao longo da cadeia de valor, o que pode aumentar o risco em caso de desempenho insuficiente. Além disso, estas interdependências podem abrandar o processo de destruição criativa, bloqueando ou atrasando a entrada de novos concorrentes.⁴

Em última análise, a grande questão é saber se a IA pode compensar a médio prazo, através da acumulação de capital e da produtividade total dos fatores, o efeito negativo da demografia e da fragmentação económica no crescimento potencial. Provavelmente, se for bem sucedida, conduzirá a uma maior participação do capital na produção e a uma menor participação do trabalho, o que poderá constituir um obstáculo adicional às políticas de consolidação fiscal, uma vez que é mais difícil tributar o capital, por ser mais móvel, do que os rendimentos do trabalho. Tudo isto sem ter em conta que mudanças estruturais desta magnitude exigem normalmente um mecanismo de compensação para a transição para a nova realidade dos perdedores no processo de mudança, sejam eles empresas ou trabalhadores. Todos estes elementos, num contexto em que a falta de espaço orçamental⁵ em muitos países da OCDE é um dos riscos mais importantes do cenário,⁶ especialmente porque desafios como a transição energética, as novas necessidades de despesas com a defesa ou os efeitos do envelhecimento da população têm de ser enfrentados simultaneamente.⁷

Embora as perspetivas orçamentais a médio prazo para os Estados Unidos não sejam muito animadoras (o FMI estima que a dívida pública poderá atingir 143% do PIB em 2030, com um défice que não descerá abaixo dos 7% durante todo o período), a curto prazo, as atenções centram-se na Europa, com França no centro da tempestade. A combinação de desequilíbrio orçamental e instabilidade política é um cocktail difícil de engolir, especialmente num país cujas receitas fiscais excedem 50% do PIB e que, no entanto, tem um défice primário superior a 3%. O diagnóstico dos mercados é claro: a situação orçamental de França é mais semelhante à de Itália do que à de Espanha ou de Portugal, o que já se traduziu numa reordenação do risco-país europeu, que se reflete nos prémios de risco e nas descidas das agências de *rating*.⁸ No limite, a maior ameaça é que os mecanismos concebidos na última década para fazer face ao risco acrescido de fragmentação na Europa (MEE, OMT ou TPI) acabem por ser testados.

No seu conjunto, em 2026, a economia continuará a estar exposta à combinação de novas tendências de fundo (restrições ao comércio e aos movimentos migratórios, aumento da IA, etc.) e de desafios a curto prazo (escassez de espaço orçamental, valorizações elevadas nos mercados financeiros, etc.). Será um ano em que, uma vez mais, a capacidade de questionar a todo o momento os pressupostos subjacentes às projeções económicas será crucial, assim como a flexibilidade na tomada de decisões. Com a resiliência do ciclo económico a ser novamente posta à prova, entre um mundo que ainda não morreu (globalização, multilateralismo, democracias liberais) e outro que ainda não nasceu. Há o risco de subestimar as mudanças e pensar que voltaremos ao *status quo* anterior, o que torna muito pertinentes as palavras de Joseph de Maistre sobre a Revolução Francesa: «Durante muito tempo, encaixámo-lo como um acontecimento. Enganámo-nos: foi uma era».

3. Para uma análise aprofundada das perspetivas para a economia dos EUA, ver o artigo «Perspetivas dos EUA para 2026: Resiliência com Fragilidades» neste *Relatório Mensal*.

4. Ver Aghion, P., Antonin, C. e Bunel, S. (2021). «O poder da destruição criativa». Editorial Deusto.

5. Segundo o FMI, a dívida pública mundial poderá atingir 100% em 2029.

6. Para mais pormenores sobre o caso europeu, ver o artigo «O dilema orçamental de médio prazo da Europa» no presente *Relatório Mensal*.

7. Segundo as estimativas do FMI, todos estes desafios poderão criar pressões sobre as despesas públicas na Europa equivalentes a quase 6 p. p. do PIB em 2050.

8. Importa ainda referir que a maior reviravolta orçamental na Zona Euro está a ter lugar no país com maior espaço orçamental (Alemanha), com um aumento do investimento em infraestruturas e defesa que deverá ter início em 2026, com um salto previsto de quase 15 pontos na dívida pública entre 2024 e 2028 e um défice estrutural que deverá aumentar para 4% do PIB potencial em 2026.

O dilema orçamental a médio prazo da Europa

A reposição este ano das regras orçamentais, enquanto garantes da sustentabilidade da dívida pública, e o persistente défice de investimento para fazer face às prioridades da UE no atual contexto geopolítico criam um cenário de fricção que exige uma estratégia orçamental coordenada em tempos e intensidade que ultrapassem largamente o horizonte dos mandatos políticos nacionais e comunitários, sendo essencial ultrapassar diferenças e alguns tabus que caracterizaram a história económica da UE noutros momentos.

