

A economia internacional está de novo dependente dos EUA

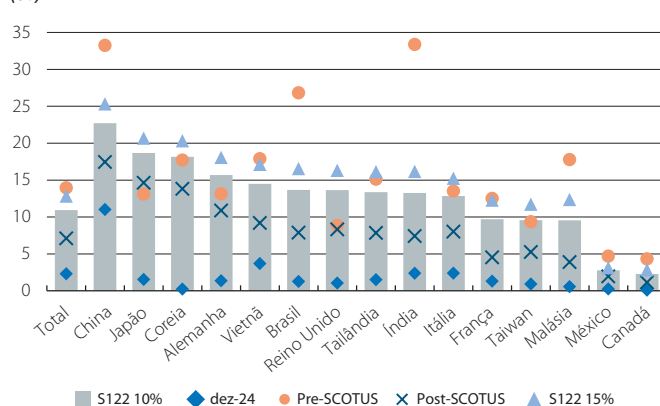
O risco geopolítico aumenta, a incerteza comercial reaparece.

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

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

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

EUA: tarifa média por parceiro comercial (%)

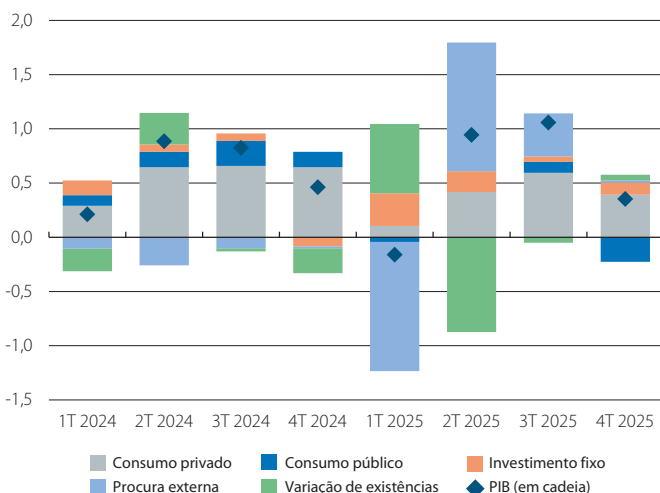


Notas: Tarifas observadas até dezembro de 2024 e baseadas nas políticas anunciadas para o resto do ano. SCOTUS: Supreme Court of the US. S122 = section 122 of the Trade Act. Os 10% correspondem às tarifas em vigor desde 24 de fevereiro, 15% é outra possibilidade anunciada.

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

EUA: PIB

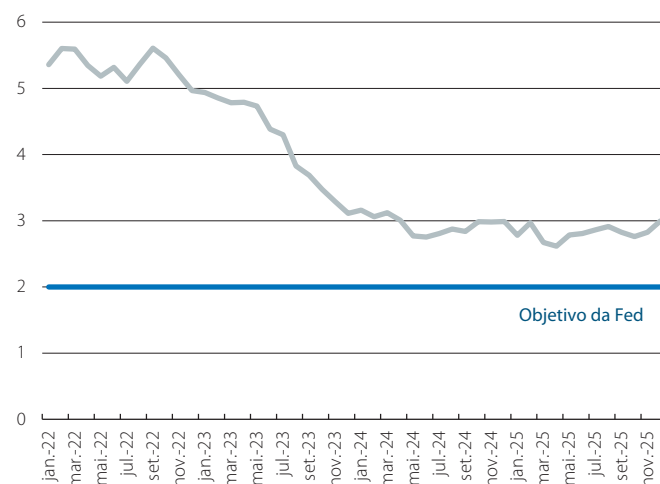
Variação em cadeia (%) e contribuições (p. p.)



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

EUA: índice de preços PCE

Variação homóloga (%)



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

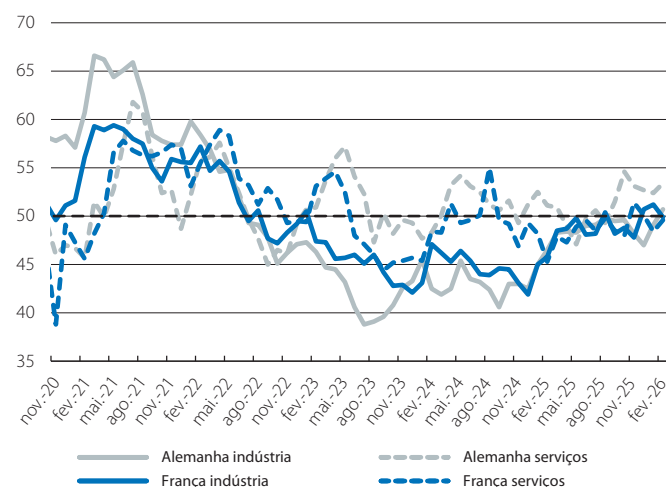
No entanto, em fevereiro, e apesar deste dinamismo do mercado de trabalho, a confiança das famílias do *Conference Board* quase não recuperou da queda substancial do mês anterior (+2,2 pontos para 91,2, sendo 100 o limiar), e a da Universidade de Michigan ainda não recuperou os níveis anteriores ao *Liberation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

