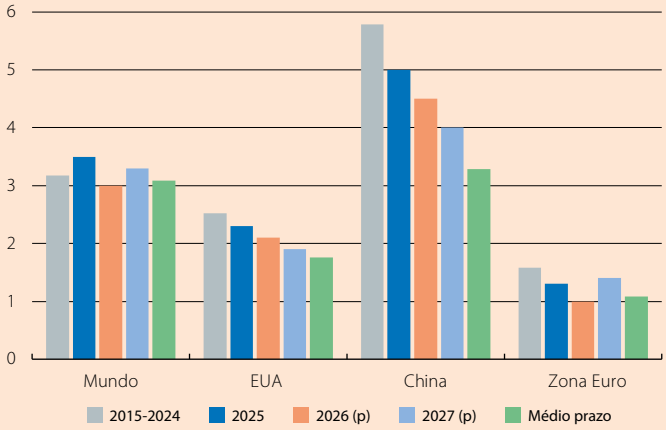
Perspetivas económicas internacionais: quanta resiliência mais haverá em 2027?

Nos últimos anos, a economia mundial resistiu melhor do que o esperado a uma sucessão de choques, desde a invasão russa à Ucrânia e a viragem na política tarifária dos EUA até às perturbações no tráfego energético no estreito de Ormuz. Esta resiliência assentou na solidez inicial dos balanços do setor privado e do emprego, na estabilidade financeira e na capacidade de adaptação das empresas, das cadeias de abastecimento e dos mercados energéticos.[1] No entanto, no próximo ano a economia global será novamente posto à prova, num contexto em que as políticas económicas irão dispor de uma margem de manobra mais reduzida, enquanto forças estruturais (como o envelhecimento demográfico e as alterações climáticas) continuarão a fazer-se sentir.

Previsões de crescimento do PIB

(%)



Notas: *(p) Previsões próprias para 2026 e 2027 elaboradas em setembro de 2026. As previsões a médio prazo correspondem a 2031 e provêm do WEO do FMI de outubro de 2026.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados do FMI.*

Num contexto geopolítico fragmentado e incerto, esperamos que a economia global continue a ser marcada pela coexistência de duas forças opostas: o impacto negativo do choque energético e o impulso do ciclo tecnológico. A evolução do conflito no Médio Oriente e a capacidade da inteligência artificial (IA) para gerar rendimentos empresariais, alargar a sua adoção e aumentar a produtividade determinarão o equilíbrio entre ambos, com efeitos distintos sobre o crescimento, a inflação e as políticas monetárias. A este cenário juntam-se diversos desequilíbrios nas principais regiões geográficas: uma procura interna dinâmica e elevados défices orçamentais e externos nos EUA, uma poupança que não se traduz suficientemente em investimento na UE e um excesso de investimento face à fraqueza do consumo na China.[2]

No nosso cenário central, a normalização progressiva do choque energético, apesar dos riscos de subida dos preços (tendo em conta as cotações recentes dos futuros) e a continuidade do impulso tecnológico permitirão que o crescimento mundial passe de 3,0% em 2026 para 3,3% em 2027. Este ritmo situar-se-ia próximo do registado durante a última década e do previsto a médio prazo (ver o primeiro gráfico). A evolução será desigual entre as diferentes regiões: os EUA irão registar uma ligeira desaceleração do seu crescimento, com um aumento de 1,9% em 2027, face aos 2,1% de 2026; a Zona Euro recuperará algum dinamismo, passando de 1,0% para 1,4%; e a China continuará a registar uma desaceleração, passando de 4,5% para 4,0%. A maior expansão de outras economias emergentes compensará parcialmente a perda gradual de dinamismo destes três grandes blocos.

Com uma margem de manobra orçamental reduzida, a composição do estímulo será decisiva

A persistência da inflação, sobretudo se a crise energética se prolongar, limita a margem de manobra para a flexibilização da política monetária, enquanto a redução da margem de manobra orçamental restringe também a capacidade de resposta.[3] O dilema não residirá tanto em estimular ou consolidar, mas sim em decidir onde concentrar recursos escassos sem agravar as pressões inflacionistas. Perante novas perturbações, as ajudas deverão ser temporárias, de modo a proteger os agregados familiares vulneráveis sem neutralizar os sinais de preços nem comprometer as margens remanescentes.[4]

Os EUA mantêm défices orçamental e externo elevados, compatíveis com um dinamismo significativo da procura interna, mas que exercem pressão em alta sobre as taxas de juro a longo prazo e agravam as dúvidas quanto à sustentabilidade da dívida pública. Segundo o FMI, a orientação da política orçamental será ligeiramente restritiva em 2027, com a continuação da melhoria gradual do saldo primário estrutural iniciada em 2026, embora sem constituir uma consolidação substancial (ver o segundo gráfico). A *One Big Beautiful Bill Act* (OBBBA), aprovada em 2025, continuará a apoiar a atividade e as contas públicas continuarão claramente deficitárias.[5] A nova maioria democrata em ambas as câmaras poderá tentar rever alguns cortes na despesa ou impedir a prorrogação das