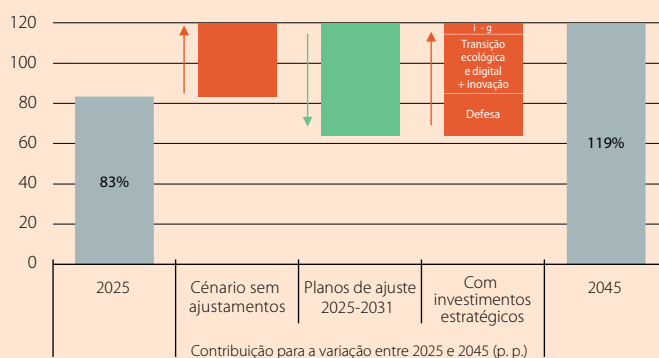
Duas forças opostas: consolidação orçamental vs. autonomia estratégica

Por um lado, a situação pós-pandémica das finanças públicas europeias¹ e os efeitos do envelhecimento demográfico² estão a conduzir a uma deterioração orçamental acentuada na ausência de medidas compensatórias, afastando um número crescente de países dos parâmetros de referência do Pacto de Estabilidade e Crescimento. Segundo as projeções da Comissão Europeia para cada Estado-Membro, num cenário sem ajustamento, o défice público agregado da UE poderia aumentar em 10 anos para 5% do PIB (3,2% em 2024) e o rácio da dívida pública para perto de 100% do PIB (81% em 2024).³ Ao abrigo do novo quadro de governação orçamental europeu, o principal instrumento para corrigir estes desequilíbrios são os planos orçamentais estruturais de médio prazo, nos quais os Estados-Membros estabelecem o itinerário para assegurar a sustentabilidade da sua dívida pública.⁴ Para os países que necessitam de ajustamento, as medidas incluídas nos planos implicam uma redução anual do défice primário estrutural de 0,5-0,6 p. p. do PIB entre 2025 e 2031 (algumas ao longo de quatro anos e outras ao longo de um período alargado de sete anos). Relativamente à dívida pública da UE no seu conjunto, a diferença em relação ao cenário sem ajustamento é muito substancial, chegando a ser 25 p. p. inferior em 10 anos e 50 p. p. inferior em 20 anos (ver o primeiro gráfico). A execução de planos a médio prazo é, por conseguinte, crucial para garantir a sustentabilidade das finanças públicas.

No entanto, tal como a COVID-19, a invasão russa da Ucrânia e o unilateralismo da nova Administração Trump evidenciaram nos últimos anos, a UE tem dependências estratégicas em domínios como a defesa, a inovação e a dupla transição ecológica e digital. O relatório Draghi publicado em 2024 incluía, assim, necessidades adicionais de investimento nestas áreas de cerca de 800.000 milhões de euros por ano,⁵ um valor que foi agora atualizado pelo BCE para 1,2 biliões de euros (cerca de 7% do PIB em 2024),⁶ na sequência de compromissos de aumento das despesas com a defesa na NATO.⁷ No pressuposto de que o setor público financia 25% destas necessidades de investimento adicionais ao longo dos próximos 10 anos (100% no caso da defesa, devido ao seu estatuto natural de monopólio), este aumento das despesas poderia aumentar a dívida pública da UE numa magnitude que contrabalançaria a redução que se espera obter com os planos de ajustamento a médio prazo (ver primeiro gráfico).⁸ Consequentemente, na prossecução de uma autonomia estratégica desejada no atual contexto geopolítico, voltá-riamos à estaca zero em termos de (in)sustentabilidade da dívida, com riscos adicionais de retorno da pressão sobre os custos de financiamento dos Estados-Membros.⁹

Dívida pública total dos países da UE*

(% do PIB)



Notas: * Mudança entre 2025 e 2045. Previsão para 2025 publicada no Relatório da primavera da Comissão Europeia. «i - g» indica o efeito da variação do diferencial entre a taxa de juro (i) e o crescimento nominal do PIB, pressupondo que cada aumento de 1 ponto no rácio de endividamento público acresce 4 pontos base ao custo de novo financiamento, e considerando um multiplicador orçamental de 0,75 para as alterações no saldo estrutural primário. Os investimentos estratégicos preveem uma redução progressiva da atual diferença até 2035.

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

1. Ver Focus «Os limites da dívida: Edição 2025» neste mesmo Relatório Mensal.

2. Ver o Dossier «Desafios e políticas na era da longevidade» no IM09/2025.

3. Cálculos próprios baseados nos cenários enviados pela Comissão Europeia aos Estados-Membros antes da preparação dos planos orçamentais estruturais de médio prazo em 2024-2025.

4. Ver Focus «O novo quadro de governação económica da UE» no IM01/2025.

5. Ver Focus «Draghi propõe uma política industrial europeia como força motriz para enfrentar os desafios das próximas décadas» no IM10/2024.

6. BCE (2025), «Time to be strategic: how public money could power Europe's green, digital and defence transitions».

7. Ver Focus «5% do PIB para a defesa: Porquê? Para quê? É viável?» no IM09/2025.

8. No cenário de referência, consideramos um aumento progressivo das despesas com a defesa para 3,5% do PIB em 2035 (5% para a Polónia e as Repúblicas Bálticas) e do investimento público na inovação e na dupla transição ecológica e digital em 1,5 p. p. durante o mesmo período.

9. Baldacci, E. e Kumar, M.S. (2010), «Fiscal Deficits, Public Debt, and Sovereign Bond Yield» estima a sensibilidade à taxa de juro num intervalo de 3-5 pontos base por cada p. p. de aumento do rácio da dívida pública. Desta forma, *ceteris paribus*, o aumento do investimento público com fins estratégicos poderá aumentar o custo dos novos financiamentos em 0,75 a 1,25 p. p. em 10 anos e em 1,5 a 2,5 p. p. em 20 anos, comparativamente ao cenário com ajustamentos ao abrigo das novas regras orçamentais.