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

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

Zona Euro: PMI por componentes

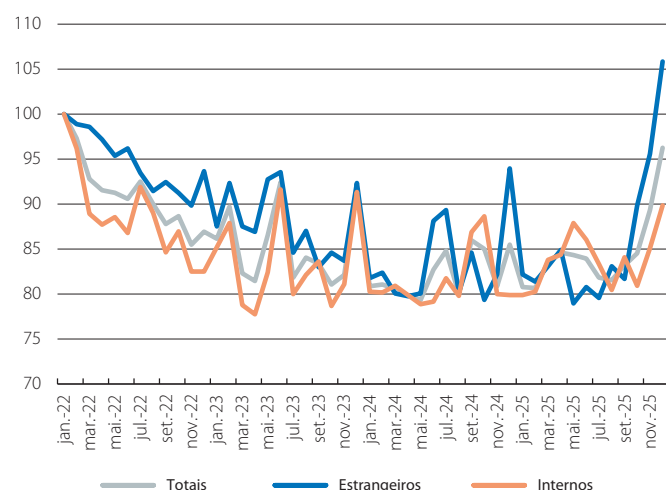
Índice (>50 expansão; <50 contração)



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

Alemanha: encomendas industriais

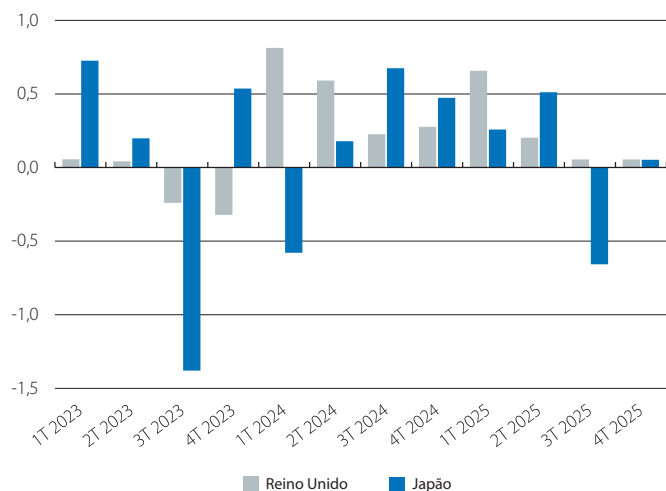
Índice (100 = janeiro de 2022)



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

Reino Unido e Japão: PIB

Variação em cadeia (%)



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

O que esperar da economia internacional em 2026

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

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

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

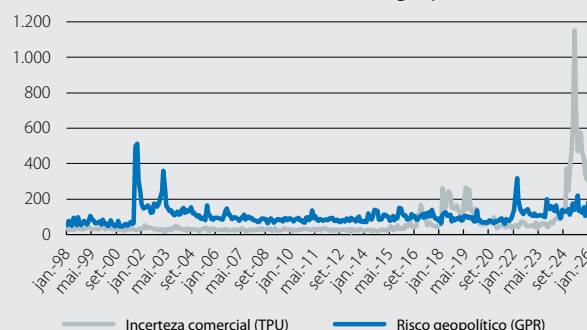
A Zona Euro continuará a crescer lentamente, mantendo taxas de crescimento modestas (ligeiramente acima de 0,3% em cadeia, em média), atingindo 1,3% em 2026, após 1,5% em 2025. Este aparente abrandamento reflete a normalização do crescimento na Irlanda para taxas de cerca de 3,0% (13,3% em 2025). Na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

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

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

Medidas de incerteza e risco geopolítico

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



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

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

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

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

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

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

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

Os EUA enfrentam mais um ano com perspectivas positivas.

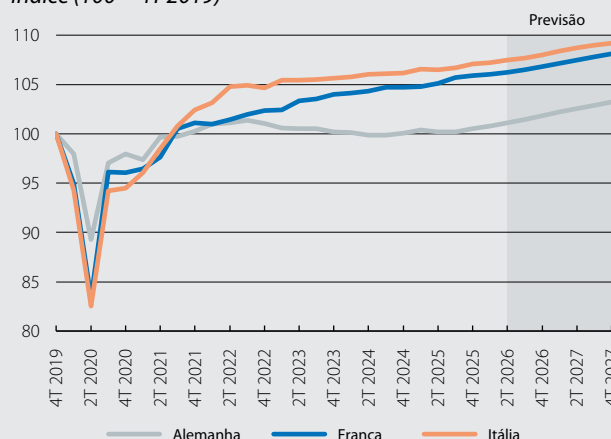
A economia dos EUA deverá acelerar o seu ritmo de crescimento em 2026, começando o ano em alta, à medida que compensa alguma da perda de atividade sofrida no 4T 2025 devido ao *shutdown*. O investimento continuará a impulsionar o crescimento através do desenvolvimento e da implantação da IA. O dinamismo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