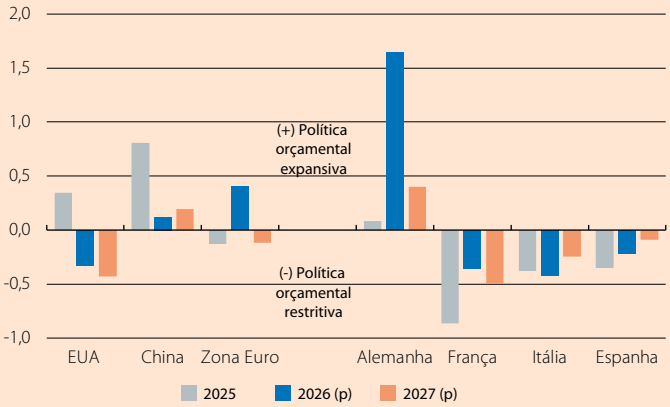
1. BIS (2026). «From Resilience to Robustness?».
2. FMI (2026). «World Economic Outlook: Resilience Under Strain, Urgent Choices».
3. Para mais detalhes, ver o artigo «2027: Perspetivas monetárias e implicações orçamentais», no Dossier nesta publicação.
4. FMI (2026). «Fiscal Monitor: Taxing Better to Boost Growth».
5. FMI (2026). «United States: 2026 Article IV Consultation».

medidas fiscais de caráter temporário, que, no seu conjunto, equivalem a cerca de 0,5% a 0,7% do PIB anual.[6,7] No entanto, o veto presidencial e a ausência de maiorias qualificadas tornam improvável uma alteração substancial da trajetória orçamental sem acordos bipartidários.

No caso da UE, o fim da mobilização dos fundos europeus do NGEU coincide com necessidades crescentes de colmatar lacunas estratégicas. A orientação orçamental agregada aproximar-se-ia da neutralidade em 2027, embora com uma maior margem expansionista na Alemanha e restrições mais severas em Itália e, especialmente, em França, a par de uma pressão crescente para reequilibrar a despesa em direção a áreas estratégicas como a defesa e as infraestruturas.[8] A execução da agenda de competitividade dependerá do ciclo político e da negociação do orçamento europeu para 2028-2034, que terá de conciliar as novas prioridades com a posição dos países frugais e a manutenção das políticas de coesão.[9]

Orientação da política orçamental

(p. p. do PIB potencial)



Notas: *(p) Previsões. A orientação da política orçamental é aproximada pela variação do saldo primário corrigido dos efeitos do ciclo económico face ao ano anterior, com o sinal invertido.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados do FMI.*

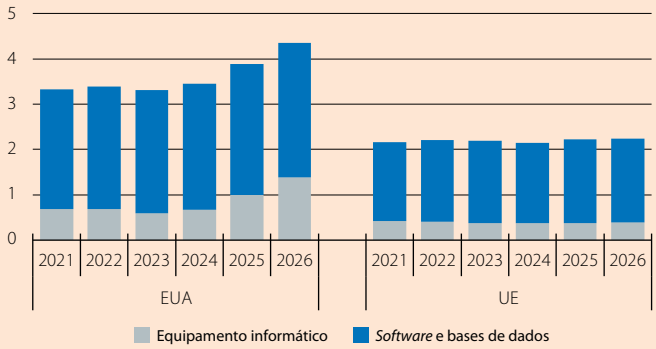
A China pode voltar a estimular a sua economia, mas uma nova expansão do investimento em infraestruturas e na indústria transformadora agravaria o endividamento dos governos locais e os excessos de capacidade, enquanto reativar indiscriminadamente o setor imobiliário atrasaria o seu ajustamento. O apoio orçamental deverá reforçar a proteção social, apoiar a entrega das habitações inacabadas que foram vendidas em planta e reduzir a incerteza das famílias para impulsionar o consumo e diminuir a dependência das exportações.[10]

O momento da verdade para a IA

O forte aumento do investimento em capital digital tem sustentado o ciclo, especialmente nos EUA, com a IA como um dos seus principais motores recentes (ver o terceiro gráfico). No entanto, em 2027, terá de demonstrar que consegue alargar o seu impacto para além das infraestruturas tecnológicas, traduzir-se numa adoção mais generalizada pelo tecido produtivo e gerar retornos empresariais que sustentem o esforço de investimento. A capacidade de dar este salto será muito desigual: os EUA têm vantagem inicial nas áreas da informática, dos modelos, dos semicondutores, do financiamento e dos ativos intangíveis. A China dispõe de escala industrial e rapidez de adoção, mas enfrenta restrições no acesso à tecnologia avançada. Por fim, a UE continua atrasada em investimento, escala e comercialização da inovação.[11]

Investimento em capital digital relacionado com a IA

(% do PIB)



Notas: *Dados em termos nominais. A formação bruta de capital fixo em equipamento informático,* software *e bases de dados é utilizada como proxy da base de investimento digital que facilita o desenvolvimento e a adoção da IA, embora também inclua investimento não relacionado com esta tecnologia. Os dados mais recentes da OCDE referem-se a 2024, no caso dos EUA, e a 2023, no caso da UE. Os valores subsequentes são estimados com base nas contas nacionais, com dados anuais até 2025 e trimestrais até ao 2T 2026. Não existe uma desagregação equivalente e comparável para a China.*
Fonte: *BPI Research, com base em dados da OCDE, do BEA e do Eurostat.*

No nosso cenário central, o impulso da IA continuará a sustentar o crescimento nos próximos anos, sobretudo nos EUA, embora a sua intensidade dependa cada vez mais da capacidade de o investimento se traduzir em ganhos efetivos de produtividade. A sua generalização exigirá uma difusão setorial, capital humano, dados e reorganização empresarial. Uma transmissão mais rápida para o conjunto da economia reforçaria o crescimento potencial. Em contrapartida, resultados abaixo do esperado podem travar o investimento e provocar uma correção das valorizações de mercado, com efeitos sobre as condições financeiras e a procura agregada.[12]