Alavancas de atenuação para um novo equilíbrio

Perante este cenário, uma estratégia orçamental credível deve combinar uma certa flexibilidade a curto prazo para colmatar o défice de investimento, alargando a outros domínios críticos a cláusula de salvaguarda para as despesas de defesa ativada este ano e aumentando o financiamento conjunto dos bens públicos da UE, com o requisito essencial de uma maior eficiência das despesas públicas e a criação de uma base sólida para um maior crescimento potencial. Esta estratégia permitiria abordar o necessário processo de consolidação orçamental a médio prazo, o que, de forma mais realista, poderia implicar um valor de referência mais elevado para o rácio da dívida pública, mais próximo de 90% do PIB do que os atuais 60%, algo que está, de facto, implícito nos próprios planos de estímulo da Alemanha.¹⁰

A aspiração de aumentar o crescimento económico na UE é indissociável do debate orçamental. Um ritmo de atividade mais rápido permitirá que a base de receitas se expanda e que a dívida pública seja «absorvida» mais rapidamente, contendo simultaneamente a pressão sobre os custos de financiamento que uma nova âncora orçamental a médio prazo poderá implicar (ver segundo gráfico).¹¹ Para o efeito, os investimentos acima referidos devem ser canalizados para projetos com impacto em termos de autonomia estratégica e de alcance macroeconómico na UE – com um peso crescente do valor acrescentado europeu. Por outro lado, tal como indicado nos objetivos da Bússola para a Competitividade, é necessário avançar paralelamente com a agenda de reformas, incluindo a simplificação regulamentar, uma maior integração do mercado único, novos instrumentos de financiamento no âmbito de uma união de capitais e a revisão do quadro da concorrência e dos auxílios estatais para promover projetos europeus com dimensão europeia.¹² Conforme o próprio Draghi salientou no aniversário do seu relatório, é urgente acelerar a adoção e a aplicação desta ambiciosa agenda, a fim de gerar um círculo virtuoso com uma maior participação do capital privado e menores exigências para as contas públicas.¹³

Quanto ao papel que o financiamento conjunto pode desempenhar na satisfação das necessidades estratégicas, a emissão conjunta de dívida demonstrou o seu potencial face a grandes choques acompanhados de tensões nos mercados financeiros, facilitando a aplicação e reduzindo o custo das políticas anticíclicas de curto prazo e aliviando a pressão sobre as finanças públicas a médio prazo.¹⁴ Todavia, em «tempos normais» e na ausência de uma estrutura federal de pleno direito, o recurso ao financiamento conjunto (através dos mercados ou do orçamento da UE) parece menos justificado em termos de garantir a sustentabilidade orçamental conjunta da UE, pois trata-se de uma dívida a reembolsar pelos Estados-Membros, do que em termos de potenciais ganhos de eficiência em domínios em que as despesas públicas nacionais estão fragmentadas, como as redes transeuropeias de energia e de transportes, ou de capacidades mínimas de defesa coordenadas a nível da UE. Posto isto, os 530.000 milhões de euros propostos pela Comissão Europeia para financiar os investimentos estratégicos no horizonte 2028-2034, incluindo o novo Fundo para a Competitividade e o aumento dos recursos para a iniciativa *Connecting Europe*, parecem um número reduzido, posto que a sua parte incremental em relação ao orçamento anterior mal equivale a 4% do défice total estimado pelo BCE.¹⁵ Um aumento de 25% destes fundos permitiria financiar até 20% dos investimentos públicos em domínios estratégicos nos próximos anos.¹⁶

Consolidação, sim, mas adaptada aos novos tempos

Um crescimento económico potencial mais elevado, uma maior eficiência das despesas públicas, um maior grau de cofinanciamento dos bens públicos da UE e uma maior flexibilidade das regras orçamentais são fatores de atenuação fundamentais para a sustentabilidade da dívida pública europeia. Contudo, é provável que estes sejam insuficientes face a eventuais choques futuros, podendo ainda ser necessária alguma consolidação adicional a médio prazo, embora de magnitude muito mais limitada do que os planos de ajustamento aprovados para os próximos anos (ver segundo gráfico).¹⁷ Este caminho será mais fácil de seguir se for progressivo mas persistente, integrado numa estratégia orçamental credível e coordenada entre os Estados-Membros.

10. Zettelmeyer, J. (2025), «What does German debt brake reform mean for Europe?», e Darvas, Z., Welslau, L. e Zettelmeyer, J. (2025), «What Germany's medium-term fiscal plan means for Europe».

11. Calculamos que, para além do efeito multiplicador dos investimentos estratégicos, um aumento do crescimento médio anual do PIB nominal de 0,5 p. p. nos próximos cinco anos e de 1 p. p. nos anos seguintes poderia reduzir o rácio da dívida pública da UE em cerca de 15 p. p. dentro de 20 anos.

12. Ver o dossier «Uma reviravolta nas prioridades políticas da UE» no IM04/2025.

13. Draghi, M. (2025), «High Level Conference – One year after the Draghi report: what has been achieved, what has changed».

14. Burriel, P., Kataryniuk, I. e Pérez, J.J. (2022), «Computing the EU's SURE interest savings using an extended debt sustainability assessment tool».

15. Ver Focus «Orçamento da UE 2028-2034: missão impossível?» no IM09/2025.

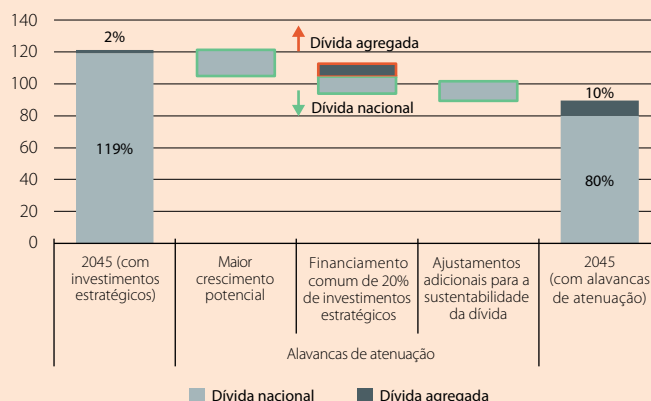
16. Em caso de financiamento conjunto, estimamos que o rácio da dívida nacional dos países da UE no seu conjunto poderia ser cerca de 10-12 p. p. inferior em 2045, em comparação com um aumento um pouco menor da dívida da UE, resultante do impacto diferencial no custo do financiamento.