Riscos

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

Evolução do PIB

Índice (100 = 4T 2019)



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

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

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

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

1. Qual foi a decisão?

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

2. Que tarifas são afetadas?

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

3. Quais não são?

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

4. Qual foi a resposta do Governo?

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

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

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

6. Que outras medidas pode o Governo tomar?

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

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

7. Quais são as principais incógnitas após a decisão?

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

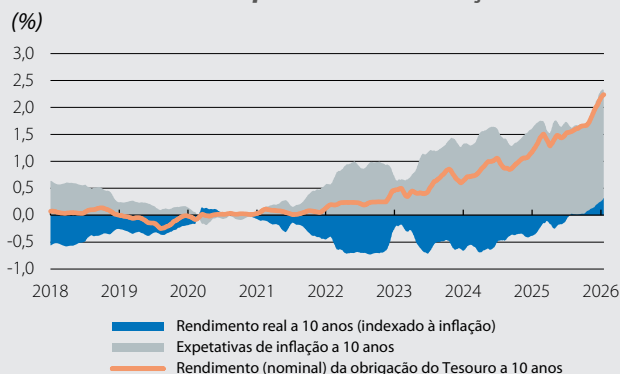
As taxas reais também aumentaram, passando de cerca de -0,5% para um intervalo de 0%-0,5% nos prazos mais longos. A teoria económica explica este movimento das taxas reais por diversos fatores estruturais: maior crescimento potencial, alterações demográficas que reduzam estruturalmente a poupança e perspetivas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

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

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

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

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



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

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

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

Política orçamental no Japão: da Abenomics à Takaichinomics?

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

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

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

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

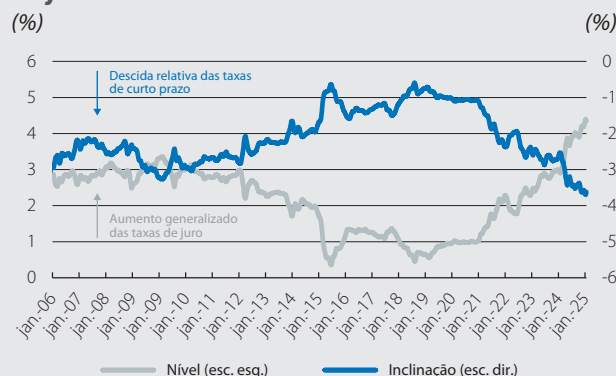
Adicionalmente, para além da atual situação orçamental do país, as recentes preocupações podem estar associadas a um aumento dos riscos percebidos para as suas perspetivas a longo prazo, no caso de aumentos das despesas ou reduções de impostos que não sejam compensados por outras medidas suscetíveis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

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

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

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

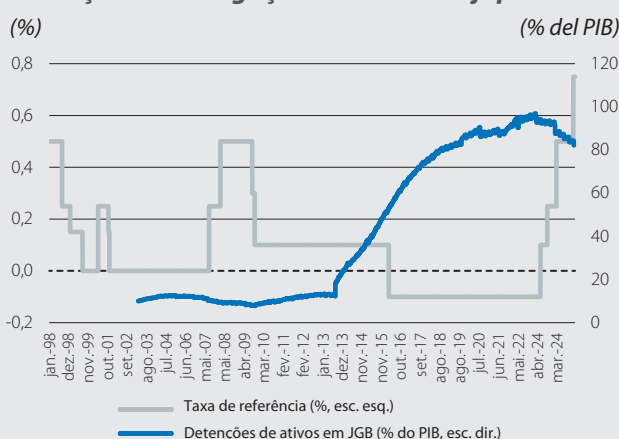
Japão: decomposição da curva de taxas de juro dos títulos do Tesouro



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

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

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



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

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

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

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

ESTADOS UNIDOS

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

JAPÃO

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

CHINA

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

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

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

ZONA EURO

Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

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

Preços

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

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

Setor externo

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

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

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	12/25	01/26	02/26
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	0,8	2,7	2,2	2,6	2,9	3,0	3,0	2,8	...
Crédito às famílias ^{2,3}	0,5	2,2	1,5	2,1	2,5	2,9	3,0	3,0	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	4,9	3,4	3,9	3,4	3,2	3,3	3,4	3,3	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	4,6	3,7	4,0	3,7	3,6	3,5	3,6	3,5	...
Depósitos									
Depósitos à ordem	-3,9	5,0	3,7	5,3	5,5	5,4	5,2	5,8	...
Outros depósitos a curto prazo	12,3	-0,1	2,3	-0,1	-1,5	-1,0	-0,4	-0,6	...
Instrumentos negociáveis	20,0	7,7	14,6	11,0	4,4	1,0	-0,6	1,6	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	3,0	1,9	2,2	1,9	1,7	1,8	1,8	1,8	...

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

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