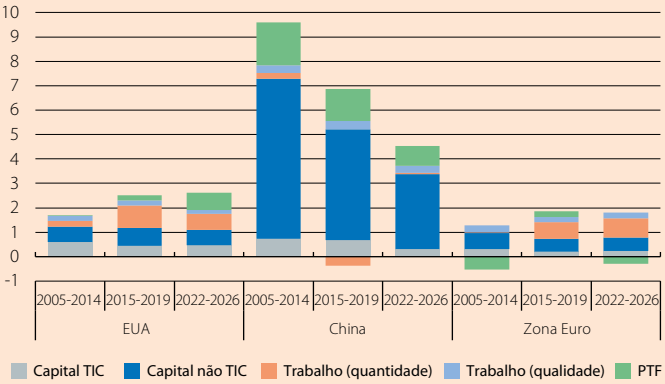
6. Ver Nota Informativa «Vitória expressiva dos democratas nas *midterms*, com um bloqueio político à vista» e o Focus «As *midterms* são relevantes para Trump? E para os EUA?», no IM10/2026.
7. Estimativa baseada no Congressional Budget Office (2025). «Estimated Budgetary Effects of Public Law 119-21 [OBBBA]».
8. Comissão Europeia (2026). «An Assessment of the Euro Area Fiscal Stance in 2026 and 2027 amid an Energy Supply Shock».
9. Ver o Focus «O próximo orçamento dá continuidade ao NGEU no Semestre Europeu», no IM07/2026.
10. García-Macía, D., Jain-Chandra, S., Kothari, S. e Xu, Y. (2026). «How China's Economy Can Pivot to Consumption-led Growth».
11. Ver Dossier «Presente e futuros da nova economIA», no IM05/2026.
12. Barhoumi, K. *et al.* (2026), «Global Economic and Financial Implications of Artificial Intelligence: Lessons from a Scenario-Planning Exercise» e FMI (2026), «Global Financial Stability Report: Resilience, Risk, and Transformation».

Desequilíbrios que limitam o crescimento

Os três grandes blocos partem de desequilíbrios diferentes. Os EUA combinam uma procura interna dinâmica, défices orçamental e externo elevados e uma oferta de mão de obra menos expansiva devido às restrições à imigração.[13] A UE gera uma poupança abundante, mas não transforma esses recursos de forma suficiente em investimento, inovação e empresas de grande dimensão.[14] A China mantém níveis muito elevados de investimento e capacidade produtiva, mas apresenta um baixo nível de consumo e continua a canalizar capital para setores com rendimentos decrescentes ou excesso de capacidade, enquanto a crise imobiliária e a fragilidade da confiança travam a procura.[15]

Decomposição do crescimento do PIB

(p. p.)



Notas: *Média das contribuições anuais em cada período. As contribuições de cada componente são estimativas até 2025 e, para 2026, previsões. Exclui-se o período 2020-2021 devido às distorções resultantes da COVID-19. TIC = tecnologias da informação e comunicação. PTF = produtividade total dos fatores.*

Fonte: *BPI Research, com base em dados do The Conference Board.*

Partindo deste ponto inicial, a contribuição do trabalho, do capital e da produtividade para o crescimento difere significativamente entre os blocos (ver o quarto gráfico). No período recente, os EUA apresentam uma composição mais favorável e equilibrada do crescimento, com uma recuperação da produtividade total dos fatores (PTF) e um maior contributo do capital tecnológico em comparação com os anos anteriores à pandemia. A China continua a depender em grande medida da acumulação de capital, embora tanto a sua contribuição como a da PTF sigam uma trajetória descendente. Na Zona Euro, pelo contrário, o seu crescimento moderado deve-se a um contributo da PTF que continua a ser muito reduzido (ou mesmo negativo) nos últimos anos. No futuro, o envelhecimento da população e a baixa participação de alguns grupos irão restringir a oferta de trabalho;[16] por outro lado, o capital deverá ser orientado para utilizações mais produtivas. Os ganhos adicionais e sustentados de produtividade dependerão sobretudo de a adoção da IA se estender a todo o tecido produtivo, ser acompanhada de mudanças organizacionais e facilitar uma afetação mais eficiente dos recursos.

De resistir para crescer melhor

A resiliência continuará a ser necessária, mas já não será suficiente para sustentar o crescimento. Se o choque energético diminuir, a economia mundial poderá apresentar um maior dinamismo em 2027, mas isso não implicará necessariamente uma melhoria do crescimento subjacente. O fundamental será transformar esta recuperação numa expansão mais sólida, sem esgotar os amortecedores disponíveis nem reproduzir os desequilíbrios anteriores. Para o conseguir, será necessário aumentar a taxa de atividade e aproveitar o contributo da imigração face ao envelhecimento da população, transformar a poupança em investimento produtivo e assegurar que o ciclo tecnológico gera ganhos de produtividade. Estas transformações, juntamente com a adaptação às alterações climáticas, que já afetam a capacidade produtiva,[17] concorrerão com outras prioridades estratégicas por recursos limitados.