17. Com base nas nossas próprias estimativas, a estabilização do rácio da dívida pública a partir de 2045 exigiria um aumento do saldo primário estrutural equivalente a uma redução de 10-15 p. p. do PIB dos empréstimos contraídos pela UE. Para os países com níveis superiores a 90% do PIB, é considerada a convergência para este nível ou, se for superior, para o nível que seria esperado após os ajustamentos nos planos de ajustamento a médio prazo (sem investimentos estratégicos).

No que respeita às receitas, a estrutura fiscal deve favorecer o crescimento económico e eliminar as distorções na eficiência do mercado, contribuindo simultaneamente com receitas suficientes e uma progressividade adequada, para atenuar as desigualdades sociais e territoriais que surgem na transição para uma economia europeia mais autónoma e globalmente competitiva. E do lado da despesa, associado ao facto de que o aumento do investimento estratégico será direcionado para áreas mais produtivas, é desejável monitorizar continuamente a eficiência e o impacto das políticas públicas, bem como avaliar os efeitos que a alteração da composição dos orçamentos terá no crescimento e na distribuição do rendimento.¹⁸

Conciliar a sustentabilidade da dívida pública com a procura de autonomia estratégica europeia é, por conseguinte, um desafio muito complexo, marcado por tensões entre a disciplina orçamental, os investimentos necessários e as exigências geopolíticas. Cada avanço numa destas frentes implica ajustamentos e riscos nas outras, exigindo uma coordenação ambiciosa e flexível entre os Estados-Membros, sob a disciplina permanente dos mercados financeiros e com a complicação adicional da crescente fragmentação política interna. A escala e a interdependência dos desafios abordados na presente análise tornam claro que é difícil alcançar um equilíbrio duradouro, mas a inação ou a falta de ambição podem deixar a UE atrasada em relação a outras potências mundiais em termos de bem-estar e com um desafio de endividamento muito maior do que o que enfrenta atualmente.

Dívida pública total da UE em 2045* (% do PIB)



Notas: * Mudança de cenário com investimentos estratégicos. A dívida pública total da UE inclui a dívida nacional dos Estados-Membros e a dívida conjunta. O saldo da dívida conjunta projetado para 2045 corresponde à amortização progressiva do financiamento do NGEU. O cenário de crescimento potencial mais elevado pressupõe um aumento progressivo de 0,5 p. p. até 2030 e até 1 p. p. a partir de 2035. A diferença entre o aumento da dívida agregada para financiar 20% dos investimentos estratégicos e a diminuição do rácio da dívida nacional explica-se pelo impacto no custo do financiamento. Os ajustamentos adicionais para a sustentabilidade da dívida pública assumem a forma de um aumento progressivo do saldo primário estrutural a partir de 2029, altura em que termina a aplicação da cláusula de salvaguarda para as despesas com a defesa (aqui alargada a outros investimentos estratégicos). Os efeitos consideram o impacto através do multiplicador orçamental e das taxas de juro dos novos financiamentos.

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

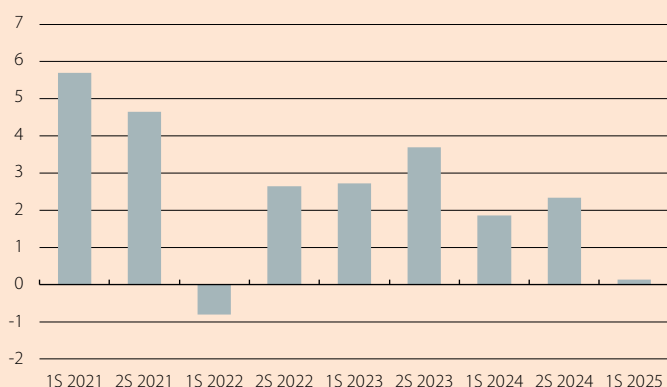
18. FMI (2025), «Fiscal Monitor: Spending Smarter: How Efficient and Well-Allocated Public Spending Can Boost Economic Growth».

Perspetivas dos EUA para 2026: resiliência com fragilidades

A economia dos EUA demonstrou uma resiliência notável em 2025, apesar de enfrentar um ambiente complexo marcado por tensões comerciais, tensões políticas internas e incerteza. Apesar destes obstáculos, o crescimento atingiu 1,6% (anualizado) no primeiro semestre do ano, impulsionado principalmente pelo dinamismo do investimento em ativos ligados à inteligência artificial (IA) e pelo consumo privado que, embora o seu crescimento tenha moderado, continua a contribuir para a atividade.

