

IIM05

INFORMAÇÃO MENSAL
MAIO 2026

IA

IA

IA

IA

IA

IA

ECONOMIAS E MERCADOS INTERNACIONAIS

MERCADOS FINANCEIROS

O que nos dizem os mercados sobre a macroeconomia

ECONOMIA INTERNACIONAL

Sombras (e alguma luz) do declínio industrial europeu

ECONOMIA PORTUGUESA

O clima e a geopolítica ensombram o excedente orçamental

O apetite de um economista: o PIB potencial português

O que nos traz o Plano de Transformação, Recuperação e Resiliência?

ECONOMIA ESPANHOLA

O arranque do investimento, chave para consolidar o crescimento da economia espanhola

DOSSIER: PRESENTE E FUTUROS DA NOVA ECONOMIA

Inteligência artificial: uma perspetiva do lado da oferta

Estratégias diferenciadas para governar a IA: rumo à cooperação ou ao conflito?

Produtividade e emprego face à IA generativa: o que é que sabemos?

A azáfama da IA nos mercados financeiros

A adoção da Inteligência Artificial em Portugal

INFORMAÇÃO MENSAL

Maio 2026

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

BPI Research (DF-EEF)

www.bancobpi.pt /
<https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-mercados/research>
deef@bancobpi.pt

Paula Carvalho

Economista Chefe

CaixaBank Research

www.caixabankresearch.com
research@caixabank.com

Enric Fernández

Economista Chefe

José Ramón Díez

Diretor de Economias e
Mercados Internacionais

Oriol Aspachs

Diretor de Economia Espanhola

Sandra Jódar

Diretora de Planeamento Estratégico

Adrià Morron Salmeron

e Oriol Carreras

Coordenadores da *Informação Mensal*

Javier García-Arenas

Coordenador do Dossier

Data de fecho desta edição:
6 de maio de 2026

ÍNDICE

1 EDITORIAL

3 PONTOS CHAVE DO MÊS

4 PREVISÕES

7 MERCADOS FINANCEIROS

9 *O que nos dizem os mercados sobre a macroeconomia*

13 ECONOMIA INTERNACIONAL

15 *Sombras (e alguma luz) do declínio industrial europeu*

20 ECONOMIA PORTUGUESA

22 *O clima e a geopolítica ensombream o excedente orçamental*

24 *O apetite de um economista: o PIB potencial português*

26 *O que nos traz o Plano de Transformação, Recuperação e Resiliência?*

29 ECONOMIA ESPANHOLA

31 *O arranque do investimento, chave para consolidar o crescimento da economia espanhola*

34 DOSSIER: PRESENTE E FUTUROS DA NOVA ECONOMIA

34 *Inteligência artificial: uma perspetiva do lado da oferta*

37 *Estratégias diferenciadas para governar a IA: rumo à cooperação ou ao conflito?*

40 *Produtividade e emprego face à IA generativa: o que é que sabemos?*

43 *A azáfama da IA nos mercados financeiros*

45 *A adoção da Inteligência Artificial em Portugal*

Economia e mercados entre dois mundos: geopolítica e inteligência artificial

O aspeto mais positivo (e surpreendente) dos recentes desenvolvimentos económicos tem sido a resposta do setor financeiro ao aumento da incerteza causada pela instabilidade geopolítica. Não existem precedentes para um choque energético desta magnitude sem um aperto significativo das condições financeiras. Contudo, neste caso, a redução inicial do risco nas carteiras foi moderada e, em alguns segmentos de mercado, praticamente reverteu-se por completo. Desta forma, ao entrarmos no terceiro mês do conflito, com distorções muito significativas nos fluxos de energia e comércio, grande parte dos mercados acionistas registam resultados acima dos níveis pré-conflito (em alguns casos, superam mesmo máximos históricos), não tendo havido reações exageradas nos mercados cambiais e as *yields* dos títulos do Tesouro refletem pouca preocupação com a inflação e os equilíbrios fiscais de médio prazo, além da previsibilidade de mudanças nas perspetivas da política monetária no curto prazo da curva das taxas de juro – algo que todos teríamos assinado a 28 de fevereiro.

Pode ser a calma antes da tempestade, ou simplesmente a dificuldade em incorporar o risco geopolítico na avaliação dos ativos financeiros, mas o facto é que essa lacuna entre o canal financeiro e a dura realidade geoeconómica está a mostrar-se uma alavanca significativa para mitigar o impacto do risco geopolítico na economia real. Pode-se argumentar que, por trás dessa desconexão, reside a confiança excessiva dos investidores na resiliência do ciclo económico e na capacidade dos bancos centrais de manter as expectativas de inflação sob controlo e limitar os efeitos secundários sobre os preços – um fator crucial para a estabilidade financeira. Mas talvez o pilar mais importante do otimismo dos mercados esteja nos efeitos benéficos que a inteligência artificial (IA) pode ter sobre a produtividade e o crescimento potencial no médio prazo, em vez de compensar o impacto de quaisquer choques negativos na curva de oferta.

Por outras palavras, apesar da nossa atenção continuar voltada para a geopolítica e todas as suas ramificações por algum tempo, o elefante na sala continua a ser as implicações a médio prazo da IA sobre as variáveis macroeconómicas. O risco é sermos excessivamente otimistas, mas a ponta do iceberg dessa megatendência é promissora, considerando os efeitos positivos iniciais sobre o crescimento americano e os resultados das empresas do setor. Por exemplo, o investimento em tecnologia nos EUA (equipamentos de processamento, *software* e I&D) tem crescido a taxas anuais de 15% nos últimos seis meses, consolidando-se como o principal motor do crescimento. Desde a criação do ChatGPT há três anos, as chamadas «Sete Magníficas» têm um peso superior a 50% do aumento nos lucros do S&P 500 e de 60% do aumento acumulado na capitalização bolsista.

Neste contexto, dedicamos o Dossier desta publicação a esta nova tecnologia que está a tornar-se numa área prioritária de competição económica entre as grandes potências. Com estratégias muito diferentes entre o objetivo americano de definir a fronteira tecnológica (tirando proveito das suas vantagens competitivas em capital humano e capacidades tecnológicas), a China dá prioridade à otimização da cadeia de valor industrial global e de escala, além da segurança (ver artigo «Estratégias diferenciadas para governar a IA: rumo à cooperação ou ao conflito?»). Entretanto, a Europa, confrontada com o risco de ficar para trás na corrida, reforça o debate sobre o equilíbrio entre regulação, competitividade e escala, enquanto tenta articular uma governação comum para aproveitar a força da sua base científica e de investigação e reduzir a elevada dependência externa de semicondutores e modelos fundamentais. Além disso, incluímos um artigo que analisa a adoção da IA por parte das empresas portuguesas (ver o artigo «A adoção da Inteligência Artificial em Portugal»). Foi possível concluir que, embora as estimativas agregadas mudem muito dependendo dos pressupostos sobre a proporção de tarefas afetadas pela IA (e o ganho médio de produtividade nessas tarefas), no cenário mais razoável podem ser esperadas melhorias de produtividade a médio prazo de até 1 p. p. anual nos EUA e cerca de metade na Europa. Não seria uma revolução instantânea, mas seria uma grande mudança para o crescimento potencial. É precisamente isso que os mercados financeiros estão a descontar, com ou sem razão, quando tentam olhar para além do ruído da geopolítica. Um movimento na linha ténue que separa as esperanças de uma nova revolução industrial dos receios dos seus efeitos sobre a desigualdade ou o emprego.

José Ramón Díez
Maio 2026

Cronologia

ABRIL 2026

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

FEVEREIRO 2026

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

DEZEMBRO 2025

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

MARÇO 2026

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

JANEIRO 2026

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

NOVEMBRO 2025

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

Agenda

MAIO 2026

- 4** Portugal: produção industrial (março).
5 Espanha: inscrição na Segurança Social e desemprego registado (abril).
6 Portugal: emprego e desemprego (1T).
8 Espanha: índice de produção industrial (março).
15 Portugal: remuneração média mensal bruta por trabalhador (1T).
 Portugal: *rating* DBRS.
18 Japão: PIB (1T).
19 Espanha: comércio externo (março).
25 Espanha: empréstimos, depósitos e rácio NPL (março).
28 Zona Euro: índice de sentimento económico (maio).
29 Espanha: estimativa rápida do IPC (maio).
 Espanha: *rating* DBRS.
 Portugal: detalhe do PIB (1T)
 Portugal: estimativa rápida do IPC (maio).

JUNHO 2026

- 2** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (maio).
 Zona Euro: estimativa rápida do IPC (maio).
9 Portugal: comércio internacional (abril).
11 Conselho do Banco Central Europeu.
16 Espanha: inquérito trimestral do custo da mão de obra (1T).
16-17 Comité de Mercado Aberto da Fed.
18-19 Conselho Europeu.
22 Portugal: população residente (2025).
23 Espanha: balança de pagamentos e PIIL (1T).
 Portugal: preços da habitação (1T).
24 Portugal: Contas Nacionais por Setor Institucional (1T).
25 Espanha: Contas Nacionais por Setor Institucional (1T).
 Portugal: rácio de NPL (1T).
26 Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (1T e abril).
29 Espanha: estimativa rápida do IPC (junho).
 Zona Euro: índice de sentimento económico (junho).
30 Espanha: taxa de poupança das famílias (1T).
 Portugal: estimativa rápida do IPC (junho).

Ormuz: o tempo está contra nós

O impacto económico da guerra com o Irão ainda está a desenrolar-se. Caso seja alcançado um acordo no curto prazo e o fluxo de mercadorias pelo Estreito de Ormuz for retomado em breve, o efeito macroeconómico poderá ser limitado. Num contexto em que tendemos a realçar os riscos de queda, esse cenário não deve ser negligenciado. Não só é plausível, como pode ser o mais provável. O facto de, até ao momento, a reação dos mercados ter sido moderada (com os principais índices bolsistas próximos de máximos históricos) aponta nessa direção. Caso esse cenário se materialize, a economia portuguesa poderá manter um dinamismo significativo.

O ponto de partida é relativamente sólido, apesar da performance algo débil do primeiro trimestre. Tal é confirmado pelos principais indicadores do primeiro trimestre, recentemente divulgados, juntamente com os primeiros dados disponíveis para o segundo trimestre. O PIB português estabilizou no 1T e cresceu 2,3% em termos homólogos, abaixo da previsão que desenvolvemos no início do ano, antes do início do conflito, mas ainda assim expressivo, atendendo aos diversos eventos adversos, com destaque para o comboio de tempestades que atingiu o continente e que estimámos ter um impacto aproximado de 2 décimas de p. p. no crescimento do trimestre. De acordo com o INE, o contributo positivo da procura interna para a variação homóloga do PIB aumentou (via aceleração do investimento). Por outro lado, a procura externa registou um contributo mais negativo, verificando-se uma aceleração mais pronunciada das importações do que das exportações. Este desempenho económico foi também acompanhado pelo dinamismo no mercado de trabalho: segundo o INE, o emprego diminuiu 0,7% em relação ao trimestre anterior, tendo mantido um crescimento homólogo robusto (2,3%).

Os indicadores económicos mais recentes transmitem sinais mistos. O indicador de sentimento sugere uma desaceleração da atividade económica em março e abril, no entanto, os indicadores relacionados com o mercado de trabalho e o consumo continuam a apresentar tendências positivas. O sentimento nos setores da construção civil, retalho e serviços melhorou em abril, sugerindo que a atividade económica nesses setores pode ser impulsio-

nada. Os dados externos, porém, são desfavoráveis, com as exportações a apresentarem um fraco desempenho tanto em termos de bens como de serviços. Adicionalmente, a desaceleração no ritmo de crescimento dos voos sugere um abrandamento nas exportações do setor turístico em abril e a taxa de inflação acelerou para 3,4% em abril, cujo aumento se justifica em mais de 40% pela componente energética.

Caso o conflito no Médio Oriente fosse resolvido rapidamente e os preços da energia diminuíssem, o novo choque não deveria afetar significativamente a economia portuguesa. De facto, o crescimento seria provavelmente inferior aos 2,1% projetados no nosso cenário central, elaborado antes do despoletar do conflito. Como referência, um aumento de 20 dólares no preço médio do petróleo no ano (para 87 USD/barril) subtrai 0,14 p. p. ao crescimento do PIB; no caso do gás, a sensibilidade é um pouco menor, próxima de 0,10 p. p. (assumindo que o preço médio do gás em 2026 se fixe em 58€, +20€ do que no ano anterior). No momento da redação deste texto, os preços futuros para o conjunto do ano indicavam um preço médio de quase 30€ acima dos níveis pré-conflito para o petróleo bruto e 15€ acima para o gás. No geral, o choque energético teria um impacto perceptível, embora insuficiente para interromper a dinâmica expansionista da economia portuguesa.

No entanto, o tempo joga contra esse cenário de impacto mais moderado. O encerramento do Estreito de Ormuz gerou um défice significativo na produção global de petróleo e gás, que atualmente não consegue atender à procura existente, com as reservas globais a diminuírem rapidamente. Se a situação persistir, alguns países – principalmente na Ásia ou com menor poder aquisitivo – poderão começar a enfrentar problemas de abastecimento. Nesse contexto, a reação do mercado dificilmente seria tão complacente, os preços da energia subiriam e a confiança das famílias seria afetada.

É, portanto, aconselhável considerar todos os cenários. Existem muitos motivos para acreditar que a situação pode piorar. Mas também é imprudente agir precipitadamente. O tempo está contra nós, mas a economia ainda se mantém firme.

Oriol Aspachs e Paula Carvalho

Final de período, exceto quando é especificado o contrário

Mercados financeiros

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

Previsões

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

Economia internacional

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

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

Previsões

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

Economia portuguesa

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

Previsões

Economia espanhola

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

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

Previsões

Os mercados estão a desconectar-se do risco energético?

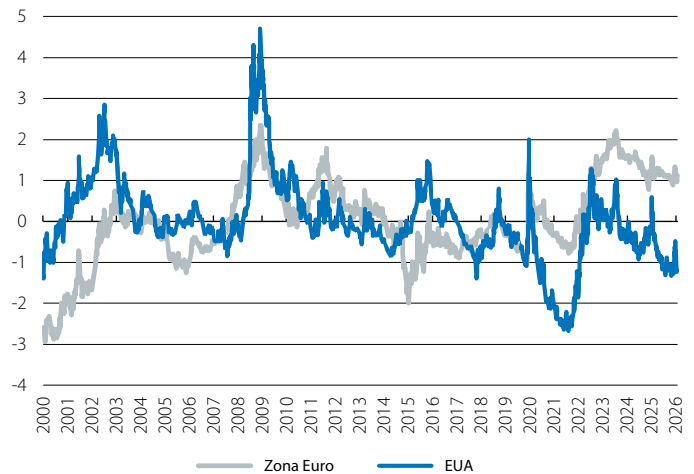
A incerteza e a apetência pelo risco divergem em abril. O conflito no Médio Oriente marcou o ritmo dos mercados financeiros, num mês em que a incerteza se manteve muito elevada e a geopolítica continuou a remodelar o panorama económico. Não obstante a trégua militar, os preços da energia e de outros produtos ligados aos hidrocarbonetos e à região (como os adubos e os combustíveis) continuaram a aumentar. Simultaneamente, os bancos centrais confirmaram uma mudança no sentido de uma política monetária gradualmente mais restritiva (quer devido a expectativas de subida das taxas, quer devido a uma pausa nas reduções de taxas anteriormente previstas) e, consequentemente, as taxas de juro soberanas ficaram ancoradas em níveis mais elevados. No entanto, os mercados bolsistas contrariaram esta tendência e os principais índices bolsistas voltaram a registar lucros, impulsionados por um otimismo renovado em torno das empresas de IA, pela publicação de bons resultados empresariais e por uma recuperação do apetite pelo risco.

A energia ainda está em tensão... Com o encerramento do Estreito de Ormuz, a Agência Internacional da Energia estima que cerca de 10% do abastecimento mundial de petróleo se perdeu desde março e que esta queda foi amortecida principalmente pelas reservas anteriormente acumuladas. O petróleo Brent manteve-se acima dos \$100 durante grande parte do mês passado e continuou a mostrar uma volatilidade notável, com sessões a descer para pouco menos de \$90 por barril e outras a ultrapassar os \$120. No mercado do gás, a referência europeia TTF foi transacionada na ordem dos 40-50 euros por MWh. Para a média de 2026, os mercados de futuros continuaram a apontar para preços próximos de 90 USD por barril de Brent e 45 EUR por MWh no TTF, representando aumentos de 30% e 40% em relação aos níveis pré-conflito, respetivamente, seguidos de um abrandamento para 75 USD e 35 EUR na média de 2027 (+10% o período anterior ao conflito). Além disso, estas tensões de preços continuaram a repercutir-se nos preços a jusante, com os valores de referência genéricos nos mercados grossistas de gasóleo e de combustível para aviação a aumentarem entre 60% e 80% em relação vs. ao período anterior ao conflito. A níveis semelhantes situou-se a subida dos preços dos adubos (ureia), com receios de repercussão nos preços dos produtos alimentares, que também aumentaram em abril (o índice agrícola da Bloomberg subiu mais de 3% em abril e acumula um pouco mais de 10% no ano).

...e as bolsas recuperam a apetência pelo risco. Nos Estados Unidos, o S&P 500 atingiu novos máximos históricos graças ao forte impulso do setor tecnológico e ao avanço dos setores cíclicos (consumo, indústria). A recuperação dos mercados acionistas europeus foi também notável e generalizada e o Stoxx 600 EUR regressou a território positivo no acumulado do ano, enquanto os índices emergentes MSCI acumularam aumentos de cerca de 15% em 2026, tanto na Ásia como na América Latina. Este sentimento foi apoiado por uma época de resultados positivos. No final desta publicação, com mais de 60% e 50% das empresas do S&P 500 e do Stoxx 600 EUR a apresentarem relatórios, nos EUA, entre 70% e 80% das empresas estavam a superar as expectativas de vendas e de resultados, e cerca de 50% estavam a superar as previsões na Europa (em linha com as

Condições financeiras

Índice (0 = média de 2000-2026)



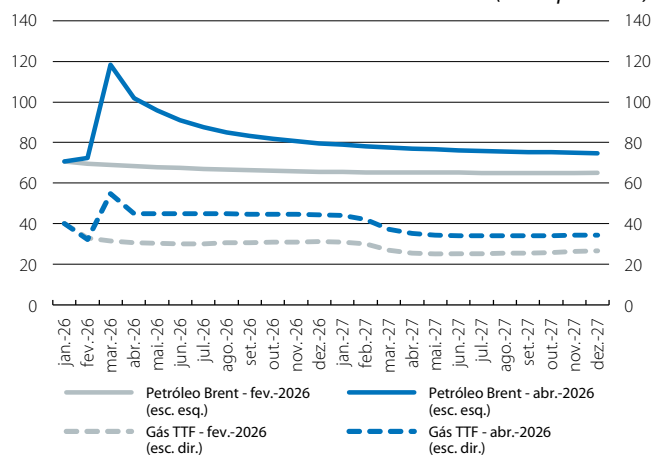
Nota: Índices de condições financeiras da Goldman Sachs normalizados pela média e pelo desvio-padrão para 2000-2026.

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

Petróleo e gás: curvas de futuros

(Dólares por barril)

(Euros por MWh)

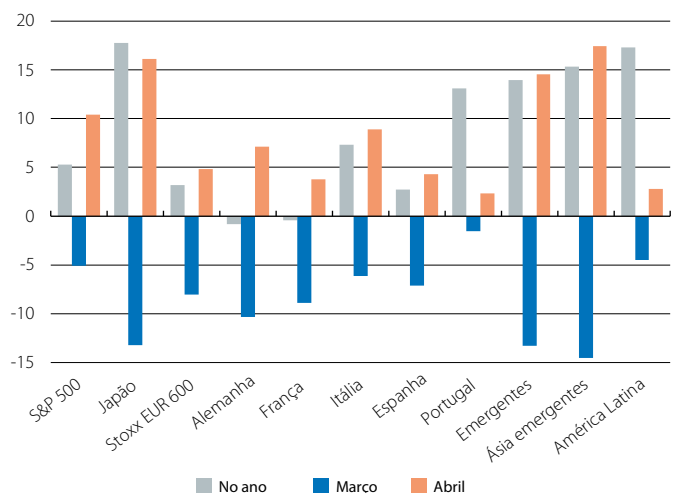


Nota: Os preços de referência do petróleo e do gás são futuros com 2 e 1 mês de antecedência, respetivamente (p. ex., os preços para Mar-2026 correspondem a futuros comparados com maio [Brent] e abril [TTF]).

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

Bolsas internacionais: desempenho em 2026

Variação (%)



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

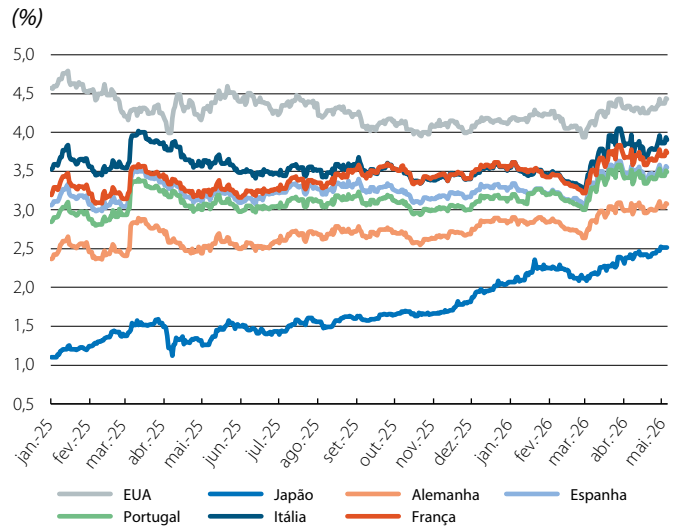
épocas anteriores), enquanto os analistas mantinham expectativas desafiantes de crescimento dos resultados a um ano (de quase 20% e 10% nos EUA e na Europa, respetivamente).

As taxas de juro consolidam-se em níveis mais elevados. Nos dois lados do Atlântico, as taxas de juro soberanas continuaram a ser pressionadas pelas expectativas de inflação decorrentes do choque energético do Médio Oriente (os *swaps* cotavam uma inflação a um ano de cerca de 3,5%, tanto nos EUA como na Zona Euro) e pela perspectiva de uma política monetária mais restritiva do que os mercados esperavam antes dos atentados. As taxas soberanas dos EUA e da Alemanha subiram quase 10 pontos base e 5 pontos base, respetivamente no último mês, com a parte curta das curvas a subir entre 40 p. b. e 50 p. b. até agora este ano (+20 p. b. para o prazo longo). Em contrapartida, os prémios de risco na periferia permaneceram contidos (Espanha ligeiramente abaixo de 50 p. b., Portugal ligeiramente acima de 40 p. b.) e Itália e França, inicialmente sob maior pressão, conseguiram reduzir moderadamente os seus diferenciais em relação à Alemanha. No mercado cambial, o euro recuperou parte do terreno perdido e valorizou-se para 1,17 dólares.

Mudança na direção da Fed, sem alteração das taxas de juro. A Fed manteve as taxas de juro inalteradas em abril (taxa dos *fed funds* no intervalo 3,50%-3,75%). A decisão era esperada, mas sublinhou o tom mais cauteloso do banco central. A Reserva Federal mostrou-se mais preocupada com a inflação e manifestou menos vontade de retomar as reduções das taxas (no momento da redação do presente documento, os mercados atribuíam menos de 10% de probabilidade de uma redução em 2026). A reunião foi marcada pela despedida de Jerome Powell do cargo de Presidente do Conselho de Administração. Contrariando a tradição, Powell manter-se-á como governador da Fed até que os ataques legais à instituição, que considera uma ameaça à sua independência, sejam resolvidos de forma definitiva e transparente. O seu sucessor deverá ser Kevin Warsh, enquanto se aguarda a confirmação final pelo Senado. Por seu lado, os bancos centrais do Japão e de Inglaterra mantiveram as expectativas e as taxas em 0,75% e 3,75%, respetivamente. Em ambos os casos, os sinais *hawkish* dominaram, com dissidências a favor de aumentos das taxas, com os mercados a apontarem para aumentos de 25 p. b. nas reuniões de junho e julho, respetivamente.

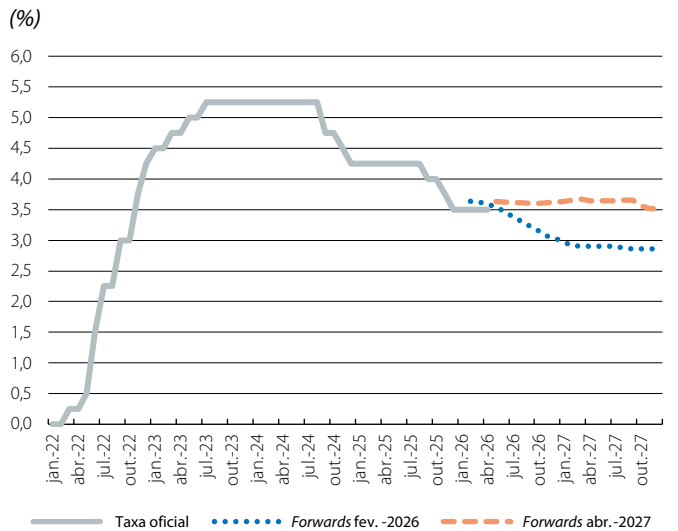
O BCE está a planear uma subida das taxas em junho. O BCE manteve as taxas de juro inalteradas em abril (*depo* a 2,00%). A decisão foi unânime, embora a própria Presidente Lagarde tenha reconhecido que tinha sido discutida uma subida das taxas. O BCE fez uma comunicação equilibrada, destacando tanto os riscos ascendentes para a inflação como os riscos descendentes para a atividade decorrentes do conflito no Médio Oriente. Num ambiente de incerteza, defendeu a realização de «reuniões periódicas, dependendo da evolução dos dados» e «sem se comprometer com as trajetórias futuras das taxas». No entanto, a comunicação também indicou uma probabilidade significativa de uma subida das taxas em junho. O BCE sublinhou que a guerra no Médio Oriente manterá a inflação «muito acima dos 2% nos próximos meses». Os efeitos diretos sobre a inflação são visíveis (em abril, a energia fez subir a inflação para 3,0%) e há sinais de alguns efeitos indiretos. Em resumo, Lagarde reconheceu que a situação será reavaliada nas próximas semanas, admitindo clareza quanto à orientação da política monetária e sem exprimir desconforto com as expectativas dos mercados financeiros (que, no último mês, continuaram a prever entre dois e três aumentos de 25 pontos percentuais na taxa *depo* para todo o ano de 2026).