O contexto político, financeiro e geopolítico acarreta riscos. O incumprimento das expectativas em relação à IA, o aumento das rendibilidades da dívida soberana ou as vulnerabilidades na intermediação financeira não bancária poderão provocar um agravamento das condições financeiras. A isto acresce o cenário de veto mútuo entre a Administração Trump e o Congresso Democrata durante os próximos dois anos, bem como o ciclo político e orçamental europeu, marcado por tensões em França. No plano internacional, a frágil trégua entre os EUA e a China não elimina os riscos em torno de Taiwan, enquanto a guerra na Ucrânia e as ameaças híbridas da Rússia mantêm a pressão sobre a Europa. A fragmentação pode reduzir as dependências estratégicas, mas também aumentar os custos e travar a difusão tecnológica.[18]

Em suma, em 2027 a economia mundial terá de demonstrar que mantém a capacidade de resistência dos últimos anos, mas também que consegue começar a crescer de forma mais equilibrada e sustentável, assente em bases mais sólidas.

13. Ver o Focus «Políticas de imigração de Trump 2.0: será o fim do *American Dream*?», no IM10/2026.
14. Ver Focus «Quanto avançou a UE com a Bússola da Competitividade?», no IM04/2026.
15. OCDE (2026). «OECD Economic Outlook: Under Pressure».
16. Ver artigo «Efeitos do envelhecimento no crescimento e fatores de atenuação», no Dossier do IM09/2025 e no Focus «O que podemos esperar da taxa de atividade nos EUA e na UE?», nesta publicação.
17. IPCC (2023). «Climate Change 2023: Synthesis Report» e Lane, P. R. (2026), «Climate Change and Monetary Policy».
18. Aiyar, S. *et al.* (2023). «Geoeconomic Fragmentation and the Future of Multilateralism».

2027: perspetivas monetárias e implicações orçamentais

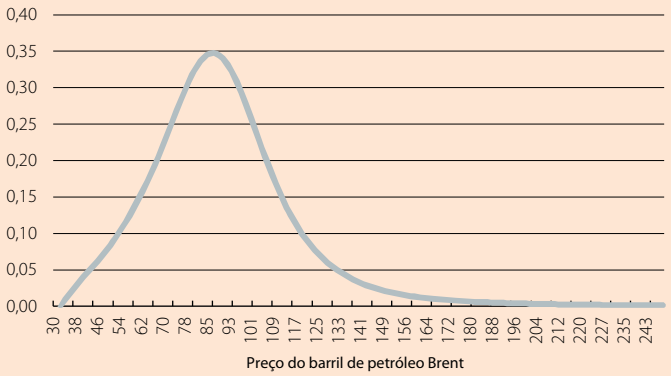
Encaramos o ano de 2027 com a perspetiva de taxas de juro mais elevadas, reflexo do novo contexto inflacionista e do conflito no Médio Oriente. Nos últimos meses, a Europa e os EUA têm assistido a taxas de inflação próximas de 4%, impulsionadas por um aumento de 20% nos custos de energia para os consumidores, com o BCE e a Fed a começarem a aumentar as suas taxas de juro para arrefecer a procura e mitigar as pressões sobre os preços.

Condições financeiras controladamente mais restritivas

A previsão é que os bancos centrais continuem a tornar a política monetária mais restritiva nos próximos trimestres, mas que o façam de forma controlada: prevemos que as taxas do BCE atinjam um pico de 3,00% e que as da Fed atinjam o intervalo de 4,00%-4,25%, o que faria com que, em 2027, as taxas de juro fossem cerca de 100 p. b. mais elevadas do que o previsto antes da guerra. O facto de o aumento da restritividade ser controlado deve-se a vários fatores. Acima de tudo, o cenário depende da evolução geopolítica e, consequentemente, pode mudar rapidamente e em diferentes direções, o que exige agilidade e prudência por parte dos bancos centrais (tendo em conta os desfasamentos temporais na transmissão da política monetária). Além disso, o BCE e a Fed pouco podem fazer para conter a inflação energética que tem como origem o choque do Médio Oriente. A sua missão consiste em evitar que o aumento dos preços da energia se reflita nos restantes preços da economia (os chamados «efeitos indiretos») e que a inflação se propague. Uma procura agregada que cresce a um ritmo moderado (e que condiciona a capacidade de repercutir os aumentos de custos nos preços finais) e expectativas de inflação que se mantêm ancoradas nos objetivos de 2% favorecem que o aperto monetário continue a ser moderado. E, se em 2027 se confirmar a contenção dos efeitos indiretos que observamos por agora, isso abrirá mesmo caminho às primeiras reduções das taxas de juro por parte do BCE e da Fed.[1]

Petróleo Brent: distribuição do preço médio de 2027

Probabilidade implícita com base nas cotações de outubro de 2026 (%)



Nota: *Distribuições implícitas nos preços das opções (*calls*) sobre o barril de petróleo Brent cotados na média de outubro de 2026. O gráfico mostra a média das distribuições implícitas para os futuros de Brent em março, junho, setembro e dezembro de 2027.*
Fonte: *BPI Research, com base em dados da Bloomberg.*

No entanto, a tentativa falhada de resolver o conflito entre os EUA e o Irão no verão passado deixa uma disrupção energética mais longa e incerta, o que acentua o risco de propagação ao resto dos preços e de que a inflação ganhe inércia. O nosso quadro de previsões, elaborado em setembro, baseava-se em preços do petróleo Brent e do gás TTF cotados para 2027 nos mercados de cerca de 80 dólares/barril e 45 euros/MWh. Em outubro, os contratos de futuros já apontavam para um preço do petróleo Brent ligeiramente superior aos 90 dólares e para um preço do gás próximo dos 70 euros ao longo de todo o ano de 2027 (embora com alguma flutuação ao longo do ano, passando dos 105 dólares e dos 80 euros em janeiro para os 85 dólares e os 60 euros no fecho do ano). Adicionalmente, os próprios mercados refletem uma grande incerteza, tal como se pode observar na distribuição dos preços do Brent apresentada no primeiro gráfico, com base no mercado de opções.