EUA: Crescimento do PIB excluindo o investimento em equipamento de processamento de informação e software

(%, anualizado)



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

Para 2026, as perspectivas são positivas. As nossas projeções apontam para uma taxa de crescimento próxima da potencial (2%), apoiada sobretudo pela continuação do forte ciclo de investimento privado, associado em particular à IA. Outra fonte de apoio será uma política monetária que está a evoluir para uma posição mais neutra, bem como uma política orçamental expansionista que mantém o estímulo a curto prazo. Contudo, estes pilares também comportam riscos a médio prazo, com dúvidas sobre a rentabilidade da vaga de investimentos em IA, a saúde das finanças públicas e a sustentabilidade da dívida, a capacidade da Reserva Federal para avançar para a neutralidade e o pano de fundo dos riscos mais diretamente ligados às políticas da nova Administração Trump. Estas incluem o impacto no mercado de trabalho, nos salários e na atividade das políticas de imigração restritivas, a reconfiguração das instituições dos EUA e as persistentes tensões tarifárias.

O investimento em IA lidera o crescimento

O investimento privado em tecnologia e IA foi o grande motor do crescimento em 2025. As despesas em equipamento informático (computadores, servidores) e em *software* cresceram no primeiro semestre do ano a taxas anuais de 35% e 23%, respetivamente, e contribuíram com 1,4 p. p. para o crescimento total de 1,6%. Sem este aumento do investimento tecnológico, o PIB não teria registado qualquer crescimento.

O epicentro do *boom* está em Silicon Valley, onde um pequeno grupo de grandes empresas¹ investiu cerca de 194.000 milhões de dólares em infraestruturas e centros de dados no primeiro semestre do ano. Estima-se que o valor atinja 368.000 milhões até ao final de 2025 (equivalente a 1,2% do PIB) e que possa chegar a 432.000 milhões até 2026, mais do dobro do montante investido em 2023. Para além dos projetos de empresas como a OpenAI e dos investimentos substanciais necessários para reforçar a rede elétrica e a produção de chips, onde se destacam empresas como a Nvidia.

Este *boom* de investimentos tem, a curto prazo, um efeito claramente positivo na economia. Mas concentrar o crescimento principalmente num único motor apresenta riscos. Se a dinâmica tecnológica enfraquecer, as fragilidades subjacentes poderão ser expostas: um consumo mais fraco, um mercado de trabalho que começou a arrefecer e os efeitos inflacionistas das tarifas que, embora limitados até agora (em parte devido à acumulação de existências e às compras antecipadas no 1T de 2025), poderão intensificar-se à medida que as reservas de existências se esgotam.

Além disso, estão a ser levantadas dúvidas sobre a sustentabilidade do *boom*. As empresas enfrentam desafios operacionais para dimensionar as suas infraestruturas, enquanto o verdadeiro impacto da IA na produtividade e a sua capacidade de gerar benefícios sustentáveis permanecem pouco claros. Caso as expectativas não se concretizem, poderá ocorrer, a médio prazo, uma correção das valorizações bolsistas, com implicações financeiras mais ou menos extensas em função do aumento do crédito e do endividamento que acompanhará o *boom* de investimento nos próximos anos.² Outro possível fator de amplificação advém do aumento de estruturas de financiamento mais alavancadas e circulares, com participações cruzadas entre empresas do mesmo setor ao longo das cadeias de valor.

A alavanca monetária

No plano monetário, a Reserva Federal está a meio de uma transição daquilo que descreve como uma posição moderadamente restritiva para uma posição mais neutra. Neste momento, a taxa *fed funds* situa-se no intervalo de 3,75%-4,00% e esperamos que seja de 3,00%-3,25% até ao final de 2026. A viragem responde a uma deterioração do mercado de trabalho: a criação de emprego arrefeceu,

1. Referimo-nos, em particular, à Amazon, Microsoft, Meta, Alphabet, Oracle, Apple e Tesla.

2. Por exemplo, de acordo com as estimativas da Morgan Stanley e da Bloomberg, dos investimentos a efetuar pelas grandes empresas tecnológicas entre 2026 e 2028 em centros de dados, 50% serão financiados pelo fluxo de caixa das empresas, 30% por crédito privado e os restantes 20% por outras fontes. Ver Ren, S. (2025, 2 de outubro), «AI Data Centers Give Private Credit Its Mojo Back», Bloomberg.

as contratações estão a diminuir e o desemprego começou a aumentar. Embora a inflação se mantenha acima do objetivo de 2%, a Fed procura evitar um arrefecimento excessivo do emprego que comprometa a atividade.

No entanto, o consenso no seio do FOMC é limitado: um grupo de membros defende uma certa prudência, enquanto outro pressiona por cortes mais agressivos. No contexto em que os dois mandatos –estabilidade dos preços e pleno emprego– estão a puxar em direções opostas, a margem de erro é estreita e a trajetória das taxas de juro é incerta. Nas palavras de Powell, os próximos cortes estão «longe» de estar garantidos.

Esta incerteza é agravada pelo risco institucional. A Casa Branca intensificou a sua pressão sobre a Reserva Federal em 2025, propondo nomeações relacionadas e gerando algum debate sobre a independência do banco central. A tentativa de destituir a governadora Lisa Cook criou um precedente invulgar, e a nomeação de Stephen Miran, um economista que simpatiza com o Presidente Trump, suscitou dúvidas. Miran tem manifestado posições divergentes das do resto do FOMC, contribuindo para a maior dispersão das projeções das taxas de juro entre os membros da Fed na reunião de setembro (onde normalmente se verifica o maior consenso sobre as taxas no final do ano) em 13 anos, como mostra o segundo gráfico. Embora não vejamos sinais claros de que a Fed venha a perder a sua independência e estejamos confiantes de que a maioria dos seus membros continuará a atuar com o objetivo de cumprir os seus mandatos, tensões institucionais deste tipo acrescentam incerteza ao ambiente económico e financeiro quando pelo menos dois lugares no Conselho de Administração estiverem para ser renovados em 2026.³