Taxas de juro soberanas a 10 anos



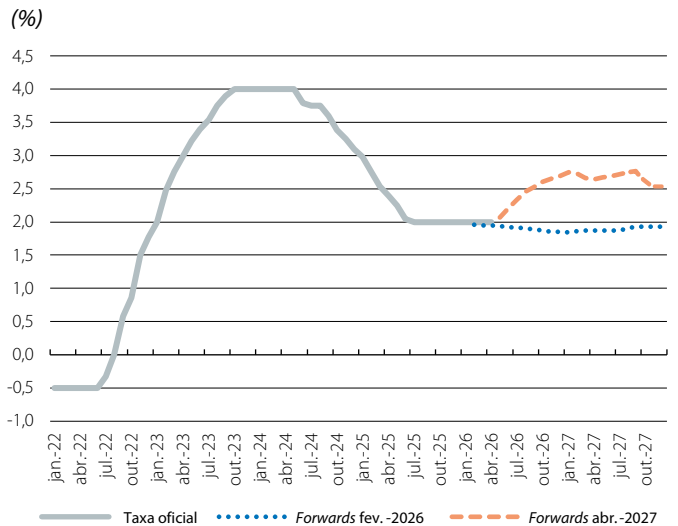
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg

Fed: taxa oficial (FFR) e expectativas



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

BCE: taxa oficial (depo) e expectativas



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

O que nos dizem os mercados sobre a macroeconomia

Como é que os mercados financeiros refletem as surpresas macroeconómicas? É possível identificar nas cotações financeiras qual a narrativa macroeconómica que domina o sentimento dos investidores? Este artigo apresenta um modelo analítico¹ para identificar os fatores macroeconómicos que impulsionam os mercados financeiros na Zona Euro e nos EUA, utilizando correlações entre diferentes classes de ativos financeiros e dados diários de mercado de alta frequência desde junho de 2005 até ao presente.

Metodologia

Para cada região, analisamos os dados diários relativos a diferentes tipos de ativos financeiros: taxas de juro (taxa *overnight* e de obrigações do Tesouro), expetativas de inflação (*swaps* de inflação), rendimento variável (índices bolsistas e de volatilidade), taxas de câmbio e matérias-primas (ouro, petróleo e gás).²

Em seguida, analisamos os movimentos entre estes ativos e extraímos padrões (sob a forma de fatores comuns) que nos permitem identificar os diferentes *drivers* macroeconómicos que determinam os movimentos dos mercados financeiros.³

Drivers principais

O nosso exercício identifica três grandes choques macroeconómicos nos mercados financeiros: procura, oferta e política monetária. De forma intuitiva, um aumento da procura estimula a atividade económica e o crescimento dos preços, o que se reflete no aumento dos preços das ações (lucros empresariais mais elevados), nas expetativas de inflação e no aumento das taxas de juro (compensação da inflação e possibilidade de subida das taxas do banco central). Em contrapartida, uma contração da oferta restringe a atividade e faz subir os preços (pode ser causada por uma subida dos preços das matérias-primas, por exemplo, o petróleo), o que resulta em quedas da bolsa e em taxas de juro mais elevadas (com expetativas de aperto monetário para combater a inflação).

Finalmente, um choque de política monetária acomodatória (por exemplo, quando o banco central sinaliza que irá baixar a taxa de juro) está associado a quedas nas

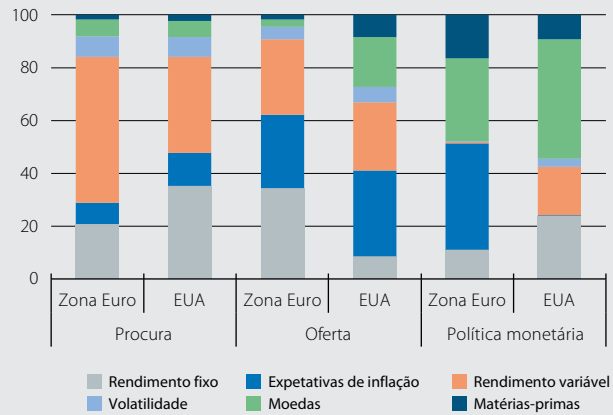
Movimentos dos ativos em cada tipo de choque

	Procura (-)	Oferta (-)	Política monetária (dovish)
Rendimento fixo	-	+	-
Expetativas de inflação	-	+	+
Rendimento variável	-	-	+
Volatilidade	+	+	=
Moedas	-	=	-
Matérias-primas	=	+	+

Notas: Os sinais (+), (-) e (=) indicam aumentos, quedas e estabilidade, respetivamente, das variáveis e da procura e oferta agregadas. No que diz respeito ao rendimento fixo, por variáveis entendemos as yields dos títulos do Tesouro (em que uma descida corresponde a uma subida do preço das obrigações).

Fonte: BPI Research.

Peso dos ativos em cada tipo de choque (%)



Nota: A contribuição das variáveis é feita em termos de um desvio-padrão de cada ativo.

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

taxas de juro dos títulos do Tesouro, a uma depreciação da moeda nacional e a uma subida nos mercados bolsistas e nas expetativas de inflação (devido ao apoio da flexibilização monetária à atividade económica).

De um modo formal, estes três *drivers* macroeconómicos dos mercados são identificados através dos diferentes movimentos esperados entre as variáveis financeiras, tal como resumido no primeiro quadro.⁴

Os drivers macro em perspetiva histórica

Os resultados do modelo mostram que a natureza dos choques que dominam os mercados financeiros varia significativamente consoante o episódio histórico e a

1. O modelo baseia-se na proposta de Matteo Crimella da Goldman Sachs no artigo *French and Italian Spreads: A Tale of Macro, Policy and Politics*, de 2019.

2. Para as taxas de juro e as expetativas de inflação, consideramos a variação diária, em p. p., no encerramento da sessão; para os restantes, utilizamos a variação percentual diária do preço de fecho.

3. Utilizamos uma análise de componentes principais (PCA) das variações diárias normalizadas de todos os ativos.

4. Os três *drivers* correspondem às três primeiras componentes principais da PCA. A ressonância entre o peso atribuído pela PCA a cada variável financeira e a direção dos mercados financeiros (subidas ou descidas da bolsa, taxas de juro, etc.) determina qual dos três *drivers* «domina» uma sessão de mercado.

região. Na Zona Euro, os episódios de recessão (a crise financeira mundial, a crise da dívida soberana e a pandemia de COVID-19) foram claramente dominados por choques da procura, que representaram 40-50% dos períodos. Esta situação reflete um ambiente marcado pela deterioração do crescimento, pela queda do mercado bolsista e pela diminuição das expectativas de inflação. No entanto, as recentes crises geopolíticas apresentam uma dinâmica diferente. Durante a guerra da Ucrânia, o peso dos choques da oferta subiu para 33%, enquanto no atual episódio associado ao Irão subiu para 65%, o que comprova a elevada sensibilidade da Europa aos choques energéticos e da oferta. Nos Estados Unidos, durante as recessões económicas de 2008 e da pandemia também se observou um domínio dos choques da procura, embora em menor grau do que na Europa, enquanto os choques de política monetária desempenham um papel estruturalmente mais importante em toda a amostra.

Com efeito, durante a guerra na Ucrânia e, sobretudo, no recente episódio iraniano, o *driver* dominante dos mercados norte-americanos foi a política monetária, responsável por 33% e 40% das sessões, respetivamente. No seu conjunto, estes resultados sugerem que os mercados interpretam o choque iraniano principalmente como um risco de inflação do lado da oferta na Zona Euro, enquanto que nos EUA o canal predominante funciona através das suas implicações para a trajetória futura da Reserva Federal, dada a menor vulnerabilidade relativa da economia dos EUA a aumentos externos dos preços da energia, graças ao seu estatuto de produtor e exportador líquido de energia.

Comentários e notas técnicas sobre a metodologia e os modelos

Embora fora do foco deste artigo, o exercício produz detalhes aparentemente técnicos que, no entanto, oferecem «narrativas» que merecem ser comentadas.

Primeiramente, a leitura mais marcante é a diferença entre os choques de política monetária nos EUA e na Zona Euro.⁵ Embora os movimentos em ambas as regiões estejam na direção esperada, o exercício identifica diferentes sensibilidades e magnitudes entre as duas regiões. Os ativos de rendimento variável da Zona Euro são relativamente menos sensíveis, em termos globais, aos choques de política monetária, o que pode refletir o maior peso do setor financeiro nos índices bolsistas europeus (um setor que tende a beneficiar das subidas das taxas de juro, ao contrário dos restantes). Outra leitura semelhante é a baixa sensibilidade das expectativas de inflação aos

5. Tecnicamente, os choques numa região e na outra não são comparáveis, pelo menos quantitativamente, uma vez que têm pesos diferentes em ativos diferentes (e também não comparáveis).

Sessões dominadas por cada driver

(%)

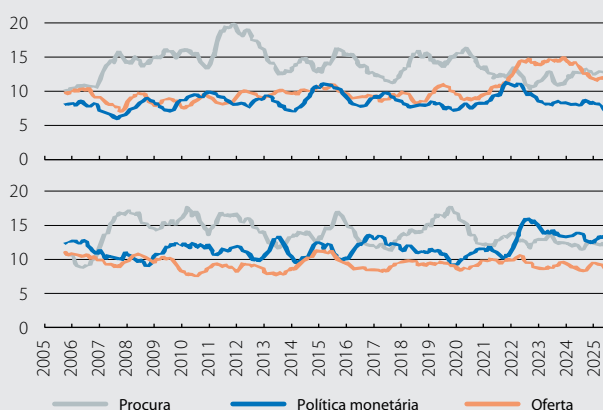
		Procura	Oferta	Política monetária
Crise financeira (01/01/2007-31/12/2009)	Zona Euro	41	13	8
	EUA	39	15	17
Crise da dívida soberana (01/01/2010-31/12/2012)	Zona Euro	47	13	13
	EUA	44	10	21
Crise da COVID (01/01/2020-31/12/2020)	Zona Euro	45	14	8
	EUA	40	10	16
Guerra da Ucrânia (01/01/2022-31/12/2022)	Zona Euro	23	33	20
	EUA	26	13	33
Guerra do Irão (01/03/2026-24/04/2026)	Zona Euro	3	65	8
	EUA	15	15	38
Amostra total	Zona Euro	36	20	12
	EUA	33	13	25

Nota: As percentagens não totalizam 100% porque há sessões dominadas por outros componentes com preponderância menos expressiva que não consideramos.

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

Evolução da importância dos drivers na Zona Euro (acima) e nos EUA (abaixo)

(%)



Nota: As séries correspondem às médias móveis da importância de cada driver nas últimas 200 sessões.

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

choques monetários identificados pelo modelo nos EUA, um resultado em linha com a literatura académica.⁶

Em segundo lugar, o exercício também permite avaliar a sensibilidade das classes de ativos a diferentes choques. A sensibilidade do capital próprio, por exemplo, é maior para os choques de procura do que para os choques de oferta. No caso do rendimento fixo, a sensibilidade varia consoante a região: na Zona Euro, é semelhante em magnitude aos choques da oferta e da procura, enquanto nos EUA é maior em resposta aos choques da procura.

6. Gürkaynak, R. S., Sack, B. e Wright, J. H. (2010). «The TIPS yield curve and inflation compensation». *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2(1), 70-92.

Por último, é difícil dissociar o movimento das mercadorias do movimento de outros ativos utilizando apenas os três *drivers* acima descritos. Se alargarmos o número de *drivers*, obtemos componentes com um menor poder explicativo agregado, mas que oferecem uma maior precisão nos ajustamentos entre ativos. Isto permite-nos observar como o ouro tem pesos elevados em *drivers* que, no passado, tinham pouca importância agregada, mas que recuperaram recentemente.⁷

7. Em termos técnicos, o PCA atribui um peso elevado ao ouro apenas na sétima componente, que até meados de 2024 não tinha grande poder explicativo. No entanto, em 2026, existem semanas em que esta componente é a que tem a maior importância agregada.

Taxas de juro (%)

	30-abril	31-março	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2026 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	2,15	2,15	0	0	-25
Euribor 3 meses	2,20	2,08	12	17	2
Euribor 12 meses	2,85	2,87	-2	61	77
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	2,50	2,51	0	49	73
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	2,64	2,62	3	52	91
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	3,04	3,00	3	18	54
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,50	3,51	-1	21	34
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,44	3,45	-1	29	39
EUA					
Fed funds (limite inferior)	3,50	3,50	0	0	-75
SOFR 3 meses	3,66	3,68	-2	1	-61
Dívida pública a 1 ano	3,71	3,65	5	24	-19
Dívida pública a 2 anos	3,87	3,79	8	40	22
Dívida pública a 10 anos	4,37	4,32	5	20	20

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	30-abril	31-março	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2026 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	60	72	-12	9,0	-7,0
Itraxx Financeiro Sénior	63	78	-15	8,2	-8,7
Itraxx Financeiro Subordinado	103	134	-31	10,0	-21,5

Taxas de câmbio

	30-abril	31-março	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2026 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,173	1,155	1,5	-0,1	3,0
EUR/JPY (ienes por euro)	183,700	183,380	0,2	-0,2	13,3
EUR/GBP (libras por euro)	0,862	0,873	-1,3	-1,1	1,6
USD/JPY (ienes por dólar)	156,590	158,720	-1,3	-0,1	10,0

Matérias-primas

	30-abril	31-março	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2026 (%)	Varição homóloga (%)
Índice Bloomberg de matérias primas	140,5	135,2	3,9	28,1	37,2
Brent (\$/barril)	114,0	118,4	-3,7	87,4	77,4
Ouro (\$/onça)	4.617,9	4.668,1	-1,1	6,9	39,2

Mercado acionista

	30-abril	31-março	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2026 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	7.209,0	6.528,5	10,4	5,3	29,6
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	5.881,5	5.569,7	5,6	1,6	13,9
Ibex 35 (Espanha)	17.781,0	17.049,6	4,3	2,7	33,0
PSI 20 (Portugal)	9.345,0	9.131,6	2,3	13,1	34,1
Nikkei 225 (Japão)	59.284,9	51.063,7	16,1	17,8	64,5
MSCI emergentes	1.600,2	1.397,2	14,5	13,9	44,7

A geopolítica prevalece sobre os dados económicos internacionais

No último mês, as atenções voltaram a centrar-se no Médio Oriente. No momento em que esta publicação é redigida, continua a pressão militar e económica em torno do Estreito de Ormuz, uma rota fundamental para o abastecimento mundial de petróleo, gás e produtos petrolíferos. O FMI, no seu relatório de previsões de abril, observa que, apesar do forte início de 2026 a nível mundial, existe o risco de um expressivo choque energético caso as hostilidades persistirem. O seu cenário de referência pressupõe uma normalização relativamente rápida, com um preço médio do petróleo de cerca de 80 dólares por barril em 2026, um crescimento do PIB mundial próximo dos 3% e uma subida da inflação de 0,3 p. p., alertando para o facto de cenários mais adversos ou severos poderem aproximar a economia mundial de cenários de estagnação.

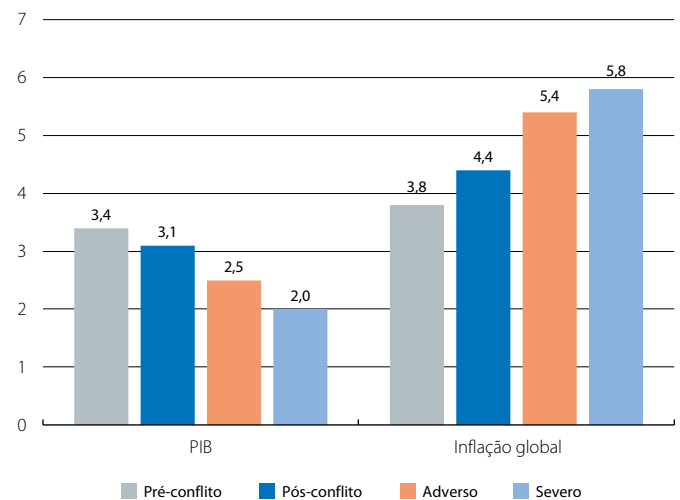
A Zona Euro partiu de uma situação relativamente frágil mesmo antes do conflito. O crescimento do PIB da Zona Euro diminuiu no 1T 2026 para 0,1% em cadeia (0,2% no trimestre anterior), no entanto, excluindo a Irlanda, o crescimento atingiria quase 0,2% (0,4% no 4T 2025). Por países, a Alemanha cresceu 0,3%, mas ainda não foram publicados os *hard data* importantes relativos a março (produção industrial, encomendas, exportações, etc.) que podem afetar o valor final do PIB. Itália cresceu 0,2% e França estagnou. O início do ano na Zona Euro foi modesto e confirma que a região se encontrava numa posição delicada para enfrentar o desafio do novo choque energético. Além disso, os últimos indicadores mostram que o início do 2T 2026 está a evidenciar ainda mais debilidades: em abril, os indicadores PMI caíram para níveis indicativos de recessão (-2,1 pontos para 48,6, sendo 50 o limiar) e o índice de sentimento económico da Comissão Europeia caiu nos últimos três meses, atingindo o seu nível mais baixo desde novembro de 2020 (93 pontos, sendo 100 a sua média histórica). Para atenuar o impacto do aumento dos preços da energia, as principais economias da Zona Euro optaram por medidas temporárias e específicas (ajudas diretas às famílias vulneráveis ou reduções de impostos), com um custo orçamental muito inferior ao da crise de 2022-2023.

Na Alemanha, o aumento dos preços da energia limitará o impacto do plano de infraestruturas, que tem dificuldade em arrancar: a despesa federal total acumulada até março aumentou quase 6,0% em termos homólogos, mas a despesa em infraestruturas é ainda 14% inferior à do ano anterior. O otimismo em relação à economia alemã continua a arrefecer: em abril, o ZEW confirmou um aumento acentuado da proporção de investidores inquiridos que esperam uma nova deterioração da situação (quase 35 p. p. em dois meses, para mais de 38% dos inquiridos) e o Ifo voltou a cair para o valor mais baixo desde junho de 2009 (84,4, sendo 100 a sua média histórica). Inclusive o Governo reduziu para metade a sua previsão de crescimento para 2026, para 0,5%.

Entretanto, Itália, com a sua maior exposição aos combustíveis fósseis (estes geram quase metade da eletricidade que o país consome), sentirá de modo mais acentuado o impacto dos aumentos dos preços da energia nos meses centrais do ano, e França que já estava a estagnar antes do conflito, não se espera que recupere substancialmente (o consensus dos analistas aponta para um crescimento do PIB de 0,1%-0,2% em cadeia daqui para a frente). Adicionalmente, a capacidade de ambas as economias apoiarem a política orçamental é condicionada pela debilidade das suas finanças públicas.

FMI: PIB e inflações globais para 2026

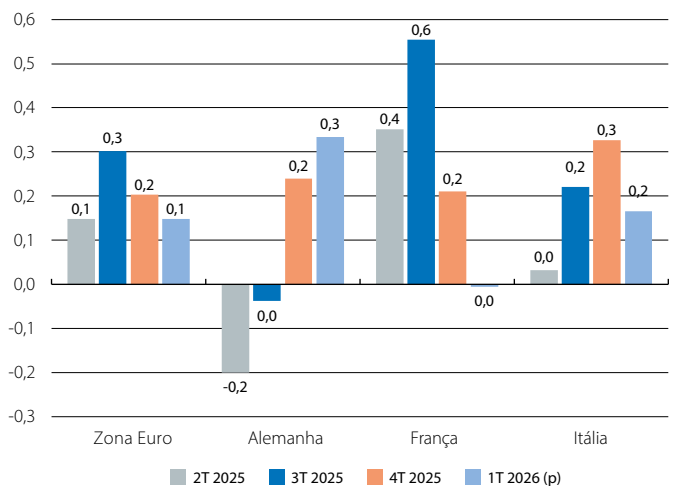
Variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados do FMI (WEO), abril de 2026.

Zona Euro: PIB

Variação em cadeia (%)

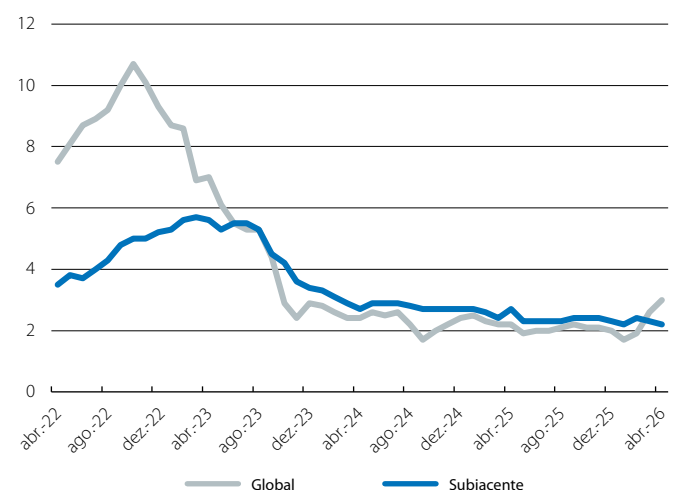


Nota: (p) Dados preliminares.

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

Zona Euro: IHPC

Variação homóloga (%)



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

A inflação global da Zona Euro aumentou 0,4 p. p. para 3,0% em abril, impulsionada pela energia (10,9% em termos homólogos em abril vs. 5,1% em março), enquanto a inflação subjacente diminuiu 0,1 p. p. para 2,2%. Existe o risco de novas subidas da inflação: as componentes de preços dos PMI tornaram-se mais rigorosas desde o conflito no Médio Oriente e as expetativas de inflação no índice de sentimento da Comissão estão no seu nível mais elevado desde o segundo semestre de 2022.

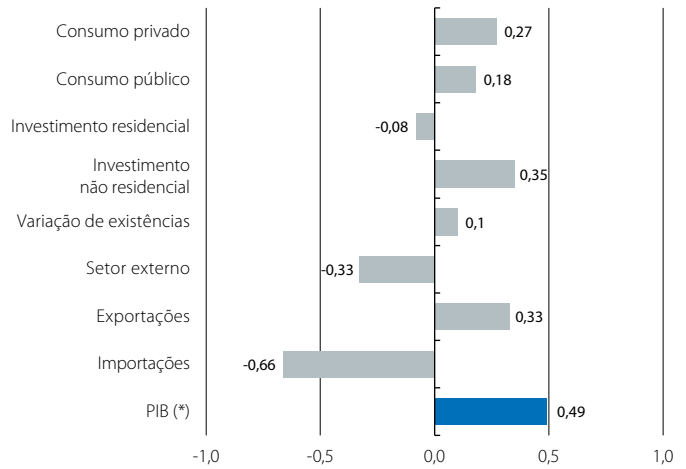
Os EUA começaram o ano com um impulso notável, o que lhes dá uma vantagem para enfrentar o atual choque energético. A economia dos EUA superou o impacto do *shutdown*: depois de 0,1% em cadeia no 4T 2025, cresceu 0,5% no 1T 2026. O consumo privado manteve um bom avanço, enquanto a despesa pública se reativou com a normalização da sua atividade (1,1% vs. -1,4%). O principal fator foi o investimento em capital fixo (1,5% vs. 0,4%), impulsionado pelo desenvolvimento contínuo do investimento associado ao progresso da IA: o investimento em equipamento informático, *software* e I&D contribuiu com quase 0,5 p. p. para o crescimento do PIB em cadeia. Esta evolução da IA está também a impulsionar as importações (5,0% vs. -0,2%), o que explica que a procura externa esteja a retirar 0,3 p. p. ao crescimento.

Os últimos indicadores de opinião e de clima empresarial antecipam que este dinamismo se mantenha, pelo menos, no início do 2T. Em abril, os PMI, tanto nos serviços como na indústria transformadora, melhoraram e consolidaram-se em referências compatíveis com taxas de crescimento semelhantes ou ligeiramente superiores às alcançadas no 1T. Esta mensagem é reforçada, especialmente no setor da indústria transformadora, por um ISM que permanece no seu nível mais elevado desde agosto de 2022, graças ao aumento das encomendas.

Este otimismo do setor empresarial contrasta com as dúvidas dos consumidores: os aumentos acentuados dos preços dos combustíveis (a gasolina subiu mais de 33% no ano até abril e ultrapassou os 4 dólares por galão, o valor mais elevado desde agosto de 2022) e o aumento da inflação afetaram a confiança dos consumidores (a confiança do Michigan caiu em abril para o valor mais baixo desde o verão de 2022). A inflação global em março recuperou 0,8 p. p. para 3,3%, impulsionada pelos preços da energia (12,6% vs. 0,4%), enquanto a inflação subjacente aumentou 0,1 p. p., para 2,6%. O aumento acentuado das componentes de preços dos principais indicadores do clima empresarial em março e abril aponta para novos aumentos da inflação nos próximos meses.

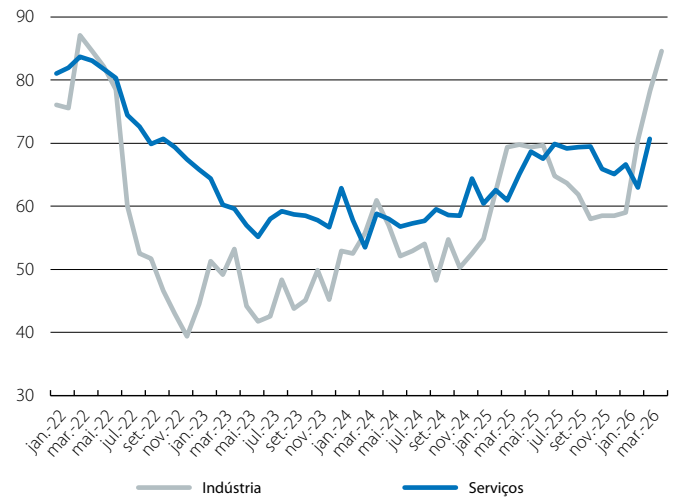
A China está a ter um bom começo este ano. O PIB registou um crescimento trimestral em cadeia de 1,3% no 1T 2026 (1,2% no 4T 2025) e um crescimento anual de 5,0%, ligeiramente superior ao esperado. Todavia, a procura interna continua a ser frágil: o consumo está a abrandar e o investimento, embora tenha deixado para trás as quedas de 2025, permanece em níveis historicamente baixos, sobrecarregado pelo setor imobiliário. Por outro lado, a produção industrial e as exportações estão a crescer fortemente, impulsionadas por produtos de elevado valor acrescentado, como os semicondutores e os automóveis, que deverão continuar a beneficiar do *boom* de investimento relacionado com IA. O bom desempenho dos principais indicadores do clima empresarial em abril sugere que esta dinâmica económica se manterá no início do 2T. A inflação mantém-se sob controlo, graças aos níveis iniciais já baixos e às medidas tomadas para contrariar o aumento dos preços da energia: em março, a inflação global caiu 0,3 p. p., para 1,0%, e a subjacente 0,7 p. p., para 1,1%.