E se os efeitos indiretos da inflação vierem a manifestar-se?

Embora não se deva descartar uma rápida normalização (no verão, os preços da energia demonstraram a sua capacidade de estabilização caso o conflito militar seja contido), o que é mais preocupante é o risco de perturbações duradouras. Assim, centrar-nos-emos na Europa para avaliar a possibilidade de preços da energia elevados durante mais tempo e a potencial ativação de efeitos indiretos sobre o resto da inflação.

O ponto de partida do exercício é o risco cotado pelos próprios mercados financeiros em outubro. Em concreto, a partir dos mercados de derivados (opções *call*) sobre os futuros do petróleo Brent e do gás TTF, extraímos uma distribuição de possíveis preços (como a do primeiro gráfico) e analisamos duas trajetórias alternativas para 2027: no percentil 75 (p75, a trajetória que delimita os 25% de preços mais elevados), os mercados apontam para um preço médio do Brent de 105 dólares e do TTF de quase 80 euros em 2027; no percentil 95 (p95, *top* 5% de preços), seriam cerca de 135 dólares e 135 euros. Isto poderá traduzir-se num crescimento anual do IPC energético da Zona Euro entre 10% (p75) e 20% (p95) em 2027.[2]

Para além do impacto direto na inflação global, que nestes cenários alternativos se situaria entre 1 p. p. e 2 p. p., avaliámos o seu potencial de propagação aos restantes preços com base na intensidade energética dos diferentes produtos do IPC.[3] O segundo gráfico resume todo o exer-

1. Entre a primavera e o verão, a inflação deverá diminuir, com um forte efeito de degrau (devido aos efeitos de base no setor energético, uma vez que o denominador da inflação homóloga já irá incorporar os primeiros meses do conflito).
2. Conforme sugerem as regressões do preço do petróleo Brent sobre o IPC dos combustíveis e do preço do gás TTF sobre o IPC da eletricidade.
3. Reproduzimos a metodologia com a qual Fagandini *et al.* (2024), «Decomponing HICPX inflation into energy-sensitive and wage-sensitive items», Boletim Económico do BCE 3/2024, calculam um IHPC «sensível à energia». Com base nas tabelas *input-output*, obtém-se a intensidade energética de cada setor, como o peso dos consumos intermédios energéticos sobre a produção total. Após atribuir a intensidade energética dos setores às subrubricas do IPC, transferimos o aumento do custo da energia de acordo com o rácio entre a intensidade energética de cada componente e a das rubricas puramente energéticas.

cício com uma variedade de possíveis taxas de inflação, consoante a intensidade do choque energético e o seu grau de propagação.

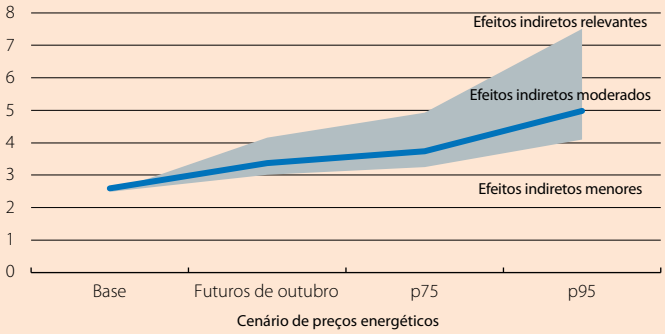
Face ao nosso cenário de base, assente nos contratos de futuros de energia do início de setembro, com efeitos indiretos modestos e que aponta para uma inflação de 2,6% na Zona Euro em 2027, a incorporação dos dados mais recentes e dos contratos de futuros de gás e petróleo de outubro poderá elevar a inflação para um intervalo entre 3,0% e 4,0%, enquanto, no percentil 75, esta aumentaria para um intervalo entre 3,0% e 5,0%. Em cenários mais extremos e de elevada propagação, o exercício sugere um intervalo que poderá atingir os 7%.[4]

Trajetórias da política monetária e consequências orçamentais

O exercício anterior ilustra o risco de uma maior restrição monetária caso a perturbação energética persista. Embora a conjuntura que se seguiu ao choque energético de 2022 possa fornecer algumas pistas sobre os níveis máximos das taxas de juro do BCE e da Fed,[5] a restrição monetária não tem necessariamente de se concretizar apenas através de taxas de juro mais elevadas: os bancos centrais também podem prolongar o período durante o qual mantêm as taxas de juro em níveis restritivos. Ou seja, face ao cenário de base, em que o caráter transitório do choque (devido à diminuição dos preços da energia ou a efeitos indiretos mais reduzidos) abriria a porta aos primeiros cortes das taxas de juro no final de 2027, a persistência do conflito entre os EUA e o Irão e a perturbação dos fluxos energéticos ameaçam prolongar o período de taxas de juro restritivas.