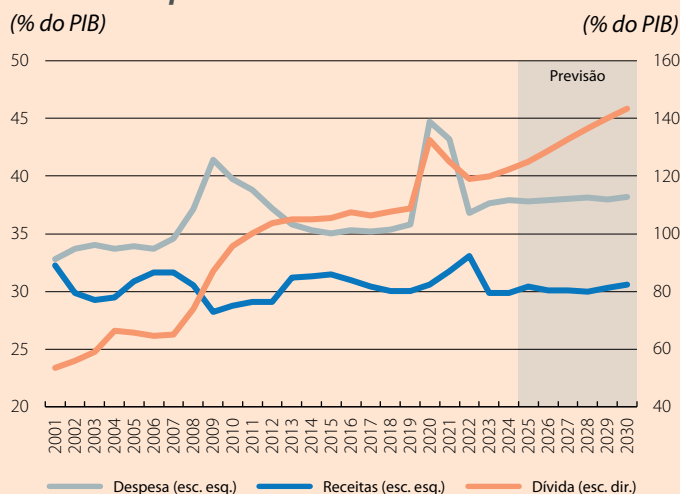
Perspectivas orçamentais

Em julho de 2025 entrou em vigor a lei OBBBA (*One Big Beautiful Bill Act*), que torna permanentes a maioria das reduções fiscais aprovadas em 2017 e acrescenta novas reduções temporárias.⁴ Além disso, permite às empresas deduzir imediatamente certas despesas de investimento, o que constitui um incentivo ao investimento a curto prazo.

Estas medidas ajudam a sustentar o crescimento a curto prazo, mas à custa de uma maior deterioração das finanças públicas. Por conseguinte, prevê-se que o défice público se mantenha em cerca de 7% do PIB este ano, ou seja, o dobro da média anterior à pandemia, e que se mantenha a esse nível durante vários anos. É provável que o aumento das tarifas não compense o aumento previsto das despesas públicas. Caso esta tendência se mantenha, o FMI estima que a dívida pública bruta poderá ultrapassar os 140% do PIB no final da década, um aumento muito considerável num curto espaço de tempo, tendo em conta que prevê que encerre este ano nos 122%. Ou seja, o impulso orçamental de hoje pode tornar-se um fardo amanhã.

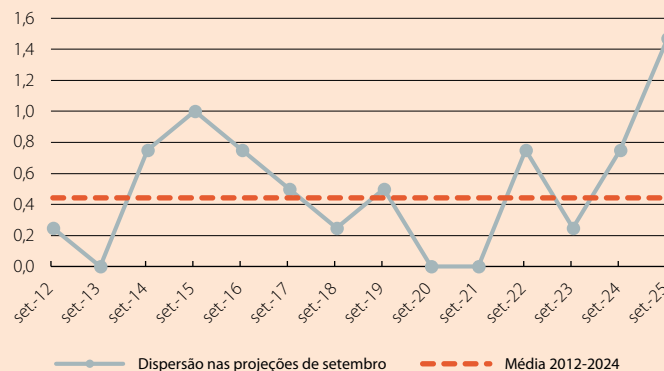
EUA : contas públicas

(% do PIB)



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

Dispersão das projeções para o nível das taxas no final do ano (reuniões do FOMC - setembro) (p. p.)



Notas: A dispersão refere-se à diferença entre a taxa máxima e a taxa mínima projetada no dot plot. A taxa máxima projetada em setembro de 2025 é de 4,375% e a taxa mínima (de Miran) é de 2,875%.

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

Otimismo cauteloso

De um modo geral, a economia dos EUA enfrenta 2026 com um misto de força e vulnerabilidade. A capacidade de resistência demonstrada em 2025 excedeu as expectativas, e os dois motores –investimento em IA e novos cortes nas taxas– apontam para mais um ano de crescimento sólido. No entanto, as perspectivas não são isentas de riscos. Certamente que o *boom* tecnológico poderá ser prolongado e, se os ganhos de produtividade se concretizarem, os seus benefícios prolongar-se-ão para além de 2026. Mas se a rentabilidade dos investimentos não corresponder às expectativas, o impacto negativo no crescimento e nos mercados financeiros será significativo a médio prazo. A Fed enfrenta dilemas internos e pressões externas, uma vez que persistem riscos laborais, tarifários e políticos, num contexto de deterioração das finanças públicas.

3. Em janeiro, o lugar ocupado por Miran, que, a partir de setembro de 2025, completa o mandato de Adriana Kugler, será renovado. O mandato de Powell como presidente do FOMC termina em maio e, embora o seu mandato como governador só termine em 2028, os seus antecessores demitiram-se do Conselho no final dos seus mandatos como *chairman*.

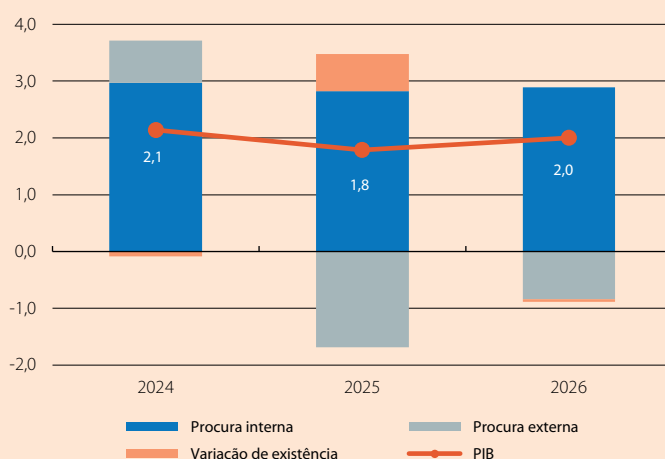
4. Como a isenção de imposto sobre o rendimento para gorjetas ou horas extraordinárias.