EUA: PIB e componentes do 1T 2026
Contribuição para o crescimento em cadeia (p. p.)



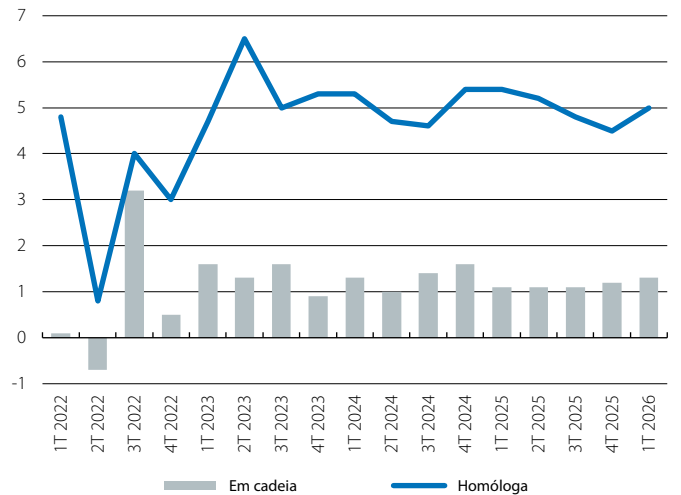
Nota: * Variação em cadeia.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Bureau of Economic Analysis.

EUA: ISM
Índice (aumento >50; <50 diminuição)



Fonte: BPI Research, a partir de dados do ISM.

China: PIB
Variação (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados do National Bureau of Statistics of China.

Sombras (e alguma luz) do declínio industrial europeu

A proposta de Lei do Acelerador Industrial, (*Industrial Accelerator Act*), apresentada pela Comissão Europeia no início de março, articula a sua resposta ao declínio industrial da UE em torno de um conjunto de objetivos quantitativos: um deles mais geral, por forma a aumentar o peso do setor para 20% do PIB até 2035 (14% em 2025), e outros mais específicos, destinados a aumentar a capacidade produtiva e a reduzir as dependências estratégicas em segmentos críticos, incluindo requisitos mínimos de conteúdo europeu e limiares máximos para países terceiros no investimento direto estrangeiro e nos contratos públicos. Esta abordagem corre o risco de a substituição das importações resultar em fatores de produção mais caros e numa maior erosão da competitividade, sem colmatar as lacunas estruturais em termos de investimento, escala e posicionamento nas cadeias de valor para a dupla transição ecológica e digital.¹ Os choques acumulados desde 2020 – COVID-19, guerra na Ucrânia, tensões energéticas e comerciais – intensificaram a perda de dinamismo industrial europeu, mas não o explicam por si só. Neste contexto, a solução não consiste em fixar limiares numéricos, mas em criar as condições financeiras, regulamentares e de mercado necessárias para inverter as tendências que conduziram ao declínio industrial da Europa.²

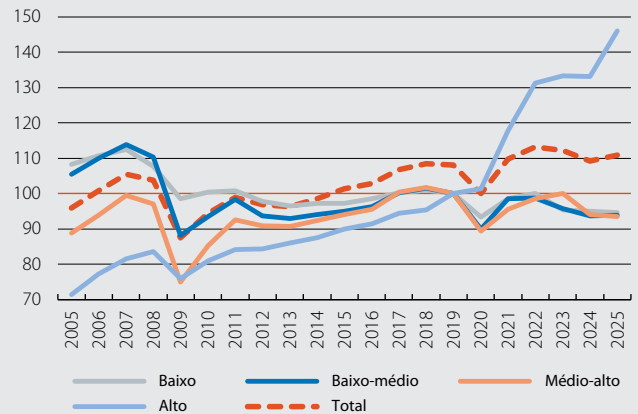
Fraqueza estrutural generalizada apesar do impulso tecnológico

Desde a crise financeira mundial, a indústria europeia tem demonstrado sinais de fraqueza e encontra-se muito exposta a sucessivos choques. O volume de produção em 2025 foi apenas 5% superior ao de 2007, resultado de um crescimento médio anual inferior a 0,3% (ver primeiro gráfico). Este padrão é generalizado no setor, mas podem ser observadas algumas dinâmicas diferenciadas por grupos de ramos produtivos. Deste modo, o declínio acumulado entre 15% e 20% na produção das indústrias de baixo e médio conteúdo tecnológico destaca-se como negativo. Dada a maior relevância dos custos de produção como elemento competitivo na maioria destas indústrias (vestuário, calçado e mobiliário, entre outras), a sua debilidade aponta para um ajustamento estrutural resultante de uma concorrência mais intensa por parte da Ásia, liderada pela China desde a sua entrada na OMC em 2001. Noutros casos, como o da metalurgia, a perda de competitividade externa foi agravada pelos auxílios estatais, por um quadro regulamentar mais flexível e por um melhor acesso às matérias-primas nos países concorrentes.³

Ainda mais preocupante é a estagnação prolongada dos segmentos de média-alta tecnologia (produtos químicos, máquinas e equipamento de transporte, incluindo o auto-

UE: produção industrial por conteúdo tecnológico

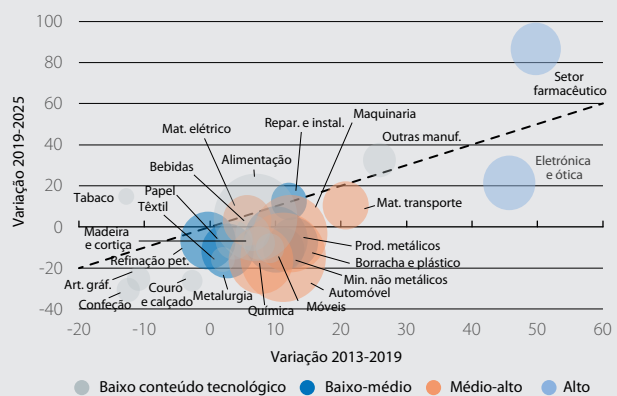
Volume (índice 100 = 2019)



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

UE: produção por indústria transformadora

Volume (%)



Nota: Área da bolha proporcional ao valor da produção em 2019.

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

móvel), que representam o núcleo da indústria europeia tradicional e são responsáveis por uma parte significativa dos funcionários do setor. Por outro lado, as indústrias de alta tecnologia (farmacêutica, eletrónica e aeronáutica) registam um desempenho muito favorável, com um aumento médio anual da produção superior a 3% nos últimos 20 anos, o que levou a uma duplicação da sua parte no total da indústria (para 17% em 2025).

A heterogeneidade por conteúdo tecnológico torna-se ainda mais evidente quando se analisa a evolução por ramos produtivos: os avanços de alguns segmentos líderes não conseguiram impulsionar uma melhoria generalizada do tecido produtivo (ver o segundo gráfico). Na maioria dos casos, mesmo antes da COVID-19 (2013-2019), o crescimento foi insuficiente para recuperar as perdas acumuladas em crises anteriores e, desde 2020, predominam os declínios mais acentuados ou as recuperações incompletas. A título de exemplo, ramos como o mobiliário, a borracha e os plásticos, os minerais não metálicos (sobretudo materiais de

1. Ver Zettelmeyer, J. (2025). «Draghi on a shoestring: the European Commission's Competitiveness Compass».

2. Ver Focus «Até que ponto a UE avançou com a Bússola para a Competitividade?» no IM04/2026.

3. OCDE (2025). «Perspetivas do aço 2025».

construção), os produtos químicos ou a indústria automóvel passaram de um crescimento médio de 1,5%-2% por ano antes da pandemia para um declínio de cerca de 2% até 2025, em todos os casos abaixo dos níveis de produção de há 10 anos (e, em alguns casos, de há 20 anos).

Indústria automóvel e alta tecnologia: dois padrões geográficos distintos

A indústria automóvel, precisamente um dos ramos industriais com a evolução recente mais negativa, apresenta uma das fraturas territoriais mais evidentes na indústria europeia. Entre 2019 e 2025, o declínio agregado da produção não foi homogéneo: vários países da Europa de Leste apresentam um desempenho relativamente mais favorável, enquanto as grandes economias industriais, como a Alemanha e a Itália, registam descidas mais acentuadas (ver terceiro gráfico). Este padrão reflete uma especialização produtiva muito marcada em países como a Polónia ou a República Checa, bem como a sua profunda inserção nas cadeias de valor da Europa Central, onde a indústria automóvel mantém um peso elevado, enquanto o setor *core* sofre mais intensamente a perda de competitividade e os ajustamentos derivados da transição tecnológica e das mudanças regulamentares associadas à descarbonização.⁴

Em contraste com a indústria automóvel, o desempenho da indústria de alta tecnologia apresenta menos divergências geográficas, com uma dinâmica relativamente generalizada entre os países, coerente com a evolução agregada favorável deste segmento nos últimos 20 anos (ver quarto gráfico). A intensidade é, no entanto, desigual, com uma força acentuada em ramos como o farmacêutico – que impulsionou economias como a Irlanda e a Dinamarca –⁵ em contraste com o progresso mais modesto em países impulsionadores da UE, como a Alemanha e a França, e a perda geral de intensidade na produção de equipamento eletrónico, precisamente no auge do *boom* da inteligência artificial.⁶

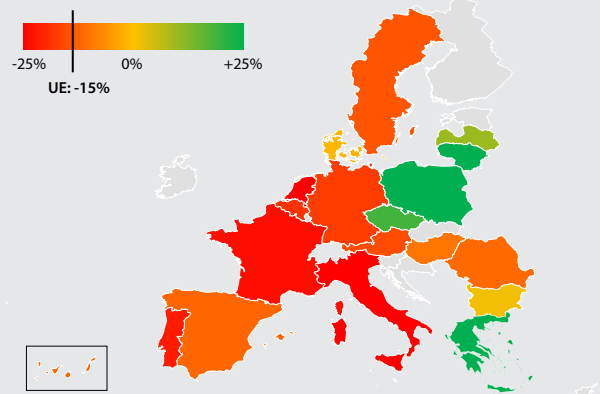
Dependências externas e limites da integração industrial europeia

A decomposição da procura final da UE por origem do valor acrescentado da indústria transformadora, com base na base de dados TiVA (*Trade in Value-Added*) da OCDE, fornece uma panorâmica das dependências externas da indústria europeia. Embora esta informação seja publicada com algum desfasamento temporal (o último ano disponível é 2022), os padrões que emergem são claramente estruturais.⁷ A comparação com 2016 (ponto médio do período 2013-2019) confirma que a maioria dos ramos da indústria

4. Ver McKinsey & Company (2025). «Uma nova “ERA”: um plano de ação para a indústria automóvel europeia».
 5. Ver artigo «Caracterização do ciclo económico na UE: nem transversal, nem sólido» no IM01/2026.
 6. Ver artigo «Estratégias diferenciadas para governar a IA: rumo à cooperação ou ao conflito?», no Dossier desta publicação.
 7. Ver Marschinski, R. e Martínez-Turégano, D. (2020) «The EU's shrinking share in global manufacturing: a value chain decomposition analysis», National Institute Economic Review, n.º 252.

Produção na indústria automóvel

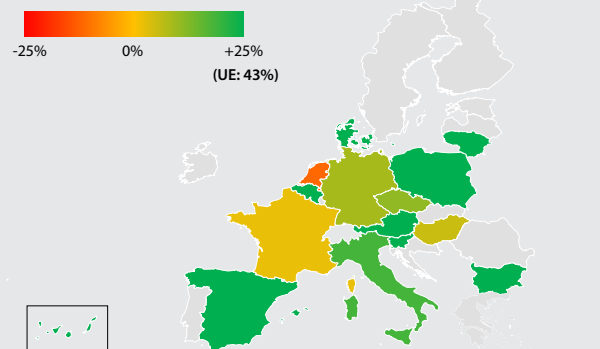
Volume (variação 2019-2025 em %)



Nota: Dados confidenciais não disponíveis para os países a cinzento.
 Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

Produção de produtos de conteúdo de alta tecnologia

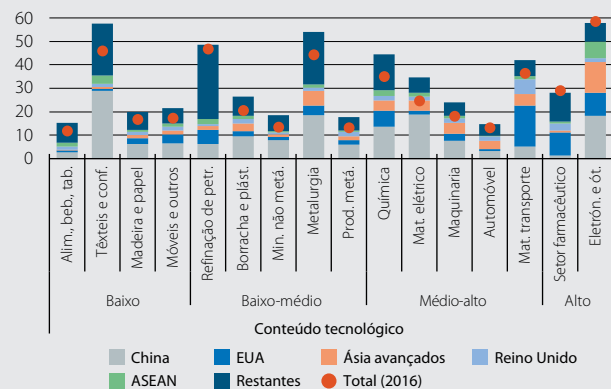
Volume (variação 2019-2025 em %)



Notas: Inclui o fabrico de produtos farmacêuticos, o fabrico de produtos informáticos, eletrónicos e óticos e a construção de aeronaves e espaço e maquinaria relacionada.
 Dados confidenciais não disponíveis para os países a cinzento.
 Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

UE: valor acrescentado da indústria transformadora na procura final (2022)

(por país/região de origem fora da UE, em %)



Notas: Valor acrescentado da indústria transformadora de países terceiros em percentagem do valor acrescentado total da indústria transformadora na procura final total da UE. Ásia avançados inclui Japão, Coreia e Taiwan.
 Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat

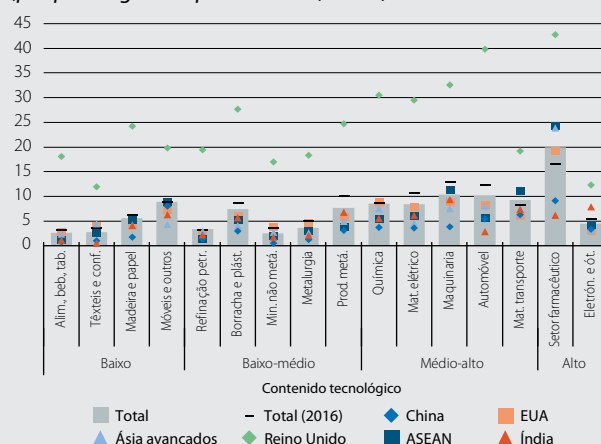
transformadora, incluindo os de elevado conteúdo tecnológico, já incorporava nessa altura uma percentagem muito elevada de valor acrescentado proveniente de fora da UE, sendo a China a principal origem, e em muitos casos estas percentagens tinham aumentado até 2022 (ver quinto gráfico). Esta dependência é observada em todas as principais economias da UE (especialmente nas cadeias de produção centradas na Alemanha) e é mais intensa nas indústrias altamente globalizadas. Por exemplo, a eletrónica e a ótica, bem como os têxteis e o vestuário, destacam-se pela sua elevada dependência externa: em ambos os ramos, cerca de 60% do valor acrescentado na procura final da UE é fornecido por países extra-comunitários (com a China a contribuir com cerca de 20 e 30 pontos, respetivamente).

A leitura complementar, a partir do destino do valor acrescentado da indústria transformadora europeia, reforça esta assimetria. A integração da UE nas cadeias de valor globais centra-se em grande medida nos mercados avançados, em especial nos EUA em termos absolutos e no Reino Unido em termos relativos, enquanto a sua presença na procura final da indústria transformadora asiática é comparativamente pequena (ver sexto gráfico). Por exemplo, do valor acrescentado industrial total incorporado na procura final da China em 2022, a UE representou menos de 3%, o que evidencia a sua dificuldade em conquistar uma posição nos mercados asiáticos. Globalmente, a percentagem europeia do valor acrescentado da indústria transformadora incorporado na procura final do resto do mundo foi inferior a 7% em 2022, quase 1 ponto abaixo do registado em 2016.

O diagnóstico que emerge é claro e não é acomodatório. A indústria europeia enfrenta uma fraqueza estrutural que não pode ser explicada apenas pelos choques recentes e não pode ser corrigida por objetivos quantitativos agregados. Existem capacidades tecnológicas e nichos de mercado, mas o seu âmbito é limitado e a sua tração insuficiente. Ao mesmo tempo, a integração internacional assimétrica aumentou as dependências externas em setores-chave, amplificando as vulnerabilidades num ambiente geopolítico cada vez mais fragmentado. A agenda de reformas aberta pela Bússola para a Competitividade, da qual a Lei do Acelerador Industrial faz parte, só será eficaz se abordar diretamente os estrangulamentos no investimento, na escala e no mercado interno que há anos travam a indústria europeia. De outro modo, corre-se o risco de persistir numa estratégia bem intencionada mas incapaz de inverter tendências profundas.

UE: valor acrescentado da indústria transformadora (2022)

(por país/região de procura final, em %)



Notas: Valor acrescentado da indústria transformadora da UE como percentagem do valor acrescentado total da indústria transformadora na procura final total para cada país/oriagem. O total exclui a procura final na UE.

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

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

ESTADOS UNIDOS

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	02/26	03/26	04/26
Atividade									
PIB real	2,8	2,1	2,1	2,3	2,0	2,7	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	3,4	4,5	4,9	4,6	3,9	4,4	4,4	4,2	...
Confiança do consumidor (valor)	104,5	96,1	93,1	97,4	94,2	90,7	91,0	92,2	92,8
Produção industrial	–0,7	1,1	0,5	1,7	1,6	1,2	1,2	0,7	...
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	48,2	48,9	48,8	48,7	48,2	52,6	52,4	52,7	52,7
Habitções iniciadas (milhares)	1.371	1.356	1.354	1.346	1.323	1.419	1.356	1.502	...
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	330	339	338	338	341	...	343	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	4,0	4,3	4,2	4,3	4,5	4,3	4,4	4,3	...
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,1	59,8	59,8	59,6	59,7	59,3	59,3	59,2	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–2,8	–3,4	–3,6	–3,4	–3,0	–2,5	–2,5	–2,2	...
Preços									
Taxa de inflação global	2,9	2,6	2,4	2,9	2,7	2,7	2,4	3,3	...
Taxa de inflação subjacente	3,4	2,9	2,8	3,1	2,6	2,5	2,5	2,6	...

JAPÃO

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	02/26	03/26	04/26
Atividade									
PIB real	–0,2	1,2	2,1	0,7	0,4	...	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	37,2	34,7	33,2	34,8	36,7	36,9	39,7	33,3	32,2
Produção industrial	–3,0	0,1	0,1	–1,1	–1,3	1,1	0,4	0,5	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	12,8	13,5	13,0	14,0	15,0	17,0	–	–	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,5	2,5	2,5	2,5	2,6	2,7	2,6	2,7	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–1,0	–0,6	–0,7	–0,5	–0,4	...	–0,3	...	...
Preços									
Taxa de inflação global	2,7	3,2	3,4	2,9	2,7	1,4	1,3	1,4	...
Taxa de inflação subjacente	2,4	3,0	3,2	3,2	3,0	2,6	2,6	2,5	...

CHINA

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	02/26	03/26	04/26
Atividade									
PIB real	5,0	5,0	5,2	4,8	4,5	5,0	–	–	–
Vendas a retalho	3,3	3,8	4,4	2,4	0,7	2,4	2,8	1,7	...
Produção industrial	5,6	5,9	6,2	5,8	5,0	6,0	6,3	5,7	...
PMI indústrias (oficial)	49,8	49,6	49,4	49,5	49,4	49,6	49,0	50,4	50,3
Setor externo									
Balança comercial ^{1,2}	997	1.191	1.146	1.175	1.191	1.183	1.234	1.183	...
Exportações	4,6	5,5	6,0	6,5	3,8	14,5	39,4	2,3	...
Importações	1,0	0,1	–0,8	4,6	3,1	22,7	13,9	27,8	...
Preços									
Taxa de inflação global	0,2	0,1	0,0	–0,2	0,6	0,8	1,3	1,0	...
Taxa de juro de referência ³	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Renminbi por dólar	7,2	7,2	7,2	7,2	7,1	6,9	6,9	6,9	6,8

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	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	02/26	03/26	04/26
Vendas a retalho (<i>variação homóloga</i>)	1,2	2,4	3,1	2,0	2,2	...	1,7	...	...
Produção industrial (<i>variação homóloga</i>)	-2,9	1,5	1,2	1,5	1,9	...	-0,6	...	...
Confiança do consumidor	-12,6	-13,4	-14,1	-13,6	-12,9	-13,8	-12,4	-16,4	-20,6
Sentimento económico	95,9	95,9	95,0	96,0	97,1	97,6	97,8	96,2	93,0
PMI indústrias	45,9	49,1	49,3	50,1	49,5	50,7	50,8	51,6	52,2
PMI serviços	51,5	51,3	50,1	50,9	53,0	51,2	51,9	50,2	47,6
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (<i>variação homóloga</i>)	1,0	0,7	0,7	0,6	0,7	...	-	-	-
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,2	6,3	6,2	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,4	3,8	3,7	3,8	3,9	4,0	4,0	4,0	...
França (% pop. ativa)	7,4	7,7	7,6	7,7	7,9	7,7	7,7	7,7	...
Itália (% pop. ativa)	6,6	6,1	6,3	6,0	5,7	5,3	5,4	5,2	...
PIB real (<i>variação homóloga</i>)	0,9	1,5	1,6	1,4	1,2	0,8	-	-	-
Alemanha (<i>variação homóloga</i>)	-0,5	0,3	0,4	0,3	0,4	0,3	-	-	-
França (<i>variação homóloga</i>)	1,1	0,9	0,8	1,0	1,3	1,1	-	-	-
Itália (<i>variação homóloga</i>)	0,6	0,7	0,4	0,7	0,9	0,7	-	-	-

Preços

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	02/26	03/26	04/26
Inflação global	2,4	2,1	2,0	2,1	2,1	2,0	1,9	2,6	3,0
Inflação subjacente	2,8	2,4	2,4	2,3	2,4	2,3	2,4	2,3	2,2

Setor externo

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	02/26	03/26	04/26
Balança corrente	3,4	2,2	2,7	2,4	2,2	...	2,4	...	...
Alemanha	5,9	4,5	5,0	4,7	4,5	...	4,6	...	...
França	0,1	-0,3	-0,2	-0,5	-0,3	...	-0,3	...	...
Itália	1,1	1,1	0,9	1,1	1,1	...	1,3	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	94,2	96,1	96,2	97,9	97,5	97,2	97,3	96,8	97,4

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	02/26	03/26	04/26
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	0,8	2,7	2,6	2,9	3,0	3,0	3,0	3,2	...
Crédito às famílias ^{2,3}	0,5	2,2	2,1	2,5	2,9	3,0	3,0	3,0	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	4,9	3,4	3,4	3,2	3,3	3,3	3,2	3,4	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	4,6	3,7	3,7	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5	...
Depósitos									
Depósitos à ordem	-3,9	5,0	5,3	5,5	5,4	5,4	5,3	5,0	...
Outros depósitos a curto prazo	12,4	-0,1	-0,1	-1,5	-1,0	-0,1	0,2	-0,1	...
Instrumentos negociáveis	20,0	7,7	11,0	4,4	0,9	1,5	-1,3	4,5	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	3,0	1,9	1,9	1,7	1,8	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.

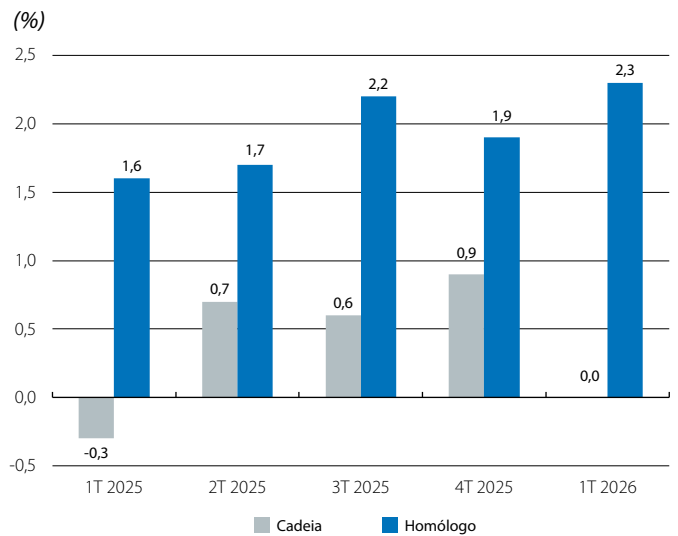
Os impactos do conflito começam a ser visíveis

Economia estagna no 1T. As tempestades de fevereiro e o impacto inicial da guerra no Irão contribuíram para a estagnação do PIB nos primeiros três meses do ano. Este comportamento refletiu a deterioração do contributo da procura externa, com recuperação das importações, provavelmente de bens de investimento. Com efeito, o contributo da procura interna passou a positivo, via aceleração do investimento (formação bruta de capital) que, no 4T 2025, tinha contraído em resultado da queda significativa na FBCF em equipamento de transporte e existências. Em termos homólogos, o PIB avançou 2,3%, mais 4 décimas do que no 4T. Este dado, associado ao aumento da incerteza por materialização dos riscos geopolíticos (conflito no Médio Oriente) e consequente aumento dos preços de energia tem impacto desfavorável na atividade ao longo dos próximos meses. Neste cenário, é provável que o rendimento disponível das famílias diminua (em termos reais) e que os custos de financiamento aumentem, tanto para particulares como para empresas; acresce que o aumento da incerteza propicia o adiamento de projetos de investimento e/ou decisões de consumo, colocando riscos em baixa à nossa previsão atual para o crescimento do PIB real em 2026 (2,1%). No mesmo sentido, a componente externa pode ser negativamente impactada pelo expectável aumento do défice energético, em resultado do aumento dos preços do Brent e do gás, e menor contributo das exportações afetadas por menor procura em alguns dos principais parceiros comerciais. Olhando para o indicador de sentimento económico da Comissão Europeia de abril, as perspetivas mostram-se pouco animadoras no início do 2T. Este indicador caiu para 100,4 pontos (pouco acima do nível indicativo de expansão), devido à quebra significativa da confiança nos consumidores e no setor industrial. Por fim, o 2T inicia em ambiente de grande incerteza negativamente pressionado pelo aumento dos preços dos combustíveis e ainda sem evidência do impacto positivo que poderá vir dos esforços de reconstrução das zonas afetadas pelas tempestades.