Zona Euro: inflação global em 2027

(%)



Notas: *O intervalo enquadra cenários projetados de acordo com diferentes graus de efeitos indiretos do choque energético. O intervalo abrange desde efeitos reduzidos (praticamente todo o desvio face ao cenário de base deve-se ao choque energético direto) até efeitos significativos (a maior inflação energética transmite-se aos preços dos bens, serviços e produtos alimentares na proporção da intensidade energética de cada produto). Nos efeitos «moderados» (linha contínua), a propagação é atenuada para 40% da intensidade energética. A intensidade energética é medida com base nos consumos intermédios dos setores económicos, de acordo com as tabelas* input-output.
Fonte: *BPI Research, simulações próprias com base em dados do Eurostat e da Bloomberg.*

Até aqui, o choque energético parece ser, essencialmente, uma história sobre inflação e política monetária. No entanto, manter as taxas de juro elevadas durante mais tempo tem uma segunda consequência: encarece gradualmente o financiamento da dívida pública, o que suscita particular preocupação em economias com desequilíbrios orçamentais, como a França ou os EUA. O impacto de taxas de juro mais elevadas na dinâmica das suas dívidas de curto prazo é pequeno, graças aos prazos médios de vencimento elevados (cerca de 8 e 6 anos, respetivamente). A evolução da dívida pública depende do défice de cada país, de quanto paga para se financiar e da taxa de crescimento da sua economia. Isto permite-nos projetar as dinâmicas da dívida e decompor a sua evolução. Como mostra a tabela final, o principal fator que explica o aumento do rácio da dívida pública em economias como a dos EUA e da França são défices públicos primários persistentemente elevados, que apontam para um agravamento de rácios de dívida já elevados. Por outro lado, a tradicional periferia europeia continua a apresentar perspetivas de redução gradual da dívida, desde que mantenha a trajetória orçamental e alcance o crescimento económico previsto. Uma recuperação da margem de manobra orçamental é importante, tendo em conta a maior frequência com que se têm sucedido os choques e as perturbações da oferta nos últimos anos.

Contas públicas

(% do PIB)	Dívida estimada 2026	Dívida: variação a 5 anos *				Saldo primário	
		Total	Contribuição saldo primário	Contribuição *i-g*	Var. a 5 anos (+100 p. b. *forwards*)**	Estimado 2026	Estabiliza a dívida ao nível de 2026***
EUA	126,8	19,8	18,5	1,4	21,4	–4,9	0,9
Japão	199,4	–7,3	8,9	–16,3	–6,0	–1,2	–2,6
Reino Unido	102,0	–2,6	–4,2	1,6	–2,1	–1,1	0,6
Alemanha	64,6	11,6	14,6	–3,1	12,2	–3,4	–0,3
França	118,5	5,4	6,6	–1,2	6,4	–2,9	0,3
Itália	137,9	–2,4	–8,5	6,1	–1,1	1,0	1,7
Espanha	97,6	–8,3	–0,7	–7,6	–7,4	–0,2	–1,1
Holanda	45,4	2,9	6,5	–3,6	3,2	–2,0	–0,5
Bélgica	109,8	12,0	14,5	–2,5	12,8	–3,2	–0,1
Irlanda	33,5	–12,0	–8,2	–3,8	–11,8	1,7	–0,7
Áustria	82,4	5,8	9,3	–3,5	6,5	–2,7	–0,3
Portugal	85,1	–13,1	–6,7	–6,4	–12,5	1,9	–1,0
Finlândia	90,6	11,2	16,0	–4,8	12,1	–3,5	–0,7
Grécia	136,0	–21,2	–12,1	–9,1	–20,3	3,4	–1,3

Notas: ** Evolução mecânica de acordo com a equação básica da dinâmica da dívida. Previsões do FMI (WEO, outubro de 2026) para a dívida em 2026, o saldo orçamental primário e o crescimento nominal do PIB.* Forwards *de mercado de meados de outubro de 2026 para as taxas de juro. ** Variação da dívida entre 2026 e 2031 se a taxa* forward *fosse consistentemente 100 p. b. superior ao cotado. ***Num horizonte de 10 anos.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados do FMI e da Bloomberg.*

4. O cenário de «efeitos indiretos relevantes» pressupõe uma forte propagação: uma inflação energética de 20% aproxima a inflação subjacente de 5%. Como referência, após uma inflação energética de 37% em 2022, a inflação subjacente da Zona Euro aproximou-se de 6% durante grande parte de 2023. No cenário de «efeitos indiretos moderados», reduzimos a transmissão para 40% da intensidade energética, o que resulta numa transmissão dos preços da energia à inflação subjacente semelhante à de 2022. O crescimento moderado da procura e o ancorar das expectativas de inflação sustentam uma propagação mais moderada. Em contrapartida, a memória da crise inflacionista de 2022 pode condicionar o comportamento e propiciar efeitos indiretos mais relevantes.
5. O BCE atingiu os 4,00% e a Fed o intervalo de 5,25%-5,50%, numa conjuntura marcada por um choque energético mais grave, uma recuperação pós-pandemia da procura mais rápida do que a da oferta e políticas económicas inicialmente muito acomodatícias.

Portugal: fundamentos para o crescimento da atividade em 2027

Como foi 2026

O andamento da economia portuguesa foi marcado não só pelo contexto geopolítico internacional (com destaque para a escalada da guerra entre os EUA e Israel com o Irão) como por eventos específicos da realidade nacional. Nomeadamente, as tempestades que assolaram o país no início do ano (com especial impacto na região centro) e que culminaram num crescimento em cadeia mais fraco do PIB no 1T 2026, mas com recuperação significativa posterior. O mercado de trabalho continuou resiliente e a apoiar o consumo, com a população empregada perto de máximos e taxa de desemprego compatível com um cenário de pleno emprego. As *yields* da dívida francesa atingiram em outubro máximos de 2011, no entanto a dívida pública portuguesa manteve-se praticamente imune a movimentos ascendentes bruscos, assente na confiança dos mercados acerca da trajetória orçamental e económica registada. Em suma, apesar dos desafios, 2026 constituiu um ano globalmente positivo que deverá fechar com crescimento do PIB acima dos 2% e acima do crescimento da Zona Euro.