Portugal: os fundamentos para o crescimento da atividade em 2026

Como foi 2025

Portugal não escapou às vicissitudes da política comercial dos EUA, com impactos no comportamento dos agentes económicos, nomeadamente no que se refere à antecipação de importações de bens de forma a reduzir os efeitos da alteração das tarifas comerciais a aplicar pelos EUA. A procura externa, na sua vertente importadora, foi também impactada pela robustez da procura interna, sobretudo consumo privado. Tudo isto se traduziu num crescimento robusto das importações, que no conjunto do ano rondará os 4,5%. A isto junta-se um comportamento anémico das exportações, com desaceleração das vendas para os principais parceiros comerciais e contração para os EUA, que se refletirá num crescimento anual destas em torno de 1%, muito inferior ao habitual. Desta forma, a procura externa retirará aproximadamente 1,5 p. p. ao crescimento anual. A procura interna foi o motor do crescimento, contribuindo com pouco menos de 2 p. p. Emprego em máximos, taxa de desemprego em mínimos e recuperação de rendimentos suportaram o consumo privado que, no conjunto do ano, deverá crescer em torno dos 2%. O investimento também irá ficar aquém do esperado no início do ano, na medida em que foi afetado pelo ambiente de elevada incerteza, sobretudo na primeira metade do ano, mas acabará por contribuir com 0,6 p. p. para o crescimento. Tudo somado, antecipamos que o crescimento em 2025 se situe em 1,8%, uma desaceleração face aos 2,1% registados em 2024, mas acima da zona euro, sendo o 7º maior contribuidor para o crescimento da ZE, excluindo Irlanda (apesar de o seu PIB ocupar a 9ª posição entre os países do euro).

Portugal: PIB contributos da procura interna e externa (p. p.)



Fonte: BPI Research com base em dados do INE.

O que esperar para 2026?

Para o conjunto do ano, antecipamos um crescimento de 2% que, a concretizar-se, representará uma aceleração face a 2025, com os fatores que irão impulsionar o crescimento a excederem aqueles que poderão limitar o crescimento. Resumidamente, os aspetos por detrás desta previsão prendem-se com a robustez da procura interna. O consumo privado continuará forte, na medida em que não se esperam alterações significativas no mercado de trabalho; e o investimento deverá acelerar, com a entrada no último ano do PRR e porque os custos de financiamento manter-se-ão reduzidos. Por sua vez, o contributo da procura externa continuará a ser negativo, com as exportações a crescerem a um ritmo inferior ao habitual, em virtude do ainda fraco crescimento dos principais parceiros comerciais e do impacto das tarifas mais elevadas cobradas pelos EUA. E a incerteza continuará presente através dos polos geopolíticos e comerciais.

Fatores que pressionarão em alta o crescimento

Para estimar o crescimento em 2026 e o impacto dos ventos de cauda e de proa que influenciam a previsão final para o conjunto do ano, partimos do denominado PIB inercial, ou seja, da taxa de crescimento do PIB não contemplando efeitos extraordinários e tendo em conta o diferencial entre a produção real do país e o seu crescimento potencial (*output gap*)¹ estimado pelo FMI.

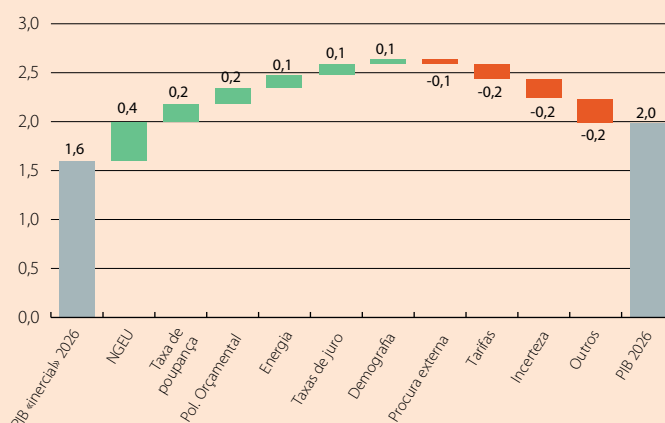
Os efeitos extraordinários (ou ventos de cauda) positivos:

- **Fundos Europeus NGEU:** até novembro 2025 foram recebidos 12,7 mil milhões de euros, ou seja 57% do programa total e os pagamentos aos beneficiários finais ascendem a 9,4 mil milhões de euros. Até ao final de 2025, Portugal irá receber mais 1,06 mil milhões de euros, estimando-se que em 2026 receba os restantes 8,4 mil milhões de euros. Paralelamente a taxa de execução dos fundos tem vindo a acelerar paulatinamente e a expectativa é de que o ritmo incremente, dada a aproximação do fim do programa e a reprogramação do mesmo de forma a facilitar a transição de fundos afetos a programas com baixa probabilidade de execução até ao final de 2026 para outros projetos, destacando-se, neste âmbito, a dotação inicial de 315 milhões de euros destinados a setores como a inovação, ciência, saúde e transição digital. Neste contexto antecipamos que a execução do PRR possa adicionar 0,4 p. p. ao crescimento inercial de 2026.