Inflação dispara em abril. A estimativa rápida do INE indica que em abril a inflação global avançou 0,7 p. p. face ao dado de março, superando a fasquia dos 3% (3,4%). A inflação subjacente também aumentou mas de forma mais moderada, +0,2 p. p. para 2,2%. Mais de 40% do incremento do IPC global é explicado pelo aumento muito forte da inflação dos produtos energéticos (taxa de 11,7%) e dos produtos alimentares não transformados (taxa de 7,5%). Estes aumentos, especialmente na energia, são indissociáveis do conflito no Médio Oriente e da disrupção nos mercados energéticos. Assim, tendo em conta este dado e a incerteza face à resolução do conflito, iremos proceder à revisão em alta da nossa previsão para a inflação média em 2026.

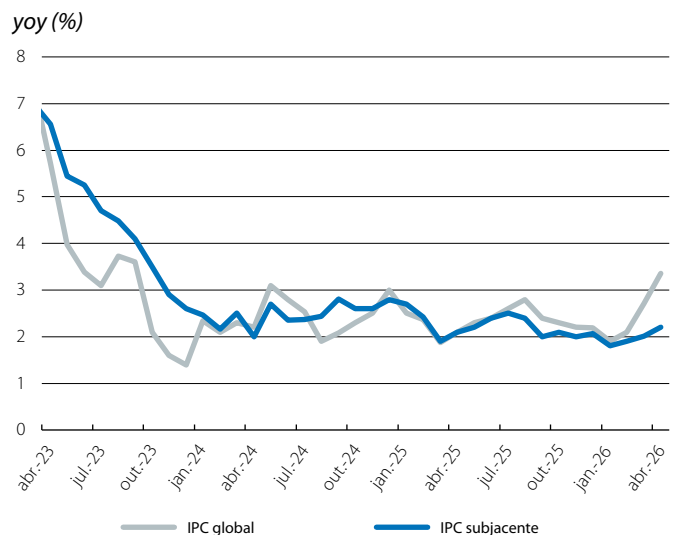
Emprego continua a crescer, mas a um ritmo menor. No 1T, a taxa de desemprego comportou-se como o esperado, aumentando em cadeia em 0,3 p. p., para 6,1% (o que compara com 6,6% no 1T 2025). Por sua vez, o emprego continuou a crescer no 1T (2,3% homólogo), um sinal positivo, mas que não deixa de evidenciar uma desaceleração face ao ritmo de crescimento regista-

Crescimento do PIB real



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

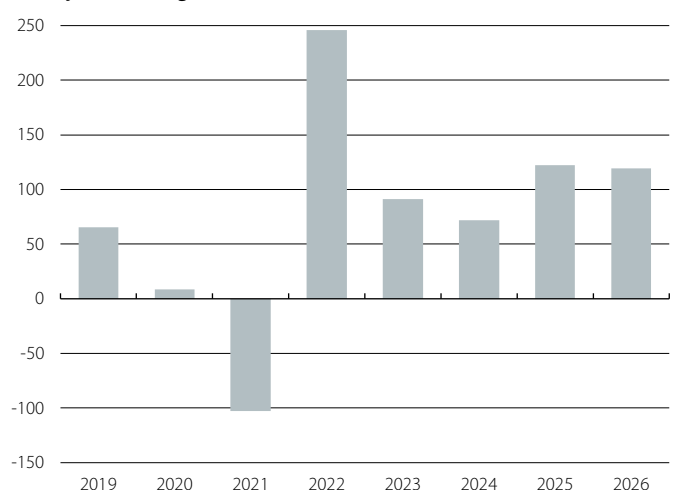
IPC



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

População empregada

Varição homóloga no 1T de cada ano (milhares de indivíduos)



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

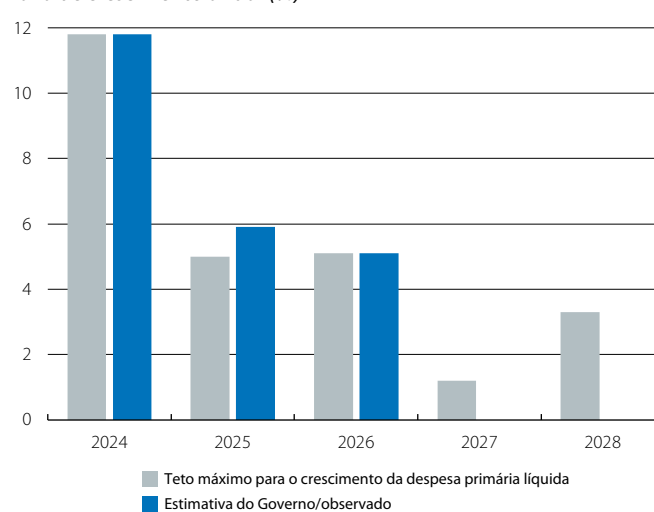
do em 2025 (3,2% no conjunto do ano). O dado acabou por nos surpreender pela negativa, uma vez que antecipávamos que o ritmo de crescimento do emprego no 1T rondasse os 3%, o que poderá implicar uma revisão em baixa da nossa previsão para o conjunto do ano (atualmente em 1,9%), com impacto potencialmente desfavorável na taxa de desemprego. Para os próximos meses, as empresas mantêm-se otimistas quanto às perspetivas de emprego: depois de uma redução em março em todos os sectores, provavelmente a refletir o efeito da maior incerteza quanto ao desenrolar do conflito no Médio Oriente, em abril, os indicadores voltaram a recuperar, afirmando-se claramente acima da média histórica no caso da construção, serviços e comércio. Isto parece apontar para uma evolução positiva do emprego, suportando a nossa perspetiva moderadamente favorável.

O comboio de tempestades e o conflito no Médio Oriente levam o Governo a rever ligeiramente em baixa a expectativa para o saldo orçamental.

No Relatório Anual de Progresso, o Executivo antecipa um saldo nulo para 2026, depois da expectativa de um ligeiro excedente de 0,1% do PIB inscrito no OGE 2026. A justificação prende-se com as tempestades que assolaram o país no início do ano (com impacto estimado nas contas públicas de 0,4% do PIB) e o conflito no Médio Oriente (onde se destaca o apoio em sede de ISP, que o Governo estima rondar os 0,1% do PIB). No entanto, a nossa visão é de um cenário menos otimista, mantendo a expectativa de que 2026 traga um ligeiro défice orçamental (ver o focus «O clima e a geopolítica ensombram o excedente orçamental», neste IM). Perante este contexto, o Governo considera que as regras fiscais europeias manter-se-ão com sinal positivo: em 2025, estima que tenha havido um desvio do crescimento da despesa primária líquida de 0,3 p. p. do PIB, em linha com o desvio permitido anualmente; para 2026, o Executivo espera que a despesa primária líquida cresça em linha com o acordado junto da Comissão Europeia (5,1%), não estando à espera de desvio adicional este ano. Adicionalmente, espera que o rácio de dívida pública diminua 2,1 p. p. em 2026, superando os 1 p. p. exigidos no âmbito das novas regras fiscais para países cujo rácio ultrapasse os 90% do PIB (situação na qual Portugal se encontrava em 2023).

A carteira de crédito ao sector privado não financeiro voltou a acelerar em março. Mais concretamente, aumentou 7,7% homólogo (face a 6,8% no mês anterior), com a carteira de crédito à habitação a aumentar 9,9% homólogo. Para este dinamismo concorrem as novas operações, que aumentaram 11,3% homólogo no acumulado do 1T, dos quais mais de 1.400 milhões de euros são relativos à concessão de crédito para habitação própria e permanente com garantia jovem. Também os outros segmentos de crédito aceleraram em março: a carteira das empresas não financeiras aumentou 4,3% homólogo (2,7% em fevereiro) e a de consumo & outros fins acelerou para 8,4% (face a 7,2% no mês anterior). Esta dinâmica pode ser influenciada pelos novos empréstimos (34,5% e 13,0% homólogo no acumulado do 1T, respetivamente) e o impacto das moratórias concedidas às famílias e empresas afetadas pelas tempestades nas regiões em estado de calamidade. As perspetivas para o 2T reportadas pelos bancos no Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito apontam para um aumento da procura por parte das PME e uma redução da procura por parte dos particulares, com especial destaque para a habitação.

Trajetória para a despesa pública primária líquida
Taxa de crescimento anual (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Relatório Anual de Progresso.

Carteira de crédito ao sector privado não financeiro
Taxa de variação homóloga (%)



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

O clima e a geopolítica ensombram o excedente orçamental

As contas públicas voltaram a exceder as expectativas em 2025, mas 2026 é de novo um ano de desafios: para além das consequências do comboio de tempestades que assolou parte do país no início do ano, também o conflito no Médio Oriente obriga o Governo a tomar medidas adicionais para ajudar as famílias e empresas. Perante este contexto, as contas públicas portuguesas vão continuar a surpreender pela positiva?

As contas públicas encerram 2025 com chave de ouro...

As contas públicas portuguesas voltaram a exceder todas as expectativas: o saldo orçamental terminou 2025 acima do esperado pelo Governo (0,7%, face à previsão de 0,3% do PIB) e acabou até por superar ligeiramente o excedente de 2024 (0,6%). A surpresa positiva é explicada pela execução acima do esperado da receita fiscal e contributiva (+0,6 p. p. do PIB face à última estimativa do Governo, inscrita no Orçamento de Estado para 2026, ou seja, mais 1.796 milhões de euros), e, em sentido contrário, à menor execução da outra despesa corrente e investimento (-0,8 p. p. face à última estimativa do Governo). Em suma, o crescimento da receita acabou por superar ligeiramente o da despesa (6,7% e 6,6%, respetivamente).

Qual o destino deste excedente? A Lei de Enquadramento Orçamental (artigo 21º) estipula que os excedentes devem ser usados para amortizar dívida pública caso o rácio supere o valor de referência (60% do PIB). Esta amortização poderá resultar numa poupança com juros (possivelmente em torno de 70 milhões de euros em 2026) e contribui para uma avaliação positiva dos investidores internacionais e das agências de *rating* (o que permite, no atual contexto, que o prémio de risco se mantenha ligeiramente acima dos 40 p. b., o mais baixo entre os países periféricos) e consequentes efeitos positivos no custo de financiamento do Estado, empresas e famílias.

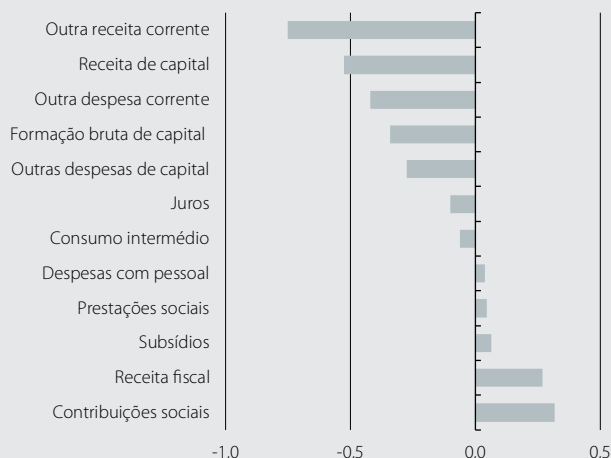
Apesar de não haver uma transposição direta entre a surpresa orçamental de 2025 e as contas de 2026, uma parte da boa execução do ano passado pode ter impactos positivos este ano. Neste sentido, considerando a execução de 2025, a evolução do PIB esperada para este ano e sem medidas adicionais, o saldo orçamental de 2026 beneficia de uma «folga» que poderá rondar os 900 milhões de euros (0,3% do PIB).¹

... mas o início do ano trouxe uma conjuntura sombria

De facto, o início de 2026 tem sido vasto em desafios que colocam em xeque a expectativa de excedente orçamental que o Governo antecipava para este ano no OGE 2026 (0,1% do PIB). O comboio de tempestades que devastou

1. Considerando as elasticidades da receita e despesa face ao andamento da economia.

Contas Públicas 2025: executado vs. estimativa (p. p. do PIB)



Nota: A comparação é feita entre o executado em cada rubrica e a estimativa do Governo inscrita no OGE 2026.

Fonte: BPI Resarch, com base nos dados do INE e OGE 2026.

algumas regiões do país e o conflito no Médio Oriente juntam-se aos desafios já antecipados para 2026 (focos de tensão geopolítica já existentes, volatilidade das políticas comerciais dos EUA e a necessidade de investimento em defesa).

A avaliação do impacto das medidas de apoio às populações e empresas após as tempestades é de difícil quantificação. Para além das linhas de crédito disponíveis (que totalizam 2.000 milhões de euros, sem impacto no saldo orçamental), outras medidas (por exemplo, a possibilidade de recurso ao *layoff*, apoios financeiros para a reconstrução de casas e moratórias fiscais), já terão impacto no saldo orçamental e a estimativa do Governo aponta para um custo a rondar os 1.200 milhões (0,4% do PIB).² No entanto, poderá haver efeitos no saldo orçamental por via indireta, mas a sua contabilização é de difícil estimação. O CFP elucida esta complexidade num artigo,³ referindo os impactos visíveis nas infraestruturas (como a rede de eletricidade) e na riqueza das famílias e empresas (destruição de habitações, fábricas, *stocks*), mas também implicam perda de atividade económica (pela destruição das fábricas, dificuldade de circulação das pessoas e bens, possibilidade de insolvências), danos reputacionais (falha nas entregas de encomendas) e impactos na saúde física e mental dos indivíduos. Por todos estes fatores, uma correta avaliação do efeito do comboio de tempestades no saldo orçamental é de extrema complexidade.

2. Estimativa incorporada no Relatório Anual de Progresso, de abril de 2026.

3. Para mais informações, consultar o seguinte link: <https://www.cfp.pt/pt/blogue/transicao-climatica/impactos-plausiveis-do-estado-de-calamidade>

Do lado do conflito no Médio Oriente, também os canais de transmissão às contas públicas são diversos: o aumento do preço dos produtos energéticos e do agravamento da inflação pode, por um lado, ter um efeito positivo (mais receita fiscal, como IVA e ISP), mas, em sentido inverso, contribui para a perda de dinamismo da atividade económica (aumento do custo das matérias-primas, custos de financiamento, deterioração da confiança dos agentes económicos e adiamento de decisões de consumo e investimento), o que pode gerar menor receita. Ao mesmo tempo, se, por um lado, uma eventual aceleração das remunerações (perante o agravamento do custo de vida) poderia implicar um crescimento da receita com IRS e contribuições sociais, a desaceleração da atividade económica poderia, por sua vez, aumentar o desemprego. Para além disso, os apoios do Governo às famílias e empresas para enfrentarem o agravamento dos custos (na aquisição de produtos energéticos ou outros) terão um impacto negativo na despesa. Por fim, o agravamento das *yields* da dívida pública implica um aumento dos custos de financiamento e, perante o aumento das Euribor, também no agravamento dos custos com os produtos de retalho (como os Certificados de Aforro).

Os efeitos são muitos e afetam de distintas maneiras as contas públicas. Neste sentido, iremos limitar a nossa análise à evolução do preço do Brent e às medidas atualmente em vigor para ajudar empresas e famílias a suportarem o aumento do preço dos combustíveis.

Antes de mais, no OGE 2026, o Executivo conclui que um aumento de 20% do preço do Brent (o que resultaria num preço médio de cerca de 78,5 dólares por barril no conjunto de 2026) tem um impacto residual nas contas públicas (não medido). Atualmente, considerando os dados conhecidos no final de abril e os futuros para o resto do ano, o preço médio do Brent aponta para cerca de 96 dólares no conjunto de 2026, ou seja, cerca de 17 dólares acima da avaliação de sensibilidade feita pelo Governo; perante o contexto incorporado nos mercados, o impacto nas contas públicas não deverá ser despiciente (embora impossível de concretizar sem mais detalhes).

Por sua vez, o Governo implementou um conjunto de medidas para ajudar as famílias e empresas a suportarem o aumento dos preços dos combustíveis. A primeira medida anunciada foi a devolução do aumento da receita de IVA através da redução do ISP quando o preço dos combustíveis supera em mais de 10 cêntimos por litro o preço da semana de referência (2-6 março); estimamos, baseado numa medida semelhante implementada em 2022 (quando a Rússia invadiu a Ucrânia), que esta medida poderá ter um impacto inferior a 400 milhões de euros (cerca de 0,1% do PIB), em linha com o antecipado pelo Executivo no Relatório Anual de Progresso. Ao mesmo tempo, o Governo também decidiu aumentar a comparticipação na compra da botija de gás solidária (de 15 euros para 25 euros) durante 3 meses, da qual poderá resultar um custo de cerca de 3,2 milhões de

euros (impacto residual em percentagem do PIB). Por fim, o Executivo também avançou com um apoio equivalente a 150 milhões de euros por mês para determinados sectores,⁴ que estará em vigor, pelo menos, entre abril e junho (ou seja, com um custo total de 450 milhões de euros, 0,1% do PIB). Mais recentemente, o Executivo avançou com a concessão de um cheque entre 114 e 420 euros por veículo a empresas de transporte de mercadorias, pronto-socorro e cooperativas agrícolas, com um custo estimado de 30 milhões de euros. A estas, somam-se a linha de crédito Portugal Resiliência Energética (de 600 milhões de euros), que apoia as empresas cuja despesa com energia represente mais de 20% dos custos de produção. Em conclusão, as medidas de apoio às famílias e empresas para mitigar os efeitos negativos do conflito no Médio Oriente totalizam, até ao momento, cerca de 1.460 milhões de euros (0,5% do PIB); o impacto no saldo orçamental (excluindo a linha de crédito) deverá rondar os 0,3% do PIB.

Ou seja, assumindo que o cenário económico e geopolítico não sofre mais disrupções, no conjunto (entre tempestades e o conflito no Médio Oriente), o impacto negativo no saldo orçamental rondará os 0,7% do PIB em 2026. Isto significa que, na nossa expectativa, o saldo orçamental poderia registar um défice em torno de 0,6% do PIB em 2026. No entanto, a distribuição de lucros por parte da Caixa Geral de Depósitos atenua este défice: os 1.250 milhões de euros (0,4% do PIB) poderão suportar um défice a rondar os 0,2% do PIB em 2026 (o Governo estima agora um saldo nulo em percentagem do PIB, no Relatório Anual de Progresso).

Ainda assim, caso o conflito no Médio Oriente se intensifique e seja mais prolongado (o que implicaria uma maior desaceleração da economia, um agravamento do desemprego, uma subida da inflação e, conseqüentemente, das taxas de juro), o défice orçamental poderia rondar os 1,0% do PIB em 2026 (o efeito adverso seria atenuado pela subida da inflação) e superar os 1,5% em 2027 (refletindo efeitos mais prolongados do conflito, nomeadamente um agravamento gradual do mercado de trabalho e a correção da inflação).

Vânia Duarte

4. Este pacote inclui: apoio de 10 cêntimos por litro para o gasóleo profissional para veículos de transportes de passageiros e mercadorias, 10 cêntimos para o gasóleo colorido e mercado destinados à agricultura, floresta, pescas e aquicultura, em ambos os casos sempre que o preço supere em 10 cêntimos o preço médio da semana de referência; apoio direto às associações humanitárias de bombeiros de 360 euros por veículo pesado e 120 euros nos restantes, 120 euros por veículo no caso dos táxis e um apoio de 600 euros às instituições particulares de solidariedade social.

O apetite de um economista: o PIB potencial português

Imaginemos um economista. Agora imaginemos um economista com fome. O economista com fome dirige-se ao seu restaurante de bairro. Que prato escolherá para repor as energias e entregar-se, plenamente restabelecido, ao seu ofício de interpretação da realidade? Gastronomicamente falando, o PIB é o prato principal do economista. A sua comida de conforto e à qual ele sempre regressa. Todos gostamos de comer a nossa iguaria favorita no ponto adequado de sal. O economista também. Ensaíamos esta alegoria ancorada em metáforas como ponto de partida para ilustrar um conceito que é também ele uma construção teórica: o PIB potencial.

O PIB potencial é a refeição do economista que não está demasiado salgada nem demasiado insossa. Pode ser definido como o nível de produto no qual os recursos de uma economia são empregues na totalidade, dito de outra forma, uma situação em que o desemprego é igual à sua taxa natural. Se o «prato PIB» está demasiado salgado, isto pode provocar pressões inflacionistas e outros desequilíbrios, como elevar o défice externo ou bolhas especulativas em determinados ativos. Se o «prato PIB» está insosso, o risco é uma inflação a situar-se abaixo do objetivo e a taxa de desemprego acima do que é habitual.

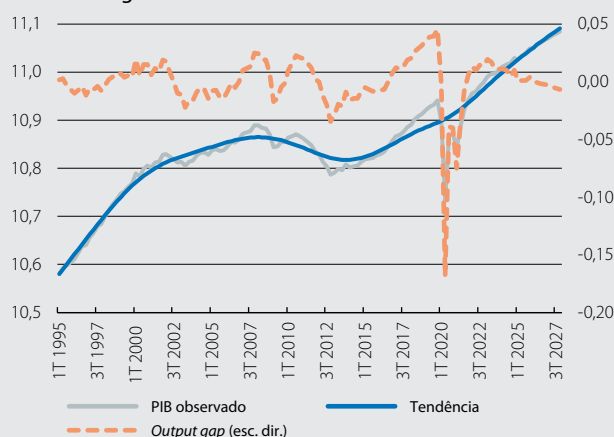
Infelizmente, o restaurante de bairro do nosso economista não consegue replicar este «ponto de sal teórico» de forma perfeita numa base diária. A cada refeição há um ponto de sal diferente. A diferença entre esse ponto de sal que se observa a cada dia e o ponto de sal teórico chamamos hiato do produto, ou *output gap*. Ou seja, o *output gap* é a diferença entre o PIB que a contabilidade nacional observa e regista e o PIB potencial. Se o *output gap* é positivo, o PIB observado é superior ao potencial. O prato até pode parecer «intenso» numa primeira impressão, mas tende a ser desconfortável e pode estragar o equilíbrio. Há neste caso excesso de procura. Se o *output gap* é negativo o PIB observado é inferior ao potencial – falta intensidade ao prato, com capacidade instalada que está desaproveitada. Há falta de procura. Em suma, o *output gap* evidencia sobreaquecimento ou folga na economia face ao seu potencial.

Cálculo do PIB potencial através do filtro de Hodrick-Prescott (HP)

Como já frisámos, o PIB potencial é um valor teórico e não observável. No entanto, é importante para as autoridades que exercem política económica e monetária a determinação deste valor para desenhar a sua estratégia e atuação. Um método amplamente utilizado para determinar o PIB potencial, com natureza estatística, é o filtro HP. O filtro HP calcula a componente tendência de qualquer série cronológica através de um processo de média móvel bilateral ponderada, que tem subjacente a minimização de

Filtro de Hodrick-Prescott aplicado ao PIB

Séries em logaritmo



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

uma função de perda quadrática. Esta função penaliza quer os desvios da série observada face à tendência calculada, quer a volatilidade da própria tendência. Desta forma, o filtro HP obtém uma estimativa do produto potencial a partir do cálculo de médias móveis ponderadas usando valores passados e futuros do produto observado.

Assim, este método assume que o PIB pode ser decomposto numa componente com uma natureza estrutural e numa componente conjuntural. A componente estrutural é a que se costuma designar por PIB potencial. A segunda componente, mais cíclica, é o que costumamos designar como *output gap* e que inclui os elementos de natureza temporária, que refletem não apenas a evolução do ciclo económico, mas também flutuações de muito curto prazo.

Representamos o resultado deste exercício no primeiro gráfico.¹ Valores acima ou abaixo de 0 para a representação do *output gap* no gráfico mostram crescimentos acima ou abaixo do crescimento potencial motivados por situações conjunturais. Aqui destaca-se evidentemente a quebra relacionada com o período da pandemia COVID, um evento *one-off* com carácter muito agressivo e alheio à tendência

1. Por ponderar observações passadas e futuras, a utilização do filtro HP levanta problemas nos extremos da amostra, levando a que a tendência estimada siga de perto o valor observado do produto. Isto é relevante, pois por vezes o objetivo reside em medir o produto potencial nos anos mais recentes. A literatura determina que para ultrapassar este problema é conveniente prolongar a amostra com previsões de valores futuros do produto. Assim, a nossa amostra de valores compreende o período que vai do 1T 1995 ao 4T 2027, sendo que a partir do 4T 2025 estamos a usar valores trimestrais do PIB associados às previsões do BPI Research em vigor no cenário central à data de Março de 2026. Atendendo a que partimos de dados trimestrais do PIB, na literatura encontra-se estabelecida a utilização de um fator de suavização de $\lambda = 1600$. Ver o artigo original de Hodrick e Prescott: Hodrick, R. J. e E. C. Prescott (1997): «Postwar U.S. business cycles: an empirical investigation», *Journal of Money Credit and Banking* 29, 1-16.

de andamento da economia portuguesa, que originou o *output gap* mais acentuado deste período no 2T 2020.

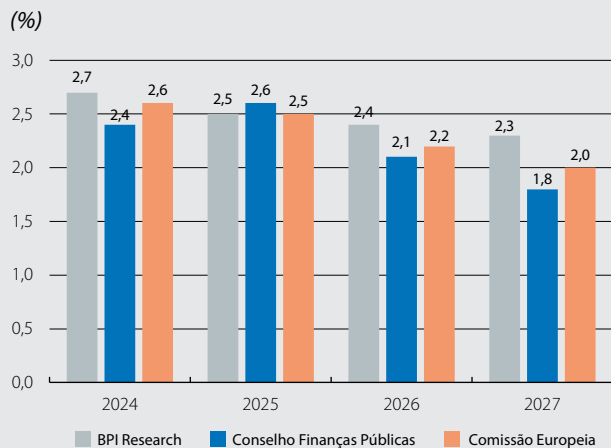
Outras abordagens ao PIB potencial e comparativo

Existem outros métodos para estimar o PIB potencial. De facto, existe uma metodologia oficial da Comissão Europeia baseada numa função de produção,² que estabelece uma relação teórica entre o *output* de um país, os seus fatores de produção e a sua tecnologia. Este método é de mais complexa implementação e implica um conjunto inicial de pressupostos mais vastos para estimar o próprio potencial de cada fator de produção e da tecnologia, pelo que as estimativas de produto potencial daqui resultantes também podem variar em função do «apetite» dos economistas que as desenharem. Vemos isto no segundo gráfico, onde apresentamos as estimativas do produto potencial estimadas por nós (via filtro HP), pelo Conselho de Finanças Públicas (CFP) e pela Comissão Europeia (CE), ambas utilizando uma função de produção. Mesmo com método igual entre CFP e CE, os números obtidos são diferentes, embora exista uma certa similitude dos resultados entre todas as abordagens, com diferenças em cada ano que no mínimo são de 0,1 p. p. e no máximo 0,4 p. p.