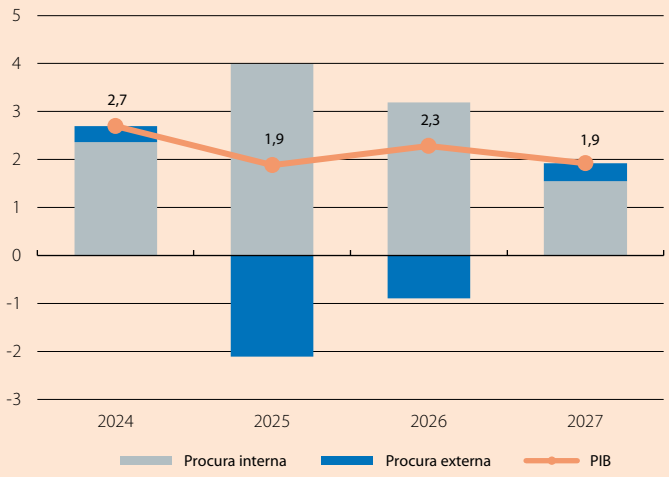
O que esperar para 2027?

Prevemos que a economia cresça 1,9% em 2027, pouco mais do que o denominado PIB inercial, ou seja, a taxa de crescimento do PIB não contemplando efeitos extraordinários que tem em conta o diferencial entre a produção real do país e o seu crescimento potencial (*output gap*)[1] estimado pelo FMI, evidenciando que o abrandamento face a 2026 está mais relacionado com o desaparecimento de fatores extraordinários, nomeadamente o reforço de investimento em 2026 (associado ao fim do PRR) que impulsionou o crescimento, do que com a deterioração da dinâmica subjacente da atividade.

Consideramos que em 2027 o crescimento beneficiará de um maior equilíbrio entre os contributos das procuras interna e externa, ambos positivos. O contributo dado pela primeira tenderá a reduzir-se face aos anos anteriores, refletindo por um lado a esperada desaceleração do ritmo de crescimento do rendimento disponível das famílias[2] e do emprego (dada a situação de pleno emprego em que o mercado de trabalho já se encontra) e por outro lado pelo impacto que o fim do PRR terá no desempenho do investimento, sobretudo público.[3] Por seu turno, o contributo da procura externa tenderá a tornar-se positivo, em parte como consequência da menor expansão das importações, devido à desaceleração significativa do investimento. Adicionalmente, espera-se que as exportações mantenham um desempenho positivo dada a perspetiva de aceleração do crescimento na Zona Euro (principal parceiro comercial) em 2027.[4]

De seguida, procuramos identificar e quantificar os fatores que poderão contribuir para fortalecer (ventos de cauda) ou enfraquecer (ventos de proa) a atividade em 2027 e que justificam que o crescimento esperado exceda em 1 décima o crescimento inercial do PIB real.

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



Fonte: *Cálculos e previsões do BPI Research com base em dados do INE.*

Cenário macroeconómico BPI Research

	2025	2026	2027
PIB	**1,9**	**2,3**	**1,9**
Consumo privado	**3,7**	**2,9**	**1,9**
Consumo público	2,1	1,6	1,1
FBCF	4,3	5,1	1,7
Exportações	0,0	3,9	3,4
Importações	4,6	5,6	2,4
Contributos (p. p.)			
Procura interna	4,0	3,2	1,6
Procura externa	–2,1	-0,9	0,4
Taxa de inflação	2,3	3,0	2,4
Taxa de desemprego	6,0	5,7	5,7
Crescimento do emprego	3,2	2,4	1,3

Fonte: *Previsões do BPI Research com base em dados do INE e BdP.*

1. No caso de Portugal, o *output gap* para 2027 é positivo, o que significa que a produção real é superior à produção potencial, podendo gerar pressões inflacionistas.
2. Estimamos que o rendimento disponível bruto nominal avance pouco mais de 3,5% em 2027, o que compara com um crescimento estimado próximo de 5% em 2026. Tendo presente o cenário previsto para a evolução da taxa de inflação, estes níveis de crescimento permitirão, ainda assim, a melhoria do rendimento disponível das famílias em termos reais.
3. O Banco de Portugal estima que após um crescimento em torno de 24%, resultante da concentração da execução do PRR em 2026, o investimento público em 2027 poderá sofrer uma redução de aproximadamente 14%.
4. O BPI Research antecipa que o crescimento da Zona Euro acelere para 1,4% em 2027, mais 4 décimas face a 2026, num cenário em que se assistirá a uma moderação do conflito no Médio Oriente, permitindo alguma redução no preço das principais *commodities*.

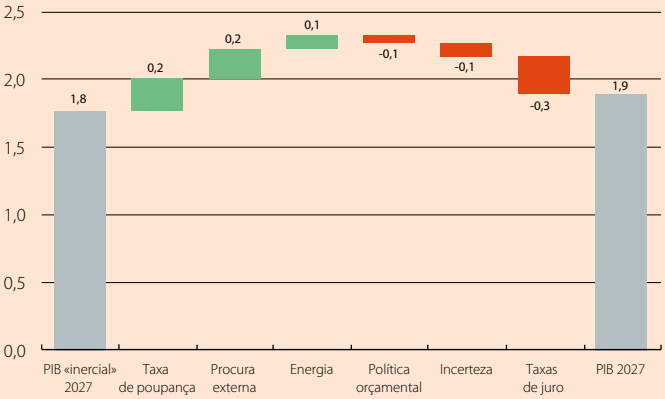
Fatores que apoiam o crescimento

Entre estes estão o elevado nível de poupança das famílias, a expetativa de que a aceleração da Zona Euro[5] favorecerá a atividade exportadora e a esperada moderação dos preços da energia em 2027.