1. No caso de Portugal, o *output gap* é positivo, o que significa que a produção real é superior à produção potencial, podendo gerar pressões inflacionistas, na medida em que a economia está a produzir para além da sua capacidade sustentável.

- **Taxa de poupança:** terá atingindo o seu pico em 2024, estimando-se a sua redução em 2025 e 2026. Embora mantendo-se num nível historicamente elevado (11,2% no final de 2026), diminuirá face ao nível de 2025, sendo expectável que parte desta redução seja canalizada para consumo, podendo adicionar cerca de 0,2 p. p. ao crescimento do PIB real. De notar ainda que as perspetivas de que o mercado de trabalho se mantém dinâmico favorecem uma menor preocupação na acumulação de poupanças, contribuindo para a redução parcimoniosa da taxa de poupança.
- **Política orçamental:** suportado pelo registo de excedentes orçamentais nos últimos anos e que facilitaram a redução do rácio de dívida, o orçamento de estado para 2026 tem subjacente uma política orçamental expansionista,² prevendo-se redução da carga fiscal sobretudo por via da redução da taxa do IRC e um incremento do investimento público, tirando partido dos fundos europeus. No seu conjunto antecipamos que o impulso resultante da política orçamental poderá rondar os 0,2 p. p.

PIB 2026: contribuições para o crescimento (p. p)



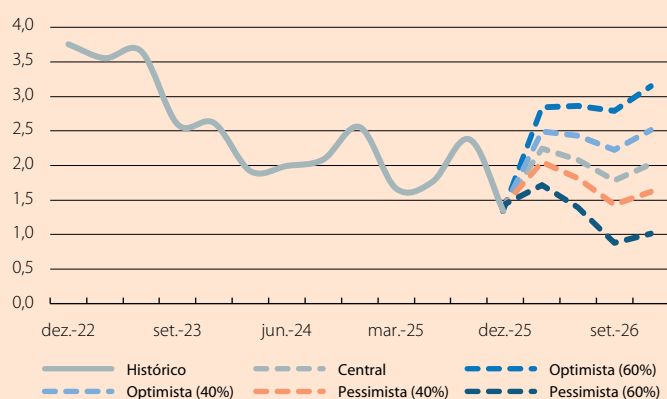
Nota: PIB «inercial» 2026 refere-se a aquele que resultaria de não contemplar os efeitos extraordinários e foi obtido através de regressão do crescimento anual do PIB com a sua componente autoregressiva e o output gap divulgado pelo FMI no World Economic Outlook de Outubro de 2025.

- **Energia:** a expectativa é de que os preços médios do Brent e do gás em 2026 sejam inferiores aos de 2025 em cerca de 6 euros no caso do petróleo e 5 euros no caso do gás, contribuindo positivamente para o crescimento em 0,1 p. p.
- **Taxas de juro:** a política monetária manterá em 2026 o seu cariz acomodatório, dando suporte à atividade. Embora não se antecipem novos cortes das taxas diretoras por parte do BCE, é expectável que ainda se assista a algum arrastamento na transmissão da descida das taxas diretoras à atividade. Também aqui o impulso positivo esperado rondará os 0,1 p. p.
- **Demografia:** as projeções populacionais apontam para um crescimento populacional de 0,5% em 2026, cerca de 1 décima acima do crescimento potencial da economia no período pré-pandemia. Assim sendo este é um fator que adicionará 0,1 p. p. ao crescimento.

Mas nem todos os ventos são favoráveis e o ano de 2026 também poderá ser fustigado por alguns que lhe serão adversos. Entre estes destacamos:

Portugal: PIB real

Variação homóloga



Nota: As margens de «Optimista» e «Pessimista» têm uma probabilidade implícita de 60% e 40%. Esta probabilidade foi calculada aplicando um choque na série qoq do PIB no 1T 2026 baseado nos percentis (20, 30, 70 e 80) dos resíduos de uma regressão AR(2) à série das variações trimestrais do PIB.
Fonte: BPI Research com base em dados do INE.

- **Procura externa e tarifas:** tenderão a travar o crescimento. As exportações continuarão a crescer abaixo dos níveis habituais observados nos últimos anos, refletindo a fragilidade dos principais parceiros comerciais e as tarifas mais elevadas que toda a zona euro irá enfrentar nas suas vendas aos EUA; paralelamente, o impulso esperado do investimento em 2026, que incorpora uma elevada componente importadora, tenderá a refletir-se num crescimento robusto das importações. Estes dois fatores tenderão a retirar 0,3 p. p. ao crescimento.
- **Incerteza e outros:** o grau de incerteza a nível global continuará a pesar nas decisões dos agentes económicos, ainda que provavelmente com menor intensidade do que em 2025. A esta podem acrescer outros fatores desfavoráveis, ainda que de menor intensidade que, conjuntamente reduzirão em 0,4 p. p. o crescimento.

Tudo somado, antecipamos que o ritmo de crescimento da economia acelere para 2%, um ritmo mais próximo do crescimento médio observado nos pós crise soberana; contudo como se pode observar no gráfico adjacente, o grau de dispersão das previsões é elevado, refletindo a dimensão tanto dos ventos de proa como dos de cauda. Assim, a probabilidade de o crescimento coincidir exatamente com a nossa previsão é reduzida, razão pela qual estimámos intervalos em que a previsão poderá variar. Ou seja, com uma probabilidade de 40%, o crescimento ficará entre 1,7% e 2,4%, e com uma probabilidade de 60% ficará entre 1,3% e 2,9%.

Teresa Gil Pinheiro

2. Ver nesta publicação o Focus «Quase equilíbrio orçamental ensombrado por alertas e riscos».