Na nossa abordagem, considerando as estimativas desde o início deste século, temos em média um PIB potencial de 1,2% (que pode ser considerado uma aproximação ao «PIB potencial de longo prazo»). Nos anos mais recentes e num futuro próximo (até 2027), o valor do PIB potencial que estimamos é mais elevado, sendo em média 2,5% entre 2024 e 2027. Os saldos migratórios positivos, com impacto no fator trabalho (emprego), têm vindo a suportar o crescimento do PIB potencial nos últimos anos. O exercício do CFP, decompondo os contributos para o PIB potencial, espelha bem isto (ver último gráfico). Perspetiva-se que diminua este contributo em virtude da expectativa de evolução para a população em idade ativa e para a taxa de atividade, esperando-se por sua vez um maior contributo da produtividade³ que refletirá possivelmente avanços tecnológicos, inovações e melhorias na gestão associados aos resultados da aplicação do PRR.

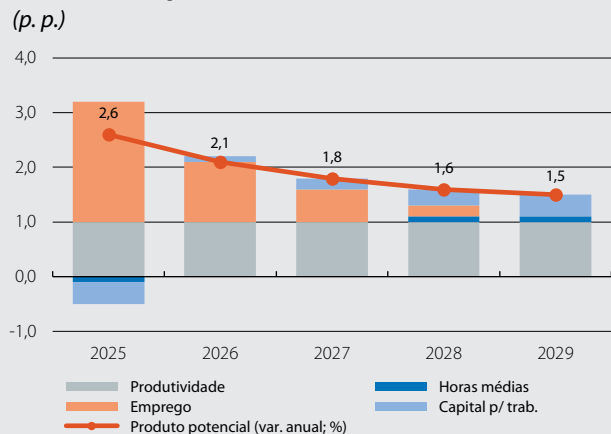
Tiago Belejo Correia

Estimativa do PIB Potencial



Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE, CE (Ameco), CFP (documento «Perspetivas económicas e orçamentais 2025-2029», setembro de 2025).

Contributos para o PIB Potencial



Nota: O contributo da produtividade refere-se à produtividade total dos fatores (TFP).
 Fonte: BPI Research, com base nos dados do Conselho de Finanças Públicas («Perspetivas económicas e orçamentais 2025-2029»).

2. Ver Economic Papers 535 (November 2014), da Comissão Europeia: «The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates & Output Gaps».
 3. Designada na literatura económica por TFP: Total Factor Productivity.

O que nos traz o Plano de Transformação, Recuperação e Resiliência?

Na sequência das tempestades registadas na primeira quinzena de fevereiro, o governo lançou o Plano de Transformação, Recuperação e Resiliência (PTRR) com uma dotação de 22,6 mil milhões de euros (7% do PIB), que se distribuirão entre 2026 e 2034. Para além da perspetiva de curto prazo, que visa a reconstrução das áreas afetadas pelas intempéries, o plano prevê a resolução de debilidades estruturais acumuladas nos últimos anos, sobretudo ao nível das infraestruturas.

Assim, este plano assenta em três pilares – Recuperar, Proteger e Responder – que têm como finalidade fazer face aos danos causados pelas tempestades, reforçar e preparar o país para responder a futuras situações de catástrofes. Está distribuído em três períodos temporais: curto, médio e longo prazo, que grosso modo corresponderão a 2026, 2027-2029 e 2030-2034, tendo como fontes de financiamento a administração pública, empresas públicas, setor privado e fundos europeus.

A administração pública será o seu principal financiador com uma contribuição equivalente a 37% do total do Plano, maioritariamente destinado ao reforço da resiliência das infraestruturas a choques adversos (pilar «Proteger») e à reconstrução dos danos sofridos no 1T 2026 (pilar «Recuperar»). Em segundo lugar no *ranking* surge o setor privado (que inclui parcerias público-privadas e concessões), com um contributo estimado de aproximadamente 34%.

O pilar «Proteger» surge como o mais estrutural, na medida em que visa o reforço da resiliência a choques adversos, estando especialmente focado no médio e longo prazo. O total deste ascende a cerca de 15 mil milhões de euros (mme), equivalente a cerca de 4,5% do PIB, destacando-se os investimentos nas áreas da i) energia (4,7 mme) para redução da dependência externa do território; ii) 3,2 mme para redução de vulnerabilidades estruturais existentes na própria estrutura territorial; iii) 1,2 mme no setor empresarial, complementando o esforço de redução de desertificação do território, através da captação de investimento produtivo para regiões com maior grau de desertificação económica e demográfica; e iv) 2,6 mme em investimentos no setor da água, nomeadamente na construção de novas barragens e reforço da resiliência das infraestruturas de saneamento e de abastecimento de água.

O pilar «Responder», com uma dotação de 2,3 mil milhões de euros, foca-se na reposição da capacidade de resposta em situações de emergência, com investimentos que se concentrarão maioritariamente no médio prazo.

O primeiro pilar (Recuperar) foca-se na reposição das infraestruturas afetadas pelas recentes tempestades, incluindo as medidas de apoio a famílias e empresas já em

Fontes de financiamentos

(Milhões de euros)

	Recuperar	Proteger	Responder	TOTAL	Estrutura (%)
Administrações Públicas	2.500	3.956	1.939	8.395	37,1
do qual: Orçamento do Estado	1.300	3.074	1.822	6.196	27,4
Global Parques e ADP	–	2.407	–	2.407	10,6
Fundos europeus	110	3.721	378	4.209	18,6
Privados/PPPs/Concessões	2.720	4.882	0	7.602	33,6
Total	5.330	14.966	2.317	22.613	100
Por Horizonte Temporal					
Curto Prazo	5.330	152	134	5.616	24,8
Médio Prazo	–	7.083	2.130	9.213	40,7
Longo Prazo		7.731	53	7.784	34,4

Fonte: BPI Research com base no PTRR - Portugal Transformação, Recuperação e Resiliência

vigor. A sua implementação está programada para o curto prazo, isto é, maioritariamente em 2026, beneficiando de uma dotação equivalente aos prejuízos estimados, 5,3 mme, incluindo uma série de medidas programadas imediatamente após as tempestades, como por exemplo as linhas de crédito a empresas (2 mil milhões de euros), a reconstrução de estradas e caminhos de ferro e o apoio à reconstrução de habitações.

O PTRR representa essencialmente um choque de investimento no âmbito da reconstrução de estruturas destruídas nas tempestades, de modernização e desenvolvimento de infraestruturas, sendo expectável que impacte positivamente a atividade económica no que concerne à dinamização do mercado de crédito, criação de emprego e o crescimento real do PIB.

O impacto no crédito foi já evidente na aceleração do ritmo de crescimento do crédito a empresas durante março, admitindo-se a possibilidade de que o maior dinamismo se mantenha pelo menos até junho, quando terminam as linhas.¹

No emprego, o PTRR surge também como um fator de suporte, sobretudo em áreas ligadas à construção. No cur-

1. Através do Banco Português de Fomento foram criadas duas linhas de crédito com dotação de 1.000 milhões de euros cada, para apoio à reconstrução, uma direcionada para a realização de investimentos na reconstrução de infraestruturas afetadas pelas tempestades e outra para fazer face a problemas de tesouraria. No âmbito da linha direcionada para investimento há uma cobertura a 100% dos danos não cobertos por seguro, tem maturidade de 10 anos e 12 meses de carência de utilização. A linha de apoio à tesouraria atribui a cada empresa um montante entre os 100.000 e 2.500.000 euros, dependendo da dimensão da empresa.

to prazo com o esforço de reconstrução, no médio e longo prazo com a melhoria das infraestruturas.

No que diz respeito à economia portuguesa como um todo, o impacto deste esforço de investimento tenderá a refletir-se positivamente no crescimento. Para estimar tal impacto utilizámos os multiplicadores da FBCF calculados pelo INE,² concluindo que o impacto poderá traduzir-se num PIB em 2034 superior em cerca de +2,5% face a um cenário sem plano. Para tal, assumimos que a taxa de execução do Plano rondará os 60%, em linha com os dados disponíveis para a execução do PRR, que termina este ano. Admitimos que o impacto será mais significativo em 2026, refletindo o esforço de reconstrução das áreas destruídas. Num cenário mais otimista, a qual atribuímos menor probabilidade, em que o plano seria integralmente cumprido, o incremento do PIB poderia rondar os 4%.

Teresa Gil Pinheiro

Principais medidas do pilar Recuperar (Milhões de euros)

	Dotação
Linhas de apoio à reconstrução e liquidez das empresas	2.000
Recuperação de estradas e ferrovia	400
Apoio às famílias e recuperação imediata de habitações, escolas e outras infraestruturas	250
Apoios aos setores agrícola, florestas e pescas	193,5
Linhas de apoio à reindustrialização	150
Apoios de emergência pós-calamidades através do Fundo Ambiental	137
Intervenções na orla costeira	126
Intervenções em rios e linhas de água	49
Incentivo financeiro extraordinário à manutenção dos postos de trabalho e regime de <i>lay-off</i> simplificado	40
Apoio à recuperação de património cultural	20
Moratórias de crédito à habitação própria permanente	–

Fonte: BPI Research com base no PTRR - Portugal Transformação, Recuperação e Resiliência

2. Matrizes simétricas Input-Output, 2017.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	02/26	03/26	04/26
Índice coincidente para a atividade	2,0	2,0	1,8	2,0	2,2	2,1	2,1	2,0	...
Indústria									
Índice de produção industrial	0,8	0,5	1,2	2,8	0,3	...	-4,4	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-6,2	-4,0	-4,8	-3,4	-2,8	-2,0	-2,1	-2,4	-2,7
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	6,5	20,6	20,3	8,9	16,1	...	-9,3	...	...
Compra e venda de habitações	14,5	15,5	15,5	3,8	-4,7	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária)	8,5	17,4	17,4	18,2	18,4	17,5	17,2	16,5	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	6,3	1,9	4,1	2,6	1,9	2,2	1,7	2,2	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	5,6	10,1	6,6	12,9	8,4	4,9	5,0	5,0	6,2
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	3,3	4,8	4,8	5,4	4,4	...	4,9	...	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,8	3,4	3,5	3,1	3,1	3,0	3,0	2,8	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-18,0	-16,2	-17,9	-16,2	-15,2	-16,2	-15,3	-18,7	-23,9
Mercado de trabalho									
População empregada	1,2	3,2	2,9	3,7	3,7	...	2,2	2,2	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,4	6,0	5,9	5,8	5,8	...	5,8	5,8	...
PIB	2,2	1,9	1,7	2,2	1,9	...	-	-	-

Preços

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	02/26	03/26	04/26
Inflação global	2,4	2,3	2,2	2,6	2,2	2,2	2,1	2,7	3,4
Inflação subjacente	2,5	2,2	2,3	2,3	2,1	1,9	1,9	2,0	2,2

Setor externo

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	02/26	03/26	04/26
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	2,0	0,6	4,2	2,0	0,6	...	-3,8	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	2,0	4,0	7,0	6,7	4,0	...	2,3	...	...
Saldo corrente	6,5	3,8	3,5	3,0	3,8	...	3,3	...	...
Bens e serviços	6,4	3,7	4,0	3,5	3,7	...	3,3	...	...
Rendimentos primários e secundários	0,1	0,1	-0,5	-0,5	0,1	...	-0,1	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	9,6	8,3	6,9	7,0	8,3	...	7,8	...	...

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	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	02/26	03/26	04/26
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	7,5	5,4	5,4	6,3	5,4	6,4	5,1	6,4	...
À ordem	-0,3	8,1	5,1	8,6	8,1	7,9	8,0	7,9	...
A prazo e com pré-aviso	15,3	3,1	5,8	4,3	3,1	5,2	2,6	5,2	...
Depósitos das Adm. Públicas	26,7	28,7	39,6	-0,5	28,7	20,4	29,2	20,4	...
TOTAL	7,9	6,0	6,4	6,1	6,0	6,9	5,9	6,9	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	1,9	6,6	4,9	5,8	6,6	7,7	6,8	7,7	...
Empresas não financeiras	-1,0	2,6	2,0	2,2	2,6	4,3	2,7	4,3	...
Famílias - habitação	3,0	9,3	6,4	8,0	9,3	9,9	9,6	9,9	...
Famílias - outros fins	5,4	7,0	6,6	6,9	7,0	8,4	7,2	8,4	...
Administrações Públicas	0,6	6,4	3,8	4,8	6,4	3,2	4,9	3,2	...
TOTAL	1,9	6,6	4,8	5,7	6,6	7,5	6,7	7,5	...
Taxa de incumprimento (%)²	2,4	2,1	2,3	2,3	2,1	...	-	-	-

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

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

A economia espanhola mantém-se resistente num ambiente incerto

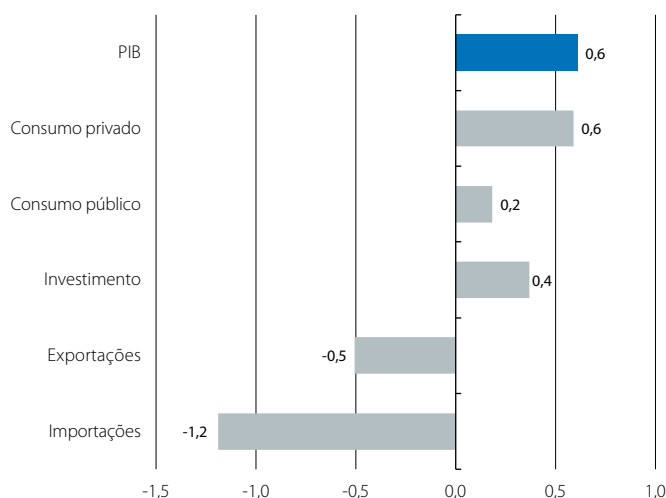
Os indicadores mais recentes dão-nos uma imagem de uma economia notavelmente resistente face a um conflito enraizado no Golfo Pérsico. Entre os vários canais através dos quais esta situação pode afetar a economia, o impacto mais visível até à data é através da inflação, por via do aumento dos preços da energia: o aumento dos preços do crude repercutiu-se parcialmente nos preços dos combustíveis, nomeadamente do gasóleo, o que exerce uma pressão moderada no sentido da subida da inflação e poderá reduzir o dinamismo do consumo se o episódio se prolongar. Em resumo, o início de 2026 revela-se um pouco mais favorável do que o previsto e os primeiros indicadores do 2T, com as suas nuances, apontam para a manutenção de um ritmo de crescimento notável da atividade.

PIB surpreende em alta no 1T e confirma resiliência da procura interna. O PIB cresceu 0,6% em cadeia no 1T 2026, menos 2 décimos de ponto percentual do que no 4T 2025, mas ligeiramente acima dos 0,5% em cadeia que esperávamos. O aumento foi sustentado pela força da procura interna, que contribuiu com 0,4 p. p. para o crescimento em cadeia, impulsionado principalmente pelo consumo privado. O crescimento do investimento moderou-se em cadeia para 0,4%, mas o forte aumento registado nos últimos trimestres mantém o crescimento anual acima dos 5%. A procura externa também deu um contributo positivo de 0,2 p. p., embora este contributo se tenha devido ao facto de as importações terem diminuído mais do que as exportações. Nos dois casos, foi o segmento das mercadorias que provocou as descidas, o que não é surpreendente, tendo em conta o ambiente de maior protecionismo comercial e as tensões no Golfo Pérsico. Em contrapartida, as exportações de serviços mantiveram-se fortes.

O ritmo moderado de crescimento mantém-se no início do 2T. Ainda há poucos indicadores disponíveis para o 2T. Com dados até abril, até agora vemos que o emprego continua a crescer a bom ritmo, enquanto os indicadores de sentimento estão a começar a refletir o impacto da crise no Irão. Deste modo, em abril, o PMI para o setor dos serviços caiu a pique, afetado pelo clima de confiança mais fraco, de 53,3 para 47,9 pontos, e entra pela primeira vez desde agosto de 2023 na zona que indica contração no setor, abaixo dos 50 pontos. Em contrapartida, na indústria, o PMI da indústria transformadora recuperou fortemente para 51,7, o nível mais elevado desde julho de 2025, graças a um aumento das encomendas dos clientes para assegurar as existências, e regressou a território expansionista após vários meses na zona de contração. O Monitor do Consumo do CaixaBank Research registou fortes oscilações ao longo do mês, com uma queda de cerca de 2,5% na primeira quinzena e uma forte recuperação na segunda, próxima dos 7%. Independentemente das flutuações geradas por efeitos sazonais como a Páscoa, a composição das despesas sugere que a confiança das famílias permanece elevada. O consumo das famílias está a ser impulsionado pelas despesas em artigos discricionários, como a moda, o mobiliário e a decoração, bem como o lazer e a restauração. Por conseguinte, em termos globais, os indicadores sugerem que o ritmo de crescimento neste trimestre poderá moderar-se ligeiramente em relação ao anterior, mas que a economia manterá a sua trajetória de crescimento.

Espanha: O PIB e as suas componentes

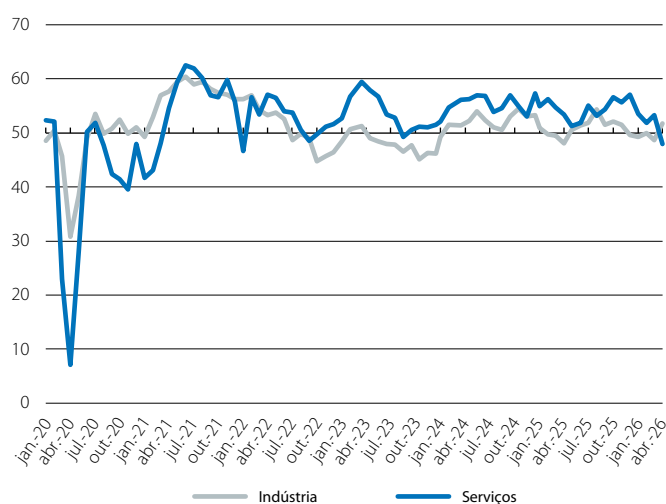
Variação em cadeia no 1T 2026 (%)



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

Espanha: PMI

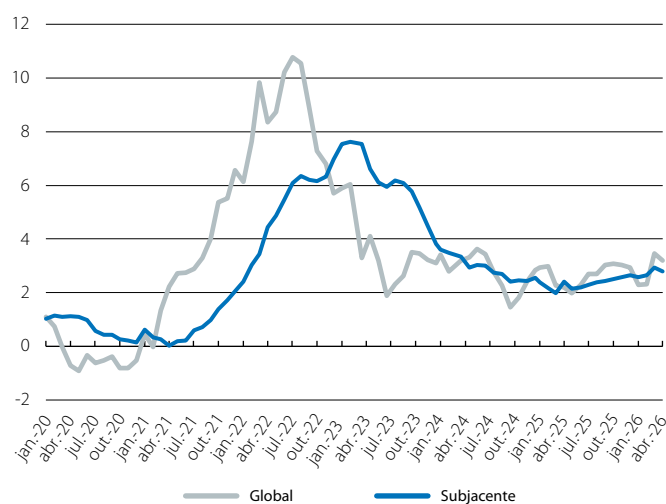
Nível



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

Espanha: IPC

Variação homóloga (%)



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

A inflação moderou-se em abril, embora o choque energético persista. A inflação global desceu 2 décimas de ponto percentual em abril para 3,2%, enquanto a inflação subjacente desceu 1 décima de ponto percentual para 2,8%. A moderação da inflação global explica-se principalmente pela descida dos preços da eletricidade graças às reduções fiscais. Entretanto, os combustíveis continuaram a subir, sobretudo o gasóleo, apesar das medidas adotadas. Por outro lado, as componentes não energéticas do IPC mantiveram-se contidas, o que sugere que, por enquanto, o choque energético não está a ser transmitido de forma apreciável aos preços no seu conjunto através de efeitos indiretos. Com base na informação disponível para março e abril, e tendo em conta a recente evolução dos preços da energia e as medidas adotadas, prevê-se que a inflação seja superior a 3% no conjunto do ano.

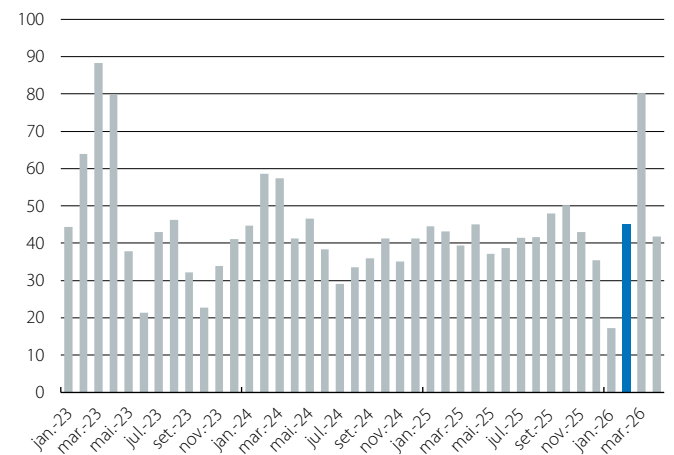
O emprego continua a crescer de forma notável. O mercado de trabalho continua a apresentar um desempenho favorável. No mês de abril, as inscrições na Segurança Social aumentaram 1,0% em termos mensais, um registo em linha com o que é habitual para este mês. Em termos corrigidos de sazonalidade, o ritmo de crescimento do emprego manteve-se em níveis semelhantes aos observados no final de 2025 e durante o 1T, apontando para uma continuidade no ritmo de criação de emprego. De facto, os dados disponíveis sugerem um início de 2026 um pouco mais dinâmico do que o previsto: nos primeiros quatro meses do ano, as inscrições aumentaram, em média, cerca de 46.000 pessoas por mês (corrigido de sazonalidade), um ritmo que, a manter-se, significaria um número de inscrições no final do ano de cerca de 550.000, acima das 475.000 previstas, excluindo o impacto da regularização extraordinária.

O EPA (Inquérito ao Emprego) 1T 2026 reflete também um ritmo notável de criação de emprego. Após um 4T 2025 particularmente dinâmico, o emprego cresceu 0,4% em cadeia, apenas 2 décimas de ponto percentual abaixo da taxa de crescimento média dos últimos anos. A taxa de desemprego subiu para 10,8% num trimestre em que o desemprego tipicamente aumenta, mas ainda assim foi 6 décimas de ponto percentual mais baixa do que há um ano. Em geral, ambas as fontes apontam para um mercado de trabalho que continua a criar emprego a um ritmo sólido, embora um pouco mais moderado, consistente com a moderação da atividade económica.

O turismo mantém um crescimento sólido no início do ano. Enquanto noutras áreas os riscos para a atividade estão inclinados para o lado negativo, as perspetivas para o setor do turismo são mais ambíguas. Durante o mês de março, mês em que começou a guerra, as chegadas de turistas internacionais aumentaram 3,3% em relação ao ano anterior e as despesas turísticas 5,4%, ambos os valores superiores aos de fevereiro, o que indica que, por enquanto, o conflito no Golfo Pérsico não está a pesar no setor. Assim, o 1T 2026 fechou com 17,5 milhões de turistas internacionais (+2,5% em termos homólogos) e uma despesa turística estrangeira superior a 25 mil milhões de euros (+6,3%). Embora estas taxas sejam inferiores aos registos excecionais de 2025, a redução do turismo proveniente da Ásia devido aos ajustamentos das rotas aéreas através do Golfo está a ser mais do que compensada por uma reorientação do turismo europeu para destinos considerados seguros, como a Espanha. No entanto, se o conflito se consolidar ou se agravar, o setor também pode acabar por ser afetado negativamente.

Espanha: inscritos na Segurança Social*

Variação mensal (milhares de pessoas)



Nota: * Séries corrigidas de sazonalidade.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Ministério da Inclusão, Segurança Social e Migrações.

Espanha: taxa de desemprego

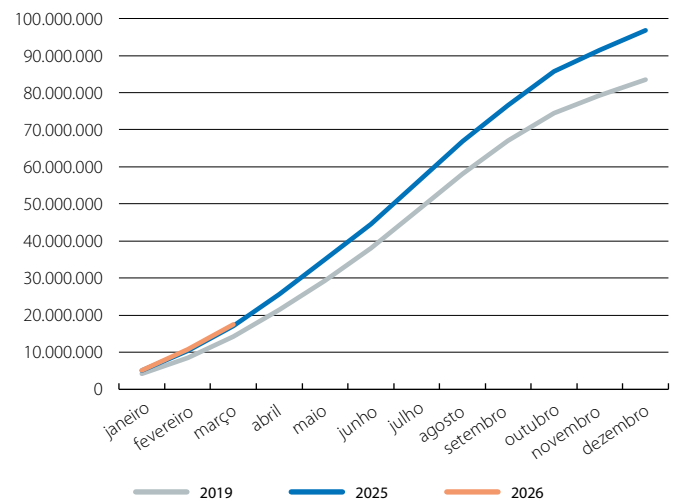
(%)



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

Espanha: número de turistas internacionais

Pessoas (acumulado)



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

O arranque do investimento, chave para consolidar o crescimento da economia espanhola

O investimento é uma componente fundamental para o crescimento e a competitividade a longo prazo de qualquer economia, mas é também uma das componentes mais pró-cíclicas e voláteis, com uma elevada sensibilidade às condições de financiamento, a choques externos ou a alterações na confiança ou na procura dos agentes. Após a pandemia, o investimento em Espanha apresentou uma trajetória de recuperação mais desfasada do que outras componentes da procura. Os motores do crescimento foram o consumo público e as exportações líquidas, enquanto o investimento só recuperou para os níveis pré-pandémicos no 1T 2023, um ano mais tarde do que o PIB, e a sua contribuição relativa para o crescimento diminuiu significativamente: entre 2021 e 2025 representou 21,3% do crescimento médio anual do PIB, contra 35% no ciclo expansionista anterior (2014-2019). Em seguida, analisamos os fatores que explicam o comportamento recente do investimento, comparando o atual ciclo de investimento com o anterior (2014-2019) e contrastando a situação espanhola com a dos seus principais parceiros na Zona Euro.