- **Taxa de poupança**: com o pico atingido em 2024 (12,6% do rendimento disponível), apresenta desde aí uma tendência controlada de redução. No final de 2026, estimamos que se situe em torno de 12%, um nível ainda elevado face ao histórico (9,6%, em média, nos últimos 25 anos). Em 2027, num ambiente caracterizado pela robustez do mercado de trabalho, mas em que a inflação, sobretudo nos primeiros meses do ano, continuará elevada, antecipamos que as famílias optem por menor canalização de rendimento para poupança e mais para consumo, adicionando cerca de 0,2 p. p. ao crescimento do PIB real.

- **Procura externa**: num contexto em que se antecipa a aceleração do crescimento na Zona Euro, as exportações voltarão a crescer em torno dos 3,5%, beneficiando da normalização das trocas comerciais de bens e dos ganhos estruturais, associados à digitalização, observados no comércio de serviços não turísticos. A isto acresce a desaceleração esperada nas importações, que em 2026 foram impulsionadas pelo esforço de execução do PRR. A verificação de tal cenário resultará num contributo de mais duas décimas para o crescimento do PIB.

PIB 2027: contribuições para o crescimento
(p. p.)



Nota: *PIB «inercial» 2027 refere-se 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 2026.*
Fonte: *BPI Research, com base em dados do INE e Banco de Portugal.*

- **Energia**: a expetativa de algum desanuviamento no conflito do Médio Oriente refletir-se-á na gradual recuperação do tráfego de *commodities* energéticas pelo estreito de Ormuz e, consequentemente, na redução dos preços dos bens energéticos, aliviando custos de produção e preços no consumidor, sobretudo na segunda metade do ano. Se assim for, estimamos um impacto positivo próximo de 0,1 p. p. no crescimento do PIB real em 2027.

Mas nem todos os ventos são favoráveis e o ano de 2027 também poderá ser fustigado por alguns que lhe serão adversos. Entres estes destacamos:

- **Taxas de juro**: o cariz restritivo da política monetária iniciado em 2026 far-se-á sentir mais fortemente em 2027, na medida em que as taxas de juro de mercado médias serão mais elevadas no próximo ano. Tomando como referência a Euribor a 6 meses, o mercado desconta que em 2027 o seu nível ronde os 3,5%, mais 1,1 p. p. do que em 2026. Esta evolução tenderá a refletir-se no arrefecimento da atividade, podendo retirar cerca de 0,3 p. p. ao crescimento.

- **Política orçamental**: o abrandamento no ritmo de crescimento da despesa líquida em 2027 confere à política orçamental uma orientação restritiva[6] que, segundo os cálculos do BPI Research, poderá retirar cerca de 0,1 p. p. ao crescimento.

- **Incerteza**: na medida em que o pendor dos riscos continua negativo,[7] não excluímos a possibilidade de que as decisões dos agentes económicos possam ser desfavoravelmente influenciadas, pesando na atividade durante 2027.

Em resumo, mesmo que num contexto mais desafiador sob o ponto de vista financeiro, esperamos que 2027 continue a reforçar a trajetória de convergência da economia portuguesa com a Zona Euro.

5. A atividade da Zona Euro tem sido sustentada pela robustez do mercado de trabalho, pelo aumento da despesa pública em defesa e infraestruturas e pelo dinamismo do investimento relacionado com a IA (ver o Boletim Banco de Portugal de outubro de 2026).
6. O abrandamento do crescimento da despesa líquida em 2027 traduz uma redução do impulso orçamental face a 2026, conferindo à política orçamental uma orientação restritiva. A avaliação da postura da política orçamental assenta na comparação entre a taxa de crescimento média do produto potencial num horizonte de 10 anos em termos nominais e a taxa de crescimento da despesa líquida. Em 2027, antecipa-se que esta postura resulte num impulso orçamental restritivo de 0,7% do PIB, resultante da conjugação de dois fatores distintos. Em primeiro lugar, o contributo dado pela despesa líquida assente em financiamento nacional, a qual contribuiu em 0,3% do PIB, refletindo um crescimento (3,5%) inferior ao crescimento nominal de referência do produto potencial em 2027 (5,0%). A decomposição do impulso por agregados evidencia o papel predominante da despesa corrente primária, com um contributo de 0,2% do PIB, sinalizando uma redução do estímulo orçamental gerado pela atuação discricionária do decisor político. Em segundo lugar, o impacto da despesa financiada por fundos europeus contribui em 0,4% do PIB para a orientação restritiva da política orçamental, refletindo sobretudo o decréscimo das subvenções associadas ao PRR. A natureza restritiva da política orçamental para 2027 contrasta com a antecipada para 2026, em que se estima um impulso expansionista de 1,4% do PIB, induzida em 0,8% pelo financiamento nacional e em 0,5% pelos fundos europeus. (Análise da Proposta de Orçamento de Estado para 2027, Conselho de Finanças Públicas).
7. Para além dos riscos geopolíticos, acresce o facto de 2027 ser um ano de eleições em países europeus atualmente sob maior escrutínio por parte dos mercados, com potencial para criar momentos de maior volatilidade nos mercados financeiros, retraindo a atividade dos agentes económicos.