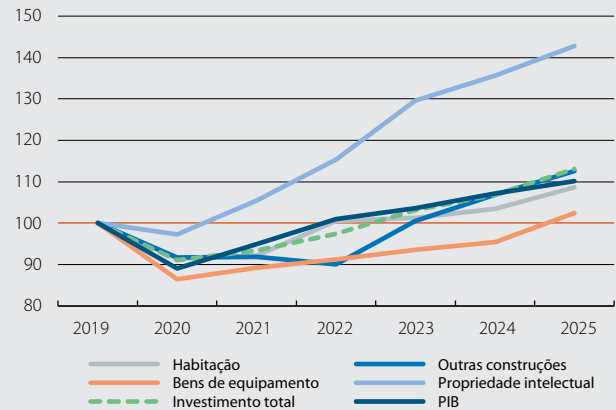
O ciclo anterior ao início da pandemia enfrentou um ambiente com poucos choques e beneficiou dos desenvolvimentos financeiros favoráveis (liquidez e taxas de juro baixas), da recuperação da atividade e do emprego após a crise financeira de 2008-2013, da melhoria da situação financeira das empresas e de uma normalização gradual do setor imobiliário. Em contrapartida, o ciclo pós-pandemia sofreu uma sucessão de choques exógenos que abalaram a conjuntura económica europeia, primeiro com perturbações nas cadeias de abastecimento globais e depois com a crise energética decorrente da guerra na Ucrânia, com o consequente efeito na inflação e o rápido endurecimento da política monetária, que reduziu a capacidade de investimento das empresas e das famílias.

Apesar das dificuldades, os dados de 2025 apontavam já para uma retoma do investimento, em linha com a recuperação da procura e da confiança dos empresários, num contexto caracterizado por condições de financiamento favoráveis e pelo impulso dos fundos NGEU. Contudo, a guerra no Médio Oriente aumenta a incerteza e pode condicionar a evolução dos investimentos. Relativamente aos fundos do NGEU, o seu papel tem sido muito relevante, sustentando o investimento público e parte do investimento privado: uma parte significativa das empresas reconhece que não teria realizado os seus investimentos sem este apoio.¹

Por tipo de ativo, o comportamento do investimento desde 2019 mostra uma heterogeneidade acentuada (ver primeiro gráfico). Por um lado, o investimento em ativos tecnológicos e intangíveis (I&D, *software*, concessões, patentes,

1. Banco de Espanha (2025): «A fraqueza do investimento empresarial em Espanha após a pandemia: uma análise baseada no EBAE», Boletim Económico, 2025/1T.

Espanha: investimento por tipo de ativo
Índice (100 = 2019)



Nota: Dados em termos reais.

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

licenças, etc.) é o segmento que tem mantido a dinâmica mais positiva, com um crescimento expressivo de mais de 40% desde 2019, impulsionado pelo processo de digitalização das empresas e com o apoio dos fundos europeus para a transição digital. Este forte crescimento permitiu que o investimento nesta classe de ativos ganhasse peso no PIB, passando de 3,4% em 2019 para 4,0% em 2025. Esta dinâmica, que pode ser alargada a toda a Zona Euro, é fundamental para melhorar a capacidade de transformação do tecido produtivo e acelerar a convergência com os países líderes em inovação.

Já o investimento em bens de equipamento encontra-se mais atrasado, não recuperando para os níveis pré-pandémicos até ao final de 2024, inicialmente afetado pela fraca procura interna e pela incerteza relativamente ao futuro económico. Nesta categoria, existem diferenças claras entre os segmentos: enquanto o investimento em equipamento de transporte ainda está 17% abaixo dos níveis de 2019 em 2025, refletindo estrangulamentos passados, transição tecnológica e cautela empresarial, o investimento em outras máquinas tem um perfil mais resiliente e esteve 12,1% acima do nível de 2019 em 2025.

Em termos de investimento na construção, os seus dois segmentos –habitação² e não residencial– recuperaram em linha com o PIB, este último impulsionado pelas infraestruturas públicas. De qualquer forma, o setor da construção enfrenta alguns constrangimentos, como o aumento do custo dos materiais e a subida das taxas de juro.

2. Embora o investimento em habitação tenha tido um desempenho melhor do que outros segmentos, como o investimento em equipamento, este foi insuficiente para corrigir o desequilíbrio entre a oferta e a procura no setor imobiliário. Para mais informações sobre a falta de habitação em Espanha, consultar «Falta de novas habitações onde são mais necessárias: um défice crescente e geograficamente muito concentrado», incluído no *Relatório do Setor Imobiliário 1S 2026*.

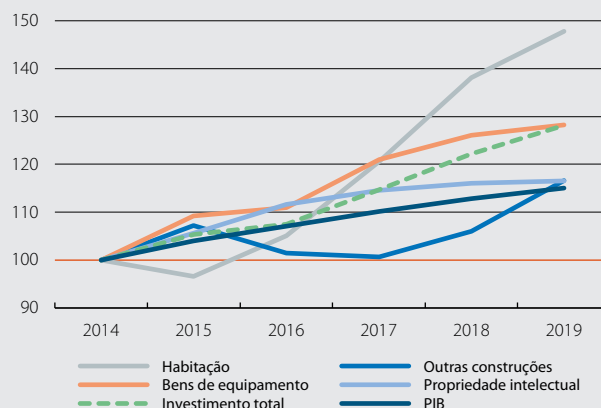
Uma comparação com o ciclo anterior (ver segundo gráfico) mostra algumas diferenças no comportamento dos investimentos. No âmbito de uma evolução heterogénea por componente, o papel preponderante foi desempenhado pelo segmento da construção, sobretudo habitacional, que cresceu 47,8% entre 2014 e 2019, uma taxa mais de três vezes superior à do PIB (15,0%). Consequentemente, o investimento residencial ganhou 1,2 pontos em termos de PIB durante o período, para 5,6%. O crescimento do investimento em ativos intangíveis foi mais modesto (16,5%). Neste último caso, o seu peso no PIB manteve-se estável (aumentou apenas 1 décima, até 3,4%).

Face aos nossos parceiros europeus, Espanha apresenta uma recuperação muito mais forte do investimento, com um crescimento acumulado de 13,1% desde 2019, 10 pontos acima do que o conjunto da Zona Euro (ver o terceiro gráfico). Como resultado, a taxa de investimento (entendida como a percentagem do investimento sobre o PIB) cresceu meio ponto para 20,7%, pelo que a diferença em relação à média europeia diminuiu significativamente para apenas três décimas de ponto percentual, como se pode ver no quarto gráfico. Entre as principais economias da Zona Euro, a evolução é desigual, com Espanha numa posição intermédia. Do lado positivo, destaca-se claramente a Itália, com um crescimento próximo de 34%, explicado principalmente pelo segmento da construção, graças aos incentivos fiscais (*Superbonus, Transizione 4.0*) e à rápida execução dos fundos europeus, que elevou a sua taxa de investimento para 22,4%, quase 5 pontos acima de 2019.

Na Alemanha, pelo contrário, o investimento registou um decréscimo de 7,7%, reduzindo a sua proporção no PIB para menos de 20%, o que constitui um dos principais entraves estruturais ao seu crescimento recente. É de salientar a deterioração do investimento em bens de equipamento, afetado pelo abrandamento industrial, pela crise energética, pela menor procura externa e pela elevada exposição à China, bem como na construção, em resultado das regras orçamentais e do menor investimento em infraestruturas. O desempenho da França é mais estável, com uma taxa de crescimento e de investimento semelhante à média (2,8% e 21,6%, respetivamente), graças, em parte, a políticas industriais e orçamentais que amorteceram os choques sofridos.

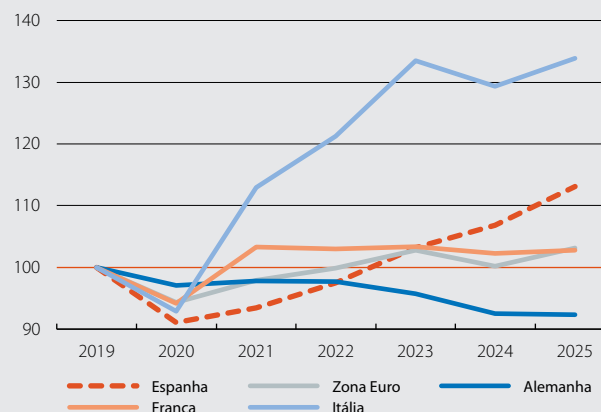
Em suma, a composição do investimento no ciclo pós-pandémico tem apresentado um perfil diferente do verificado no período 2014-2019. Os ativos intangíveis ganharam importância, enquanto os bens de equipamento e o investimento na construção perderam importância. No conjunto, Espanha apresentou um dinamismo de investimento superior ao da Zona Euro desde 2019, o que lhe permitiu reduzir o fosso em relação à média europeia. Para 2026, a manutenção de condições financeiras favoráveis e o apoio dos fundos NGEU são um suporte relevante, embora o ambiente geopolítico possa condicionar perspetivas que eram mais favoráveis no início do ano.

Espanha: investimento por tipo de ativo
Índice (100 = 2014)



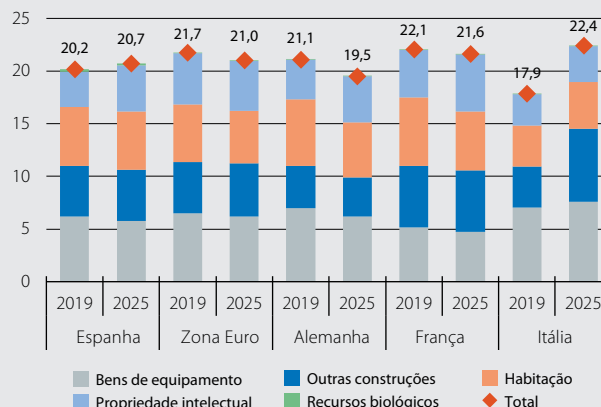
Nota: Dados em termos reais.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.

Europa: investimento
Índice (100 = 2019)



Nota: Dados em termos reais.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha e do Eurostat.

Europa: investimento por componentes
(% do PIB)



Nota: Dados em termos reais.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha e do Eurostat.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	02/26	03/26	04/26
Indústria									
Índice de produção industrial	0,4	1,3	1,5	2,4	1,6	...	-1,1	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-4,9	-4,8	-5,3	-4,9	-3,9	-3,2	-2,5	-4,4	-5,1
PMI das indústrias (valor)	52,2	50,9	50,0	52,6	51,1	49,3	50,0	48,7	51,7
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	16,7	8,8	14,8	7,9	8,8	...	9,0	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	9,7	11,6	22,9	18,8	11,6	...	8,7	...	...
Preço da habitação	8,4	12,7	12,7	12,8	12,9	...	...	...	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	10,1	3,2	6,3	4,3	3,2	2,7	2,7	2,7	...
PMI dos serviços (valor)	55,3	54,5	52,2	54,2	56,4	52,9	51,9	53,3	47,9
Consumo									
Vendas a retalho ¹	1,8	4,3	5,1	4,4	4,2	3,4	2,3	4,1	...
Matrículas de automóveis	7,2	12,9	13,7	16,9	8,0	7,6	7,5	11,7	8,4
Indicador do sentimento económico (valor)	103,1	103,1	102,3	102,8	104,3	105,1	105,9	103,5	102,6
Mercado de trabalho									
População empregada ²	2,2	2,6	2,7	2,6	2,8	2,4	...	...	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	11,3	10,5	10,3	10,5	9,9	10,8	...	...	...
Inscritos na Segurança Social ³	2,4	2,3	2,2	2,3	2,4	2,3	2,2	2,5	2,4
PIB	3,5	2,8	2,9	2,7	2,6	2,7	...	...	...

Preços

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	02/26	03/26	04/26
Inflação global	2,8	2,7	2,2	2,8	3,0	2,7	2,3	3,5	3,2
Inflação subjacente	2,9	2,3	2,3	2,4	2,6	2,7	2,7	2,9	2,8

Setor externo

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	02/26	03/26	04/26
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	0,2	0,7	2,0	0,8	0,7	...	0,5	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	0,1	4,6	4,1	4,6	4,6	...	3,0	...	...
Saldo corrente	50,7	49,4	48,5	48,2	49,4	...	49,3	...	...
Bens e serviços	66,3	64,5	64,0	62,5	64,5	...	67,7	...	...
Rendimentos primários e secundários	-15,7	-15,1	-15,5	-14,3	-15,1	...	-18,4	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	68,7	66,6	67,5	66,6	66,6	...	66,3	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros⁴

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

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	02/26	03/26	04/26
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	5,1	4,8	3,9	4,9	4,8	5,5	5,5	5,5	...
À ordem e poupança	2,0	6,7	5,0	7,2	6,7	7,1	7,2	7,1	...
A prazo e com pré-aviso	23,5	-4,7	-1,5	-6,6	-4,7	-2,4	-2,8	-2,4	...
Depósitos das Adm. Públicas ⁵	23,1	4,9	25,5	7,2	4,9	5,1	3,8	5,1	...
TOTAL	6,3	4,8	5,4	5,1	4,8	5,5	5,4	5,5	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	0,7	3,5	2,6	2,8	3,5	3,7	3,7	3,7	...
Empresas não financeiras	0,4	2,9	2,5	2,3	2,9	3,6	2,9	3,6	...
Famílias - habitação	0,3	3,5	2,3	2,9	3,5	3,7	3,8	3,7	...
Famílias - outros fins	2,3	4,5	3,5	3,7	4,5	4,2	5,1	4,2	...
Administrações Públicas	-2,6	10,7	5,3	12,9	10,7	8,1	5,6	8,1	...
TOTAL	0,5	3,9	2,7	3,4	3,9	4,0	3,8	4,0	...
Taxa de incumprimento (%)⁶	3,3	2,7	3,0	2,9	2,7	...	2,7	...	...

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

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

Inteligência artificial: uma perspetiva do lado da oferta

A inteligência artificial (IA), em sentido lato, é a capacidade das máquinas e dos sistemas informáticos para reproduzir a inteligência humana na perceção, síntese e inferência de informação e, assim, realizar tarefas que até agora não podiam ser realizadas ou que tradicionalmente exigiam capacidades cognitivas humanas, como a compreensão da linguagem, o reconhecimento de padrões ou a tomada de decisões.

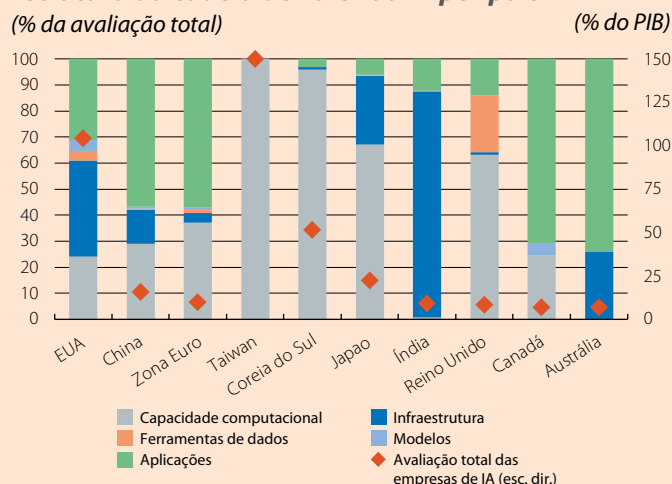
Embora o desenvolvimento da tecnologia remonte aos anos 1950-1960, os avanços nos *large language models* (LLM) na última década, associados a melhorias na capacidade de processamento e na capacidade de recolher dados em grande escala, impulsionaram desenvolvimentos mais recentes na chamada IA generativa, capaz de produzir texto, código e material audiovisual a partir de padrões aprendidos com grandes volumes de dados.

A cadeia de valor da IA: complexo e com heterogeneidade entre países

O desenvolvimento da IA assenta numa cadeia de valor complexa composta por várias ligações interdependentes.¹ No seu cerne está o acesso a minerais críticos necessários para o fabrico de semicondutores, o «cérebro físico» da IA. Estas componentes estão integradas numa infraestrutura computacional mais vasta, incluindo centros de dados, redes de comunicações, redes elétricas e serviços de computação em *cloud*, que, em conjunto, formam o «corpo» que permite o processamento de dados em grande escala. O acesso a grandes volumes de dados para treino de modelos é construído sobre esta infraestrutura. O desenvolvimento dos chamados modelos de base é, por si só, o elo seguinte da cadeia e requer algoritmos sofisticados e redes neuronais de aprendizagem profunda. Por fim, o valor da IA generativa materializa-se no desenvolvimento de aplicações concretas sobre os modelos fundamentais, como assistentes virtuais ou sistemas de geração de conteúdos, e na sua integração em produtos e serviços digitais, o principal ponto de contacto com o utilizador final.

Atualmente, destaca-se a elevada heterogeneidade das cadeias de valor da IA nas maiores economias (ver primeiro gráfico). Há países, como os EUA e várias economias da Ásia, com um elevado peso económico do setor, medido em termos da valorização das empresas de IA em percentagem do PIB. Entre eles, Taiwan ou a Coreia do Sul têm uma forte especialização na capacidade de computação, enquanto os EUA têm uma cadeia de valor mais diversificada. Por outro lado, na China e em várias economias avançadas, o peso económico da IA é relativamente menor e os perfis de especialização também são diferentes. O Japão e o Reino Unido revelam uma maior especialização na capacidade de computação (e nas ferramentas de dados, no caso do Reino Unido), enquanto na China e na Zona Euro o peso das aplicações é maior.

Estrutura da cadeia de valor da IA por país



Nota: No caso de Taiwan, o valor total das empresas de IA (em percentagem do PIB) é de 207,2%.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do BIS (Rishabh, K. e Shreeti, V. (2026), «The geography of AI firms», BIS Working Papers 1343).

A implementação da IA, da inovação à adaptação

A implementação da IA pode ser dividida em quatro fases principais: a fase de inovação, a fase de desenvolvimento de novas infraestruturas, a fase de difusão e adoção generalizada da nova tecnologia e a fase de adaptação dos modelos empresariais e dos mercados à nova tecnologia.

Neste contexto, a economia mundial ainda se encontra nas duas primeiras fases de implantação da IA. Verifica-se um *boom* de investimento relacionado com a inovação e a construção de infraestruturas, particularmente evidente em países como os EUA e

1. Ver García Retuerta, O. e García Retuerta, D. (2026), «La cadena de valor de la inteligencia artificial: estrategias de autonomía para España», Documento de Opinión IEEE 03/2026, Ministério da Defesa de Espanha, Instituto Espanhol de Estudos Estratégicos; e McKinsey & Company (2023), «Exploring opportunities in the generative AI value chain», QuantumBlack, AI by McKinsey.

alguns países asiáticos.² Por outro lado, a IA também se destaca pela sua rápida taxa de adoção global (tanto a nível individual como organizacional), muito mais rápida do que outras tecnologias correntes (como a Internet, o computador pessoal ou a electricidade). Neste contexto, as capacidades de IA estão a melhorar a um ritmo exponencial. Este progresso é apoiado por uma *hyperscaling* impulsionada por rápidos avanços na quantidade de dados utilizados para a formação de modelos, o número de parâmetros e a capacidade computacional. Ao mesmo tempo, o forte crescimento da oferta e da procura está a criar estrangulamentos a nível das infraestruturas.³

Indicadores da oferta de IA nos EUA, na UE e na China

	China	EUA	UE-27
Inovação, infraestrutura e aprovisionamento			
Quota de mercado na produção de chips, por etapa de fabrico ¹			
<i>Projeto</i>	9,0	61,0	0,0
<i>Fabrico</i>	12,0	27,0	2,0
<i>Montagem, testes e embalagem</i>	14,0	28,0	0,0
Patentes de IA concedidas (por 100.000 habitantes) ²	7,0	4,7	2,6
Publicações académicas sobre IA (por milhão de habitantes) ¹	72,7	145,7	139,4
Pontuação máxima alcançada por um modelo de IA (MMLU) ³	90,6	92,5	84,0
Número de centros de dados ²	449,0	5.427,0	1.461,0
Número de modelos de IA em destaque (2021-2025) ²	108,0	331,0	44,0
Número acumulado de estrelas no GitHub (milhões) ²	9,0	30,0	13,0
Índice de inovação (Global AI Vibrancy Tool) ²	5,1	20,7	3,0
Adoção, difusão e adaptação			
Taxa de adoção da IA a nível da população ²	17,0	28,3	31,2
Robôs industriais em transações (por 10.000 colaboradores) ⁴	166,0	307,0	266,0
Número de robôs industriais instalados no último ano (milhares) ⁴	276,3	37,6	50,3
Consumo de electricidade dos centros de dados (% da procura total de electricidade) ⁵	1,1	4,4	2,3
Infraestrutura digital (AI Preparedness Index) ⁶	0,19	0,19	0,17
Inovação e integração económica (AI Preparedness Index) ⁶	0,15	0,18	0,16
Capital humano e políticas do mercado de trabalho (AI Preparedness Index) ⁶	0,15	0,18	0,16
Licenciados em programas STEM (% do total, ensino superior) ⁷	41,0	20,0	25,0
Setores com alta intensidade de digitalização (% do emprego total) ⁸	28,0	47,8	47,4
Bens e serviços de TIC (% do comércio internacional) ⁸	22,2	9,8	7,5
Índice de restrições ao comércio de serviços digitais ⁸	0,29	0,06	0,11

Nota: Para cada série, é utilizado o último ano disponível, salvo indicação em contrário. Nos casos em que os dados não existem para o agregado da UE, a média é calculada com os países disponíveis. Os valores a vermelho indicam um desempenho mais negativo, a amarelo um desempenho médio e a verde um desempenho mais positivo. Fontes: ¹ Our World in Data, ² Institute for Human-Centered AI - Universidade de Stanford, ³ MMLU-Pro Benchmark Leaderboard, ⁴ Federação Internacional de Robótica (IFR), ⁵ Agência Internacional da Energia (IEA), ⁶ Fundo Monetário Internacional (FMI), ⁷ Banco Mundial e Center for Security and Emerging Technology - Universidade de Georgetown, ⁸ OCDE.

Fonte: BPI Research, a partir de várias fontes.

Tal como aconteceu com outras tecnologias no passado, algumas economias não desempenharão um papel decisivo na fase de inovação, mas beneficiarão da adoção, difusão e adaptação à tecnologia. A comparação entre os EUA, a UE e a China permite-nos observar nuances importantes em diferentes fases de implantação. Na fase de inovação, a economia norte-americana assume uma liderança clara, particularmente evidente nos indicadores de *output* (como o desempenho dos modelos na fronteira tecnológica, as publicações académicas e o desenvolvimento de código aberto) e de infraestruturas (como o número de centros de dados e a conceção de chips). Mesmo assim, a capacidade da China para se aproximar da fronteira tecnológica nos últimos anos tem sido notável. Nomeadamente, os seus modelos mais avançados apresentam um desempenho muito próximo do dos EUA, enquanto o dinamismo observado no registo de patentes e no desenvolvimento de modelos aponta para um forte impulso inovador. Por outro lado, a maioria dos indicadores mostra que a UE não está tão bem posicionada em termos de inovação. Em especial, as quotas de mercado muito baixas na produção de chips confirmam uma forte dependência neste domínio, enquanto o desenvolvimento de modelos de IA fica atrás da China ou dos EUA. Finalmente, é de salientar a liderança da China no aprovisionamento de materiais, graças ao seu acesso a minerais críticos e à sua capacidade de processamento de chips e semicondutores.⁴

2. Ver artigo «A azáfama da IA nos mercados financeiros» neste Dossier.

3. Por exemplo, o METR, uma métrica que mede o desempenho da IA com base na duração das tarefas que consegue realizar, mostra que, nos últimos meses, consegue agora realizar com êxito tarefas que exigiriam várias horas, quando, há um ano, os modelos apenas realizavam tarefas com a duração de minutos. Ver também «The AI Index 2026 Annual Report», Institute for Human-Centered AI, Universidade de Stanford. Os principais estrangulamentos a nível das infraestruturas encontram-se no mercado dos chips, mas também na capacidade dos centros de dados e no mercado da energia.

4. Ver «A alquimia da China: como transforma minerais críticos em poder global no IM01/2026».

Nos indicadores de adoção, difusão e adaptação, o quadro é um pouco mais homogéneo. A adoção nas três economias é digna de nota, com cerca de 30% da população a utilizar já a IA na UE e nos EUA, em comparação com pouco menos de 20% na China.⁵ Há também semelhanças na sua prontidão para a adoção, difusão e adaptação, embora com uma ligeira vantagem para os EUA. Em contrapartida, nos últimos anos, o setor transformador da China alcançou um processo muito acelerado de modernização e, em particular, de «robotização», ancorado numa política industrial agressiva e num forte investimento em infraestruturas e capital humano, o que lhe confere um elevado potencial para beneficiar da difusão e adaptação à IA, especialmente enquanto fornecedor global de tecnologias avançadas. Por último, as economias europeia e norte-americana são mais intensivas em serviços digitais, o que as posiciona como potenciais líderes na fase de adaptação, cuja velocidade e magnitude serão fundamentais para determinar os efeitos macroeconómicos da IA.⁶

A economia mundial, nos primeiros quilómetros da maratona da IA

A «corrida à IA» ainda está a dar os primeiros passos. Embora os EUA tenham assumido a liderança na fase de inovação, o grupo está a aproximar-se, liderado pela China, e é improvável que a corrida seja decidida apenas entre estes dois participantes. Devido ao seu potencial transformador, o sucesso da implantação da IA e o seu impacto macroeconómico dependerão da capacidade da comunidade empresarial para se adaptar e gerir as fricções associadas a esta nova tecnologia. No entanto, a IA exigirá também um papel ativo dos países, tanto na sua regulamentação como na sua adoção, divulgação, adaptação e coordenação a nível mundial, promovendo as necessárias melhorias institucionais, de infraestruturas e de capital humano.⁷ A tarefa não é simples e exigirá novos instrumentos de política pública e de diplomacia económica. Além disso, o modelo de fornecimento de IA que vier a ser adotado, em silos centrados nos EUA ou na China, ou mais globalmente integrado, terá implicações que vão muito além da economia. A maratona da IA acabou de começar e todos nós estamos nela.

5. Estes números consideráveis apontam para uma taxa de adoção substancialmente mais elevada do que as tecnologias anteriores. Os números relativos à adoção pelas empresas mostram uma maior heterogeneidade, por função, setores e grau de implementação. Ver «The AI Index 2026 Annual Report», do Institute for Human-Centered AI, da Universidade de Stanford.

6. Para mais detalhes, ver artigo «Produtividade e emprego face à IA generativa: o que é que sabemos?», neste mesmo Dossier.

7. Para mais detalhes, ver artigo «Estratégias diferenciadas para governar a IA: rumo à cooperação ou ao conflito?», neste mesmo Dossier.

Estratégias diferenciadas para governar a IA: rumo à cooperação ou ao conflito?

A inteligência artificial (IA) generativa é uma área crítica de competição económica e estratégica entre as grandes potências, cujo desenvolvimento depende tanto do dinamismo do setor privado como da ação do Estado. Ambos definem o objetivo e os efeitos de uma tecnologia cujo ecossistema complexo integra a atividade inovadora e a sua monetização, posição na cadeia de valor, difusão e adoção e a gestão das suas externalidades. A partir de uma perspetiva geoeconómica, este artigo analisa as estratégias adotadas pelos EUA, China e UE em dimensões fundamentais como a regulamentação, o papel do Estado no modelo industrial, os instrumentos de apoio público e as políticas transversais como a formação profissional ou a sustentabilidade. Finalizamos com uma reflexão sobre a interação futura destes modelos de governação e os potenciais espaços de fricção e de cooperação que podem ser gerados.

Governação da inteligência artificial: do desenvolvimento à adoção

Quadro analítico para comparação internacional



Fonte: BPI Research.

Os EUA apostam em governar a fronteira tecnológica

O potencial da IA reside na complexidade, velocidade e fiabilidade com que executa as tarefas. O seu desenvolvimento assenta na conjugação de conhecimento avançado para a conceção de modelos de linguagem, de computadores equipados com chips de elevada capacidade de processamento e de uma sólida arquitetura física (centros de dados) e digital (infraestrutura na nuvem) para o armazenamento de informação e o treino de modelos.

Neste domínio, os EUA consolidaram a sua posição na fronteira mundial da IA graças ao seu capital humano, às suas capacidades tecnológicas e a um ambiente empresarial favorável.¹ O país possui um ecossistema inovador baseado em universidades de elite e uma concentração de talentos internacionais em STEM e investigação. Conta também com o apoio público enquanto incubadora de empresas, liderada por agências civis (NSF) e militares (DARPA), e com um *cluster* empresarial com grandes empresas tecnológicas, integradas no tecido industrial e com músculo financeiro e apetência pelo risco. A isto somam-se uma fiscalidade e um enquadramento regulamentar favoráveis, de intervenção mínima na fase de desenvolvimento, ainda sem uma lei federal abrangente² e com predomínio de atuações *ex post*. O plano de ação da Administração Trump reforçou o compromisso com a fronteira tecnológica com um forte acento geoestratégico,³ visando explicitamente que os semicondutores, modelos e aplicações dos EUA sejam hegemónicos à escala global e se tornem o novo «padrão de ouro».⁴

Em contrapartida, o planeamento, a coordenação e a orientação do Estado são a base do modelo chinês. Embora as empresas privadas tenham tirado partido da melhoria exponencial das capacidades tecnológicas na última década, a investigação e o desenvolvimento da IA estão alinhados com as prioridades nacionais. Contra o objetivo dos EUA de definir a fronteira tecnológica, a China dá prioridade

1. De acordo com estimativas baseadas em dados da Epoch AI, os EUA representam dois terços da capacidade mundial de computação relacionada com a IA, seguidos pela China com cerca de 20%, enquanto a UE mal chegaria aos 5%.

2. A única lei geral sobre a IA em vigor nos EUA é a que foi aprovada pelo estado do Colorado em 2024.

3. Casa Branca (2025), «America's AI Action Plan».

4. Altera, assim, o foco anteriormente colocado na coordenação do ecossistema de inovação e na resiliência industrial, consagrados na *National Artificial Intelligence Initiative Act* (2020) e na *CHIPS and Science Act* (2022).

aos elos fundamentais da cadeia de valor industrial global,⁵ à escala, à autossuficiência tecnológica e à segurança. Para tal contribuem os subsídios, os incentivos fiscais e os mecanismos de financiamento público, tanto a nível central como provincial. Esta abordagem é complementada pelo controlo preventivo dos conteúdos com impacto social, incluindo requisitos de registo e avaliação *ex ante* dos sistemas de recomendação em aplicações digitais.⁶ A regulamentação recente restringe os limites à divulgação pública de informações, mantendo uma maior liberdade relativa em matéria de investigação, desenvolvimento e formação de modelos para utilizações produtivas ou estratégicas.⁷

A UE, por seu lado, procura articular uma governação comum que ultrapasse a prevalência de quadros nacionais no desenvolvimento da IA. A principal força do ecossistema europeu de inovação é a sua base científica e de investigação, com universidades e centros de excelência. Contudo, sofre de uma coordenação supranacional insuficiente e de uma definição limitada das prioridades dos seus programas-quadro, nomeadamente o *Horizon Europe*. O sistema financeiro está menos orientado para a assunção de riscos e, juntamente com a fragmentação do mercado interno, dificulta a transferência e a monetização de conhecimentos, bem como a expansão tecnológica.⁸ Para proteger os cidadãos, o quadro regulamentar da UE dá prioridade à regulamentação *ex ante* das utilizações da IA com base no risco,⁹ o que pode afastar o seu desenvolvimento da fronteira da inovação. Esta situação é agravada por uma elevada dependência externa de semicondutores avançados e de modelos de base, que a UE está a tentar atenuar através de uma estratégia de autonomia aberta e de diversificação dos parceiros económicos.¹⁰

A China dá prioridade à adoção e difusão com utilizações produtivas

Para além do desenvolvimento tecnológico, o impacto económico e social da IA depende, em grande medida, da forma como a sua adoção e difusão são geridas, sendo que os principais intervenientes têm também abordagens claramente diferenciadas.

Nos Estados Unidos, a liderança cabe à iniciativa e à concorrência empresariais privadas, sendo as grandes plataformas tecnológicas e os fornecedores de *software* canais naturais de escalabilidade para empresas e consumidores. A ação do Estado centra-se na eliminação de obstáculos, na disponibilização de infraestruturas críticas e na utilização dos contratos públicos, especialmente nos domínios da defesa e da segurança, como motor de adoção. A regulamentação é em grande parte *ex post*, orientada por normas voluntárias de aplicação cruzada definidas por uma agência científica federal (NIST), juntamente com uma supervisão setorial em áreas sensíveis, como a proteção de informação relativa a cuidados de saúde de pacientes e de dados de clientes dos serviços financeiros. Nesta lógica de intervenção mínima, o Estado atua como facilitador e, em grande medida, deixa a gestão de áreas transversais ao mercado, embora o novo quadro regulamentar nacional inclua recomendações para a reconversão profissional e para limitar o impacto da expansão dos centros de dados no custo da eletricidade.¹¹

O modelo chinês apresenta, tal como na fase de desenvolvimento, um elevado grau de propriedade pública. O Estado atua como coordenador do ecossistema, regulador *ex ante*, financiador e requerente, canalizando elevados investimentos públicos através de grandes empresas estatais e em setores estratégicos como a indústria avançada, a logística, a energia e a segurança. O planeamento inclui objetivos de penetração setoriais e territoriais em diferentes horizontes, com um roteiro que culmina numa economia e numa Sociedade totalmente «inteligentes» até 2035.¹² Para o efeito, são definidos programas verticais de transformação da cadeia de valor industrial,¹³ com ambientes de concorrência controlados que facilitam a avaliação da escalabilidade sem transferir os riscos para o sistema no seu conjunto, tais como *sandboxes* regulamentares e zonas-piloto. Esta abordagem é acompanhada pela integração da IA no ensino superior e nos programas de formação técnica e profissional. O planeamento da energia e das infraestruturas faz parte da estratégia de implantação, enquanto a sustentabilidade está subordinada às prioridades da segurança económica nacional.

Contrariamente ao que acontece nos EUA, onde a difusão da IA assenta em grandes plataformas privadas, e na China, onde o Estado atua como um requerente centralizado, na UE a adoção e a difusão da IA articulam-se principalmente através de uma abordagem regulamentar e de apoio público. A fragmentação do mercado interno e as obrigações regulamentares *ex ante* para as utilizações de alto risco limitam o ritmo e a escala da adoção.¹⁴ A ação pública combina a regulamentação com os instrumentos comunitários, como

5. Ver Focus «A alquimia da China: como transforma minerais críticos em poder global no IM01/2026.

6. Cyberspace Administration of China, CAC (2021), «Algorithm Recommendation Provisions». CAC (2023), «Interim Measures for the Management of Generative AI Services», CAC (2023), «Deep Synthesis Provisions» e CAC (2025), «AI-generated Content Labeling Rules».

7. CAC (2023), «Interim Measures for the Management of Generative AI Services», CAC (2023), «Deep Synthesis Provisions» e CAC (2025), «AI-generated Content Labeling Rules».

8. Draghi, M. (2024), «The Future of European Competitiveness».

9. UE (2024), *Artificial Intelligence Act*.

10. O Plano de Ação «Continente da IA», apresentado pela Comissão em 2025, transfere para o conjunto da cadeia de valor a abordagem de intervenção pública estratégica aplicada aos semicondutores na *European Chips Act* (2023), complementada pelos objetivos da *Critical Raw Materials Act* (2024) para garantir um abastecimento seguro e sustentável de matérias-primas críticas.

11. Casa Branca (2026), «Artificial Intelligence: national policy framework».

12. Estes objetivos são definidos pelo programa de trabalho da iniciativa AI Plus lançada em 2024 pelo Conselho de Estado, à semelhança da iniciativa Internet Plus de 2015.

13. Por exemplo, a iniciativa AI+ Manufacturing lançada em 2025 no âmbito do AI Plus.

14. Draghi, M., *op. cit.*

a estratégia de implementação da IA, e o apoio prático, como os *hubs* e os ambientes de teste, destinados a facilitar a implementação setorial e a reduzir a incerteza jurídica.¹⁵ Esta abordagem tende a tornar a adoção mais dispendiosa e a atrasar a difusão, especialmente entre as PME, onde os custos fixos e os défices de competências pesam mais. Esta situação é agravada por condicionalismos estruturais, como os elevados custos da energia e os compromissos ambientais associados à implantação de infraestruturas de computação intensiva.¹⁶

A UE procura o seu lugar na geopolítica da IA

A rivalidade entre os EUA e a China na era da IA desenrola-se num contexto de grande incerteza estratégica.¹⁷ Não é evidente se a vantagem da fronteira tecnológica irá gerar rendas persistentes que são difíceis de reproduzir ou se a concorrência se irá deslocar para a difusão, a implantação e a capacidade de escalar aplicações em setores-chave. Em ambos os cenários, o poder associado à IA tenderá a depender do controlo dos principais ativos – chips avançados, capacidade de computação, energia, talento e integração industrial – e apostar numa única trajetória pode revelar-se dispendioso se os desenvolvimentos tecnológicos divergirem dos pressupostos iniciais.

Este quadro tende a colocar as potências médias numa posição de dependência tecnológica.¹⁸ A concentração de talento, investimento e capacidade de computação nos EUA e na China limita a possibilidade de influenciar a direção da mudança tecnológica e amplia os custos de ajustamento económico e social associados à IA. Para a UE, o risco de ficar para trás reforça o debate sobre o equilíbrio entre regulamentação, competitividade e escala. Nomeadamente, o diagnóstico do relatório Draghi sobre as fricções do mercado interno e a dificuldade de aumentar a escala da inovação está relacionado com a recente mudança para abordagens de simplificação e proporcionalidade da regulamentação, com o objetivo de evitar que a segurança jurídica acabe por penalizar a adoção e a escala, especialmente entre as PME.¹⁹

No entanto, a governação da IA não se reduz necessariamente a uma lógica de blocos. Mesmo num contexto de rivalidade estratégica, as recentes iniciativas multilaterais revelam que há espaço para a coordenação de princípios e práticas. Por conseguinte, o ênfase na segurança e na regulamentação nas cimeiras de Londres (2023) e de Seul (2024) foi alargada a uma agenda mais transversal de inovação, competências digitais, impacto no emprego e sustentabilidade em Paris (2025) e a um foco nas lacunas de competências entre economias avançadas e emergentes em Nova Deli (2026). Neste sentido, o quadro orientado pela ONU sugere uma arquitetura global mais inclusiva e distribuída, baseada em princípios e mecanismos comuns complementares das estratégias nacionais e regionais.²⁰ Para a UE, o desafio consistirá precisamente em traduzir esta agenda de cooperação em capacidades reais de adoção e de aumento de escala.

15. O *AI Act* (2024) estabelece mecanismos de acompanhamento da implantação para facilitar o cumprimento em utilizações de alto risco, enquanto a *Apply AI Strategy* (2025) os integra num plano de ação destinado a acelerar a adoção, especialmente entre as PME e as administrações.

16. IEA (2025), «Energy and AI».

17. Foreign Affairs (2026), «Geopolitics in the Age of Artificial Intelligence: Strategy and Power in an Uncertain AI Future».

18. Foreign Affairs (2026), «The AI Divide: How U.S.-Chinese Competition Could Leave Most Countries Behind».

19. A proposta da Comissão Europeia contida no pacote Omnibus Digital de novembro de 2025 – atualmente em negociação entre legisladores – introduz um tom mais pragmático na abordagem regulamentar, com ajustamentos destinados a reduzir os encargos e a facilitar a adoção tecnológica sem alterar os objetivos de proteção.

20. Nações Unidas (2024), «Governação da Inteligência Artificial em benefício da Humanidade».

Produtividade e emprego face à IA generativa: o que é que sabemos?

A inteligência artificial (IA) generativa tem características de tecnologia de propósito geral: aplicação em muitos setores, melhoria rápida da sua própria tecnologia e catalisador de inovações complementares. Já aconteceu com a eletricidade ou a Internet. No entanto, um potencial elevado não implica um impacto macroeconómico imediato e uniforme. A escala final dependerá da velocidade de adoção e da capacidade das empresas para reorganizarem os processos. Este artigo analisa a forma como a IA pode afetar o crescimento da produtividade e as suas implicações para o mercado de trabalho.

Aumento da produtividade a nível microeconómico

Desde o aparecimento do ChatGPT em 2022, a investigação sobre o impacto da IA na produtividade dos trabalhadores disparou. Uma análise efetuada pela OCDE indica que, em média, a utilização de ferramentas de IA pode aumentar a produtividade individual em cerca de 30%, com alguns estudos a revelarem melhorias de mais de 50% em tarefas específicas.^{1,2} Muitos destes estudos, realizados em ambientes controlados em que um grupo de trabalhadores tem acesso à ferramenta e outro não, revelam melhorias de produtividade muito expressivas em tarefas em que a tecnologia tem uma aplicação direta, como a programação ou a escrita.

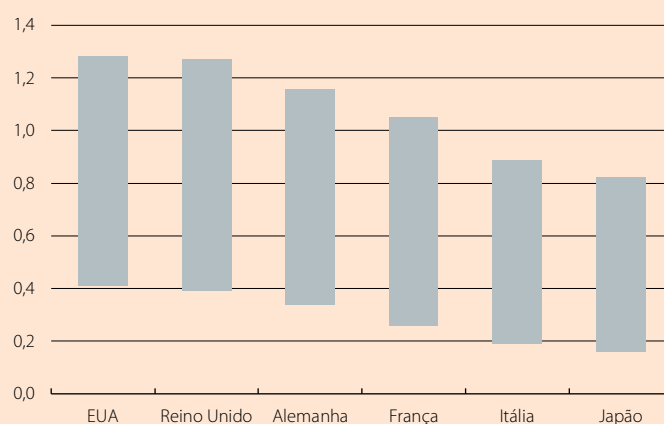
Estes resultados não devem ser interpretados como uma estimativa automática do impacto sobre o conjunto da economia. Primeiramente, porque se concentram em tarefas específicas e, em segundo lugar, porque muitas vezes não têm em conta os custos de implementação (formação, adaptação de processos, mudanças organizacionais, fricções jurídicas ou técnicas). Em resumo, mostram o que a IA pode fazer em condições favoráveis, embora não necessariamente o que fará de imediato numa escala agregada. Mesmo assim, representam uma base. À medida que a tecnologia avança, são de esperar novas melhorias, e os dados disponíveis até à data sugerem que a taxa de melhoria é elevada. Muitos dos estudos disponíveis, por exemplo, foram realizados antes do advento de agentes de IA autónomos capazes de executar tarefas completas sem intervenção humana. Se essas soluções forem consolidadas, os ganhos de produtividade poderão ser substancialmente ampliados. Existe, além disso, um padrão que se repete em muitos empregos: entre trabalhadores que executam a mesma tarefa, a IA tende a ajudar mais aqueles que partiram de um nível de produtividade mais baixo. Nesse sentido, atua como um «nivelador».

O salto do micro para o macro não é automático.

Os desenvolvimentos em pequena escala nem sempre se traduzem em números macro. Se a IA afetasse intensamente apenas algumas ocupações, o impacto agregado poderia ser limitado. O prémio Nobel Daron Acemoglu propõe um quadro simples para pensar neste salto.³ A IA aumenta a produtividade de duas formas: automatiza tarefas (substitui o trabalho humano) ou complementa o trabalhador (permite-lhe fazer mais e melhor). Ambos aumentam a produtividade, mas com implicações diferentes para o emprego, os salários e a desigualdade.

Com base em determinados pressupostos, o autor mostra que o impacto da IA na produtividade agregada pode ser aproximado a partir de dois ingredientes: (i) a proporção de tarefas ou profissões efetivamente afetadas pela nova tecnologia e (ii) o ganho médio de produtividade nessas tarefas.⁴ Infelizmente, a incerteza sobre a magnitude de cada um destes ingredientes é elevada.

Aumentos estimados da produtividade pela IA (p. p.)



Notas: Aumento médio anual nos próximos 10 anos. O intervalo capta diferenças na velocidade de adoção da tecnologia e diferenças na estrutura setorial de cada país.

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

1. «Macroeconomic productivity gains from Artificial Intelligence in G7 economies», OECD Artificial Intelligence Papers, junho de 2025, n.º 41.

2. Os indicadores de produtividade diferem de estudo para estudo. Em alguns casos, refere-se a poupanças de tempo, enquanto noutros se refere a aumentos de produção no mesmo intervalo de tempo. De um modo geral, podem ser interpretados como poupanças nos custos de mão de obra.

3. Acemoglu, D. (2025). «The simple macroeconomics of AI». *Economic Policy* 40, n.º 121, pp. 13-58.

4. A literatura económica diferencia o conceito de tarefa do conceito de ocupação. Uma profissão é um conjunto de tarefas, e o facto de uma tarefa ser automatizada não significa necessariamente que a profissão seja automatizada. Para simplificar, neste artigo utilizaremos a palavra tarefa e ocupação como sinónimos.

Por exemplo, Acemoglu parte do princípio de que 20% das tarefas são passíveis de automatização e que, destas, apenas 23% serão economicamente viáveis de automatizar nos próximos 10 anos. Outros autores encontram valores mais elevados, com 60% das tarefas suscetíveis de automatização e uma viabilidade de 80% dos casos.⁵

As estimativas agregadas variam significativamente em função dos pressupostos sobre a proporção de tarefas afetadas e os ganhos médios de produtividade. Num dos extremos, Acemoglu prevê ganhos de produtividade modestos, de cerca de 0,1 p. p. por ano. Com pressupostos mais favoráveis, os valores são mais elevados. A OCDE, por exemplo, estima que, nos próximos 10 anos, o crescimento anual da produtividade aumentará entre 0,4 e 1,3 p. p. nos EUA e entre 0,2 e 0,8 p. p. noutras economias avançadas.⁶ Tratam-se de intervalos amplos, que dependem de diferentes pressupostos sobre a velocidade de adoção da tecnologia e a estrutura setorial de cada economia, mas não são de modo algum valores negligenciáveis.

Estes exercícios não esgotam todos os canais de impacto. A IA pode facilitar novas profissões e modelos de negócio e acelerar a inovação científica. A OCDE, por exemplo, vê sinais de um círculo virtuoso de inovação: há um aumento das patentes de IA generativa que citam desenvolvimentos noutros domínios e, por sua vez, um aumento das patentes de IA generativa que citam inovações noutros domínios que citavam patentes de IA generativa.⁷ Isto significa que a IA promove a inovação noutros domínios e que estes domínios aceleram a própria inovação da IA.

Faltam também dados sobre os efeitos adversos. A economia nem sempre funciona como a soma de tarefas isoladas. Um exemplo simples é o chamado efeito Baumol: se os ganhos de produtividade forem elevados nalguns setores e baixos noutros, os salários tendem a evoluir de forma semelhante em todos os setores. Se assim não fosse, os trabalhadores acabariam por se deslocar para onde se paga melhor. Para os manter, os setores menos produtivos têm de aumentar os salários, mesmo que não produzam mais. Os salários mais elevados nestes setores traduzem-se em preços mais elevados e, por conseguinte, o peso destes setores na despesa final aumenta e dilui o impacto do crescimento da produtividade nos setores de ponta. As simulações da OCDE sugerem que este efeito poderia subtrair cerca de um sexto do potencial aumento do crescimento da produtividade associado à IA.⁸

Para além disso, a IA pode ter utilizações prejudiciais (desinformação, manipulação, ciberataques ou publicidade viciante) que geram externalidades negativas. Se estes custos não se refletirem nas métricas padrão, os ganhos macroeconómicos podem sobrestimar os benefícios sociais.

O mercado de trabalho: uma grande incógnita

O efeito real da IA no emprego é ambíguo. A automatização reduz, por um lado, a necessidade de mão de obra para as tarefas em causa. Por outro lado, as novas tecnologias também criam novos empregos – o canal de reintegração. Este último é um canal importante. Nas quatro décadas que se seguiram à Segunda Guerra Mundial, o aparecimento de novas profissões compensou totalmente a destruição de postos de trabalho através da automatização.⁹ A grande incógnita é se a IA irá replicar esse padrão e a que ritmo. A isto junta-se um terceiro canal: ao aumentar a produtividade, a IA pode conduzir a custos mais baixos, preços mais baixos e melhores produtos, o que pode estimular a procura e, por conseguinte, também a procura de mão de obra.

A desigualdade salarial também não segue uma única direção. Ao contrário de outras vagas tecnológicas, como a robótica, que afetou desproporcionadamente determinados grupos, a exposição à IA parece relativamente generalizada a profissões com diferentes níveis de competências, o que poderá limitar o aumento da desigualdade salarial. No entanto, o FMI sublinha que as pessoas com rendimentos mais elevados são, por um lado, as que correm maior risco de a IA substituir o seu trabalho, mas, ao mesmo tempo, as que têm mais possibilidades de beneficiar da sua complementaridade.¹⁰

A instituição simula três cenários e conclui que o efeito da IA na desigualdade salarial depende de quem ajuda e de quem prejudica mais: se a substituição de tarefas dominar, a desigualdade poderá ser reduzida (porque os empregos mais bem pagos serão mais afetados). Se a complementaridade dominar, a desigualdade tenderá a aumentar (porque os trabalhadores mais qualificados são mais reforçados). E se a IA aumentar a produtividade agregada, os salários podem aumentar para todos, especialmente para os que têm maiores complementaridades à IA, alargando novamente o fosso.

5. Para uma revisão das estimativas realizadas, ver Aghion, P. e Bunel, S. (2024). «AI and Growth: Where do we Stand?», Policy Note.

6. Veja nota de rodapé 1.

7. «Is Generative AI a General-Purpose Technology? Implications for Productivity and Policy», OECD Artificial Intelligence Papers, junho de 2025, nº 40.

8. O impacto é tanto maior quanto mais desiguais forem os ganhos de produtividade entre os setores e quanto mais difícil for para as famílias reorientar as suas despesas para os setores mais produtivos.

9. Acemoglu, D. e Restrepo, P. (2019) «Automation and new tasks: How technology displaces and reinstates labor», Journal of Economic Perspectives 33, n.º 2, pp. 3-30.

10. Giovanni, M., Panton, A., Pizzinelli, C., Rockall, E. e M. Tavares, M. (2024). «Gen-ai: Artificial intelligence and the future of work». FMI, 979, pp. 1-37.

A concorrência será uma peça-chave

A partilha de lucros dependerá também do ambiente competitivo. A IA pode reduzir os obstáculos à entrada em alguns mercados. Ferramentas mais baratas para programar, traduzir, desenhar ou analisar dados podem permitir às empresas mais pequenas fazer coisas que anteriormente exigiam uma maior escala. Em mercados competitivos, parte dos ganhos seria transferida para preços mais baixos e para uma ampla difusão dos benefícios. Se, por outro lado, as empresas capturarem a parte principal dos lucros, através de patentes ou do poder de mercado, a distribuição pode ser desigual.

Esta tensão é particularmente relevante no próprio mercado da IA. Economias de escala (quanto maior for a dimensão, maior será a eficiência), economias de gama (o mesmo modelo pode ser adaptado a múltiplas utilizações a um custo relativamente baixo) e estrangulamentos no acesso aos dados para treinar modelos, bem como o custo da informática e do capital humano, empurram naturalmente este mercado para uma maior concentração. Não é inevitável, mas é um risco plausível. Por este motivo, a vigilância por parte das autoridades será importante: não para sufocar a inovação, mas para evitar que a tecnologia que aumenta o bem-estar seja capturada por estruturas de mercado excessivamente fechadas.

Resumindo, a IA será transformadora. O seu potencial para aumentar a produtividade é real, mas a sua implantação será gradual. A poupança de tempo em tarefas específicas predominará em primeiro lugar. As maiores mudanças virão mais tarde, quando as empresas redesenharem processos inteiros e quando a IA ajudar a acelerar a geração de conhecimento e de novas ideias.

O cenário mais razoável é, portanto, o de um crescimento dos ganhos a médio prazo, com maior intensidade e rapidez nos EUA do que na Europa, dada a maior velocidade de adoção tecnológica e a proeminência do setor tecnológico nos EUA em comparação com a Europa.¹¹ Neste contexto, parece plausível esperar melhorias de produtividade de até 1 p. p. por ano nos EUA num horizonte de 5-10 anos, e de cerca de metade desse valor na Europa. Não seria uma revolução instantânea, mas seria uma mudança importante para o crescimento.

11. Para mais detalhes, ver artigos «Inteligência artificial: uma perspectiva do lado da oferta» e «Estratégias diferenciadas para governar a IA: Rumo à cooperação ou ao conflito?», neste mesmo Dossier.

A azáfama da IA nos mercados financeiros

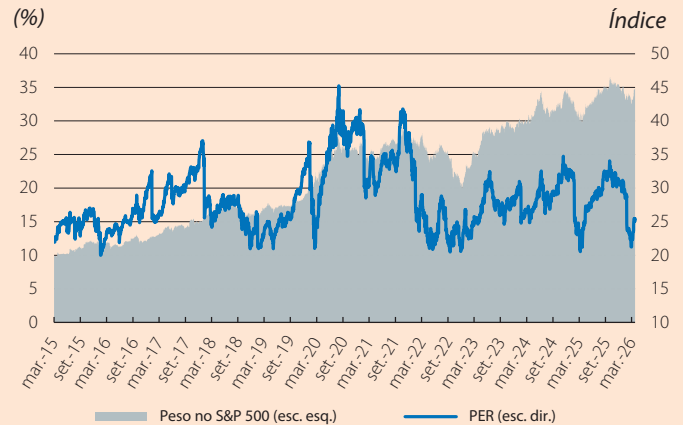
A inteligência artificial (IA) tem estado no centro de grande parte do recente crescimento económico dos EUA¹ e do desempenho do mercado bolsista dos EUA. Desde a descoberta do ChatGPT há três anos, as chamadas Sete Magníficas² representam 60% do aumento acumulado da capitalização bolsista do S&P 500 e já representam cerca de 35% do índice. A ascensão da inteligência artificial suscitou a esperança de uma nova revolução industrial e, ao mesmo tempo, o receio de uma nova bolha. Esta ambivalência reflete-se nas avaliações do mercado bolsista: baseiam-se em expectativas de crescimento significativo das receitas, mas, ao mesmo tempo, existem dúvidas quanto à sua sustentabilidade, quer devido a expectativas dececionantes, quer devido aos fortes planos de despesa e investimento que as empresas do setor estão a planear.³

O papel da estrutura de mercado

Embora as Sete Magníficas sejam agora identificadas como líderes globais no domínio da IA,⁴ uma das questões que se coloca é saber se serão capazes de obter um retorno atempado dos seus fortes planos de investimento e a forma que o mercado da IA irá assumir, assim como quais as empresas que irão emergir como vencedoras e perdedoras à medida que a tecnologia amadurece.

A cadeia de valor da IA oferece pistas sobre a forma como o mercado é suscetível de evoluir. Esta corrente tem cinco elos.⁵ Em primeiro lugar, a capacidade de computação, com a conceção de microprocessadores e chips de memória que suportam computação pesada, em que a

Sete Magníficas: preço e avaliação das ações

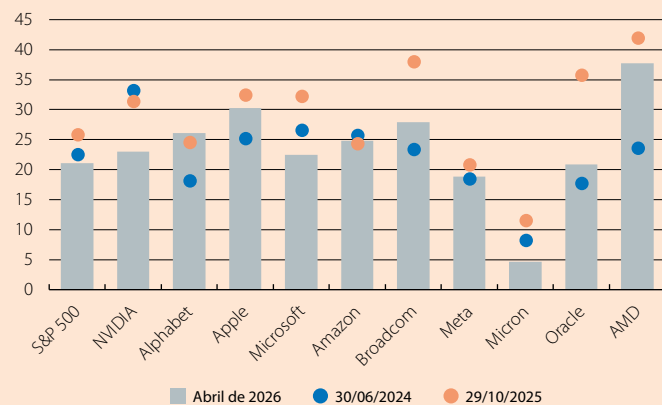


Notas: As Sete Magníficas são a Alphabet, a Amazon, a Apple, a Meta, a Microsoft, a NVIDIA e a Tesla. O PER é o rácio entre a capitalização bolsista observada e os lucros esperados nos próximos 12 meses (Forward Price-to-Earnings). Um PER mais elevado pode sugerir expectativas de ganhos a longo prazo mais elevadas e um risco de sobrevalorização das ações.

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

EUA : rácio PER das empresas líderes em IA

(Preço das ações por lucro esperado de 12 meses por ação)



Nota: Empresas ordenadas por capitalização bolsista, da esquerda (mais) para a direita (menos). Estas empresas dominam o índice Bloomberg Global Artificial Intelligence C-Series (o índice não inclui a Tesla entre os seus valores constituintes).

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

mação (o que vários especialistas preveem), será necessário recorrer aos dados privados, onde empresas estabelecidas como a Meta, a Google ou a Microsoft podem recuperar a sua vantagem competitiva graças ao elevado volume de utilizadores das suas aplicações (redes sociais como o Instagram ou o LinkedIn, navegação [Google Maps] ou burótica [Microsoft 365]).

As complementaridades entre os diferentes elos da cadeia também favorecem o domínio das empresas que integram vários elos da cadeia de valor da IA, uma integração já demonstrada por grandes empresas tecnológicas estabelecidas. Por exemplo, a Google também produz

NVIDIA é atualmente excelente na conceção e a TSMC na produção. Em segundo lugar, as infraestruturas, com centros de dados e serviços em nuvem (*cloud*) e uma presença notável da Amazon (Amazon Web Services) e da Microsoft (Azure). Em terceiro lugar, bases de dados (imagens, texto, áudio) para treinar a IA. Em quarto lugar, os grandes modelos de IA, como o GPT da OpenAI ou o Claude da Anthropic, podem ser adaptados a uma vasta gama de tarefas. E, finalmente, as aplicações que adaptam os grandes modelos a utilizações específicas, como Copilot, ChatGPT ou Claude Code.

Regra geral, a tecnologia atual implica grandes necessidades de investimento e custos fixos elevados, o que pode criar barreiras à entrada na cadeia de valor da IA. Isto aplica-se especialmente aos dois primeiros elos, onde também se observam efeitos de rede que reforçam a competitividade das empresas estabelecidas no mercado face aos potenciais novos operadores. Os três últimos elos (dados, modelos e aplicações) são, *a priori*, mais abertos à concorrência (formação com dados públicos, fonte aberta para modelos e aplicações), mas também apresentam dinâmicas que podem favorecer a concentração do mercado. Se, por exemplo, os dados públicos se esgotarem como fonte de formação

1. Ver artigo «Produtividade e emprego face à IA generativa: o que é que sabemos?», neste mesmo Dossier.

2. Alphabet (Google), Amazon, Apple, Meta, Microsoft, NVIDIA e Tesla.

3. Esta ambivalência reflete-se nos rácios PER (preço por ação e lucros por ação, uma métrica de avaliação padrão) nos dois primeiros gráficos: as empresas tecnológicas têm PER acima da média, mas sofreram correções nos últimos meses.

4. Frost, J., Rishabh, K. e Shreeti, V. (2026). «Global giants in the AI supply chain», Bank for International Settlements.

5. Gambacorta, L. e Shreeti, V. (2026). «The AI supply chain», Review of Network Economics.

o seu próprio *hardware* (chips TPU), constrói modelos (Gemini) e agrupa os seus produtos.

Alteração ao nível das necessidades de investimento

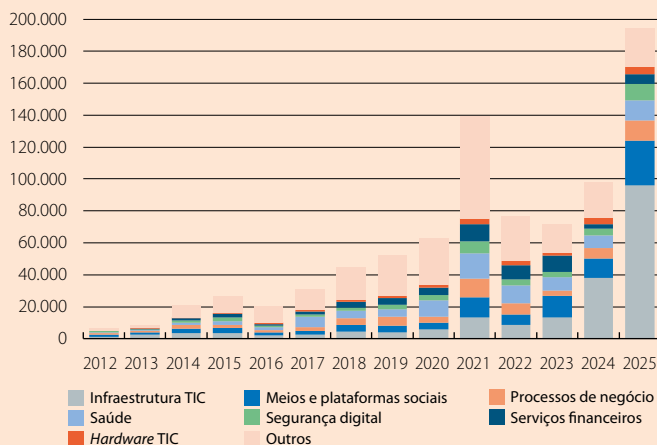
A IA exige não só investigação de ponta, mas também um investimento muito substancial em infraestruturas, especialmente associado às necessidades computacionais para armazenar dados e para treinar e utilizar os modelos. Este investimento inclui centros de dados, servidores informáticos, sistemas de refrigeração, instalações elétricas, etc. Entre as Sete Magníficas, a ambição de investimento traduziu-se em crescimentos do capex (despesa de capital) de 50% e 60% em 2024-2025, acelerando até 70% em 2026, segundo estimativas e previsões do consensus de analistas da Bloomberg.

O forte crescimento do investimento levou a uma mudança nas estratégias de financiamento. As empresas tecnológicas aproveitaram, nos últimos anos, os baixos rácios de endividamento e a elevada rentabilidade das suas transações para financiar os seus investimentos com o fluxo de caixa que elas próprias geraram.

Mas os planos de despesa cresceram tanto que começaram a recorrer de forma mais significativa a financiamento externo (emissões de obrigações, empréstimos, crédito privado e *venture capital*)⁶.

EUA : investimentos em IA por meio de *venture capital*

(Milhões de dólares)



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

domínio dos operadores históricos. Uma concentração que, para além de ajudar a explicar as avaliações dos mercados financeiros, pode ser uma fonte de instabilidade.¹² No entanto, a evolução efetiva do mercado da IA é incerta e pode acabar por ter configurações muito diferentes. A regulamentação, a facilidade de construção de novos modelos e as dependências de fornecimento (como os chips especializados) serão fundamentais para determinar a sua estrutura final.

6. O capital de risco (*venture capital*) é uma forma de investimento que consiste em fornecer capital a empresas novas ou em expansão com um elevado potencial de crescimento a longo prazo.

7. Aldasoro, I., Doerr, S. e Rees, D. (2026). «Financing the AI boom: from cash flows to debt», Bank for International Settlements.

8. Eren et al. (2026). «Financing the AI infrastructure boom: on- and off-balance sheet borrowings», Bank for International Settlements.

9. Ou seja, crédito não bancário concedido por fundos de investimento especializados, negociado diretamente entre o mutuante e o mutuário.

10. Eren et al. (2026), *op. cit.*

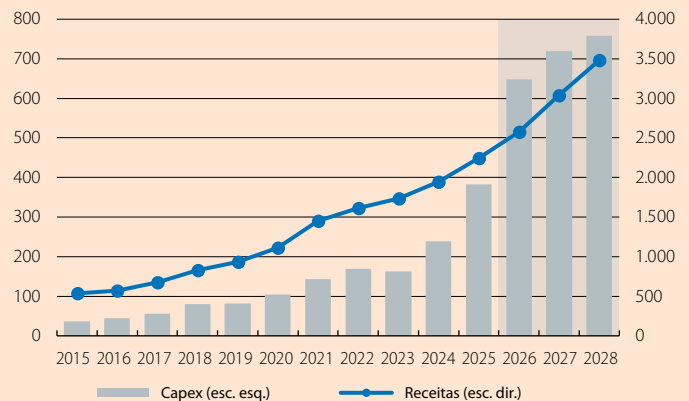
11. Bloomberg (2026). «A Guide to the Circular Deals Underpinning the AI Boom», descreve diferentes acordos circulares. A título de exemplo, em 2025, a NVIDIA concordou em investir 100 mil milhões de dólares na OpenAI e esta comprometeu-se a transacionar os seus centros de dados intensivamente com chips da NVIDIA. A OpenAI e a AMD também estabeleceram uma aliança estratégica através da qual a OpenAI poderia acabar por se tornar um dos principais acionistas da AMD, comprometendo-se a comprar chips da AMD por dezenas de milhares de milhões de dólares.

12. Por exemplo, expondo grandes partes da economia às dificuldades de alguns agentes ou estrangulamentos, ou aumentando a correlação entre os agentes (por exemplo, movimentos correlacionados nos mercados financeiros que amplificam os momentos de tensão). Breeden, S. (2024), *Engaging with the machine: AI and financial stability*, discurso na HKMA-BIS Joint Conference on Opportunities and Challenges of Emerging Technologies in the Financial Ecosystem.

Sete Magníficas: investimento em bens de equipamento e rendimentos

(Milhares de milhões de dólares)

(Milhares de milhões de dólares)



Notas: As Sete Magníficas são a Alphabet, a Amazon, a Apple, a Meta, a Microsoft, a NVIDIA e a Tesla. Previsões a partir de 2026.

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

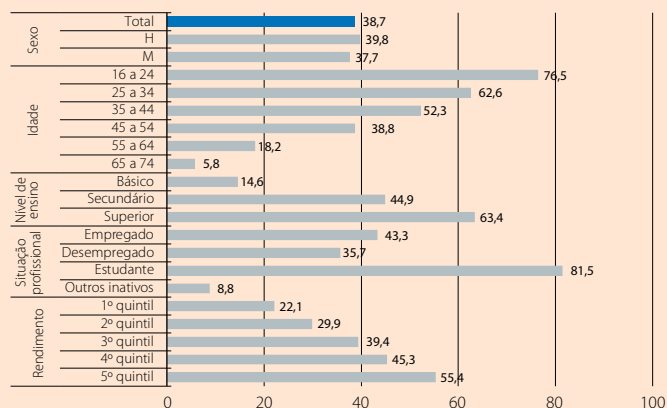
Uma estrutura comum para angariar financiamento externo liga os centros de dados, o capital privado e o investimento cruzado entre grandes empresas de IA.⁸ Normalmente, esta fórmula envolve a formação de um consórcio de entidades para criar uma nova entidade, que será proprietária de centros de dados. Este consórcio inclui, numa posição de capital minoritário, a própria empresa de IA, que pagará a renda e operará os centros de dados. Para obter financiamento, a entidade emite dívida, muitas vezes canalizada através de crédito privado⁹ ou de investidores institucionais, e cujos reembolsos são garantidos pelas receitas geradas pelos alugueres dos centros de dados. De acordo com o próprio Banco de Pagamentos Internacionais,¹⁰ esta estrutura pode gerar circularidade e opacidade sobre o endividamento real das empresas de IA. Adicionalmente, tende a gerar ligações entre grandes empresas de IA estabelecidas (quando estas se juntam em consórcios), da mesma forma que outras transações de investimento cruzado entre empresas líderes.¹¹

Em termos gerais, a atual cadeia de valor da IA e as estratégias de financiamento e acordos estratégicos entre empresas tecnológicas estabelecidas conduzem à concentração do mercado e ao

A adoção da Inteligência Artificial em Portugal

Pessoas que utilizam ferramentas de IA com regularidade por características sociodemográficas (2025)

(%)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE (inquérito à utilização de tec. de informação e comunicação pelas famílias; 2025).

pelos estudantes (81,5%) e pela maioria das pessoas no quintil de rendimento mais elevado (55,4%). A principal razão apontada para a não utilização é de forma destacada a ausência de necessidade de utilizar (67,9%) seguida da falta de conhecimentos para o uso (15,3%), as preocupações com a privacidade/segurança (8,3%) e também o desconhecimento acerca da existência da tecnologia (4,5%).

Importa que as empresas nacionais não percam este pelotão pois já em ocasiões anteriores sublinhámos que o uso da IA tem um potencial transformador em termos económicos e sociais comparável ao da eletricidade ou da informática, com algumas evidências já comprovadas no aumento da produtividade dos trabalhadores.¹ Tal como no caso dos particulares, também as empresas portuguesas têm uma boa condição de base para uso da IA: a quase totalidade tem acesso à internet (98,8%), mais de metade do pessoal ao serviço tem acesso para fins profissionais (51,1%), e 38,7% das empresas referem a aquisição de serviços de computação em nuvem para utilização na Internet. Contudo, em 2025 apenas 11,5% das empresas (dados do INE) utilizam tecnologias de IA, um aumento modesto no ritmo de adoção de +2,9 p. p. face ao ano anterior, mas ainda assim superior ao que se tinha verificado em 2024 face a 2023 (+0,7 p. p.). Em parte, isto é explicado pelo facto de serem as grandes empresas as maiores aderentes a esta tecnologia (ver segundo gráfico) e estas serem uma proporção muito pequena (em número) do tecido empresarial nacional. Referir que quase 70% das empresas que usam IA fá-lo recorrendo a aquisição/contratação externa de soluções prontas a usar e sem envolvimento direto dos seus trabalhadores.

No terceiro gráfico vemos que a organização de processos administrativos e de gestão é o principal propósito de utilização e a tecnologia de IA mais utilizada é a análise de linguagem escrita. Ou seja, a incorporação da IA nas empresas ainda está a ser feita a um nível mais básico da tecnologia, mas que provavelmente possibilita no imediato algum acréscimo de produtividade mensurável. Não vemos isto de forma negativa, na medida em que poderá permitir demonstrar junto da gestão das empresas a relação custo-benefício da tecnologia para potenciar um aumento gradual de utilização no sentido de finalidades mais complexas. Pode refletir também o próprio défice de I&D do nosso tecido empresarial.

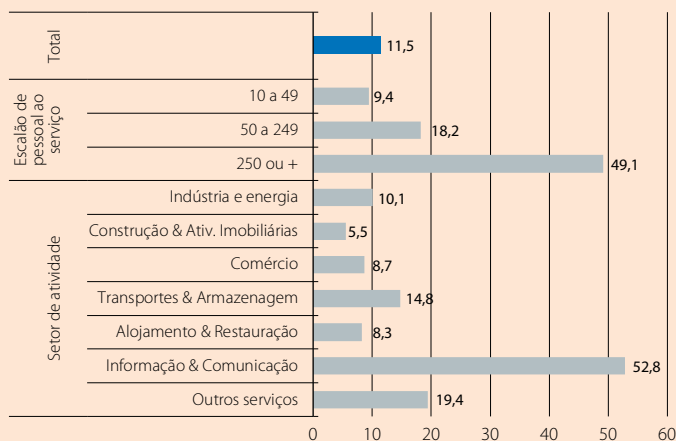
1. Ver o artigo «Inteligência artificial: desafios e oportunidades para a Europa» presente no IM06/2024.

A transformação digital das últimas décadas alterou profundamente a forma como cidadãos e empresas vivem, trabalham e se relacionam. Em Portugal, a digitalização começou com o acesso generalizado à internet pelos particulares, evoluiu com o uso massivo de *smartphones* e consolidou-se com serviços online que passaram a integrar o quotidiano: pagamentos digitais, *streaming*, redes sociais, etc. Nas empresas, a trajetória seguiu um percurso paralelo: informatização de processos, adoção de softwares de gestão, comércio eletrónico, etc. A Inteligência Artificial (IA) é o novo passo deste caminho. Apesar de estar já «silenciosamente» inserida nas rotinas da «população ligada em rede» (através da integração nos motores de busca e recomendações personalizadas, por exemplo), qual o grau de adoção da IA em Portugal (em particular pelas empresas)? Neste artigo procuramos esta clarificação.

Na adoção pela população há grandes assimetrias consoante as características sociodemográficas (ver primeiro gráfico), sendo fortemente utilizada pelos jovens dos 16 até aos 24 anos (76,5%),

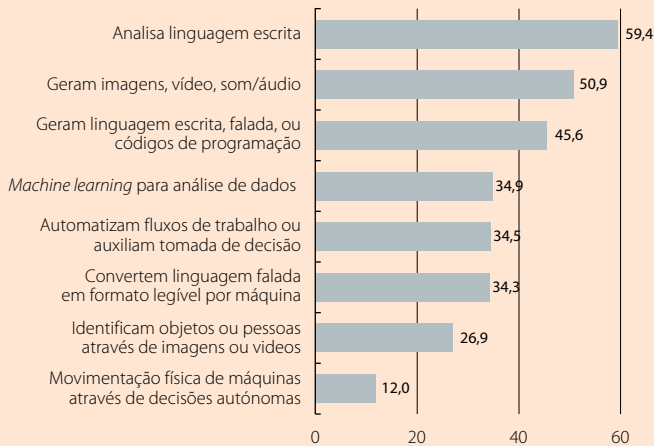
Empresas que utilizam IA (2025)

(%)

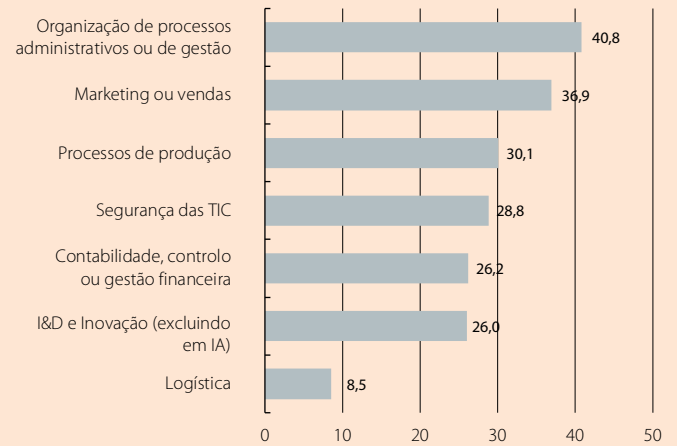


Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE (inquérito à utilização de tec. de informação e comunicação nas empresas; 2025).

Empresas que utilizam IA por tipo de tecnologia (2025)
(%)



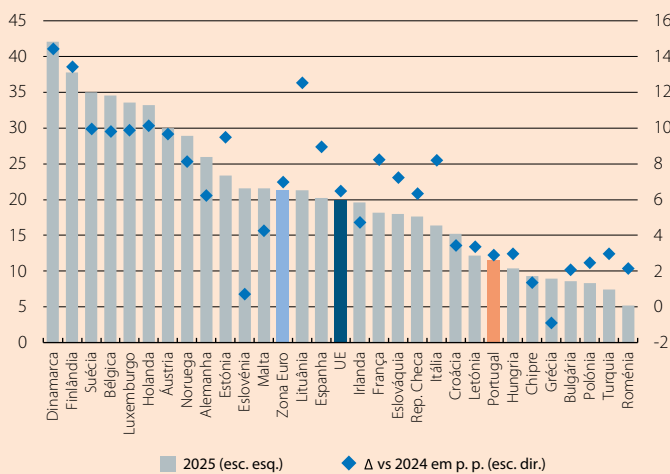
Empresas que utilizam IA por tipo de propósito de utilização (2025)
(%)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE (inquérito à utilização de tec. de informação e comunicação nas empresas; 2025).

Mas como compara Portugal com outros países europeu na adoção da IA pelas empresas? É isso que mostra o último gráfico. Como vemos, Portugal (11,5%) situa-se numa posição fraca no contexto europeu (UE= 19,9% e Zona euro= 21,3%) e o ritmo de adoção também não é extraordinário (apenas +2,9 p. p. face a 2024). Países que tinham um grau de adoção semelhante a Portugal em 2024

Percentagem de empresas a usar IA
(%)



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

(Espanha, França, Lituânia) e até inferior (Itália) aceleraram no último ano o grau de utilização, ultrapassando-nos claramente. O único aspeto positivo a referir neste capítulo é o facto de haver um número crescente de empresas que não utilizam a tecnologia que pondera passar a fazê-lo (12,3%).

As oportunidades e obstáculos à adoção da IA em Portugal

Ao longo deste artigo já fomos aflorando algumas vantagens e obstáculos à adoção desta tecnologia no país. Entre as vantagens destacámos a boa cobertura de internet no território e entre os obstáculos as competências digitais da população, que necessitam ser melhoradas. Há também escassez de profissionais com perfis híbridos (que conciliem o conhecimento da tecnologia com o conhecimento do negócio das empresas), alguma resistência à mudança e falta de cultura de inovação.

A nossa língua é uma vantagem. O desenvolvimento da IA baseia-se em *Large Language Models* que são alimentados com biliões de palavras e frases da internet e outras fontes, aprendendo padrões, gramática, factos e raciocínio. Ora, o facto de o português ser a oitava língua com maior conteúdo na internet² constitui uma vantagem competitiva para treinar este tipo de modelos.

Outro aspeto a ter em conta para liderar e difundir esta tecnologia são os *data centers*, que são as infraestruturas necessárias para treinar e correr os modelos de IA. Reduzir a distância física entre *data centers* e os clientes permite otimizar tempos de resposta e melhorar a experiência dos utilizadores. São conhecidos vários investimentos em curso no país neste tipo de infraestruturas e a capacidade em *pipeline* está em expansão.³ Por fim, é bom lembrar que os *data centers* requerem grandes consumos de energia elétrica. Se por um lado beneficiamos de um *mix* energético em que cerca de 70% da energia elétrica é produzida a partir de fontes renováveis, por outro, os promotores destes projetos já solicitaram potência à rede elétrica nacional em volume maior do que a capacidade de produção instalada no país, e que pode exigir investimentos na rede.

2. De acordo com o OBDILCI - Observatório da Diversidade Linguística e Cultural na Internet.
3. Ver por exemplo o *press release* da Cushman & Wakefield «Data Centres em expansão em Portugal, um mercado estratégico no panorama europeu».

A governação não está à margem deste processo. Além do lançamento da «estratégia nacional de *data centers*» e de uma «Agenda Nacional de IA» anunciados na última Web Summit,⁴ existem também iniciativas legislativas como o reconhecimento de todo o território continental como «Zona de Grande Procura» que é um procedimento excepcional para reorganizar, recuperar ou redistribuir capacidade elétrica mediante pedidos de ligação de novas instalações de consumo (como os *data centers*).

O futuro não pode esperar. À medida que a tecnologia amadurece, crescerá também a familiaridade e a confiança nesta. Resta saber aproveitá-la para o bem comum.

Tiago Belejo Correia

4. Ver o *press release* do governo [«Governo apresenta na Web Summit estratégia para uma inteligência artificial ao serviço das pessoas»](#).

ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

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

INFORMAÇÃO MENSAL

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

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

DAILY REPORT

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

PULSO ECONÓMICO

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

NOTAS BREVES

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

FLASH NOTES

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

FICHAS SÍNTESE PAÍS

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



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

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

© Banco BPI, S.A., 2026

© CaixaBank, S.A., 2026

Design e produção: www.cegeglobal.com

