



**FORUM PARA A  
COMPETITIVIDADE**

**NOTA DE CONJUNTURA Nº 106  
FEVEREIRO DE 2025**

Esta Nota de Conjuntura, da responsabilidade  
do Fórum para a Competitividade,  
inclui informação publicada até 06.03.2025

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O PATROCÍNIO DE:

**Jerónimo  
Martins**

## RESUMO EXECUTIVO

- Os EUA deram início a uma guerra comercial, com tarifas sobre os produtos do México, Canadá e China, esperando-se tarifas de 25% sobre os da UE, provavelmente já em Abril.
- A Comissão Europeia apresentou um “Plano para Rearmar a Europa”, a submeter ao Conselho Europeu, que envolverá cerca de 800 mil milhões de euros em quatro anos.
- Em Portugal, em Fevereiro, o clima económico caiu de forma significativa, exclusivamente devido ao comportamento dos serviços, ainda que se tenha mantido dentro dos valores mais elevados desde Setembro.
- Em Fevereiro, a inflação diminuiu de 2,5% para 2,4%, enquanto a inflação subjacente (excluindo produtos energéticos e bens alimentares não transformados) abrandou de 2,7% para 2,4%.
- Em Dezembro, as exportações de bens caíram, um pouco mais do que no mês anterior. Em termos de destino, assinala-se a recuperação para França e a forte quebra para os EUA.
- Em 2024, a economia portuguesa registou um excedente externo de 9,3 mil milhões de euros (3,3% do PIB), superando o excedente de 5,3 mil milhões de euros de 2023 (2,0% do PIB), e com o rácio mais elevado desde 1953.
- Em Janeiro, o mercado de trabalho mostrou sinais de robustez, com uma boa descida da taxa de desemprego, de 6,4% para 6,2%, e uma aceleração do emprego, de 1,5% para 2,1%.
- Os pagamentos a Beneficiários Directos e Finais do PRR subiram apenas 272 milhões para 6 750 milhões de euros (30% do total), continuando a não haver melhorias na execução destes programas.
- Em 2024, o emprego público subiu 1,0%, sendo o poder local responsável por 60% deste aumento. Desde 2011, o emprego nas freguesias subiu 47%, o que é extraordinário, porque foi aí que houve uma tentativa de racionalização da despesa, com agregação de freguesias.
- No 4º trimestre, o PIB acelerou fortemente em cadeia, de 0,2% para 1,5%, de que resultou uma melhoria homóloga, de 1,9% para 2,8%, sobretudo devido ao dinamismo do consumo privado. No conjunto do ano, o PIB desacelerou de 2,6% em 2023 para 1,9% em 2024.
- Os dados preliminares de 2025 apontam para um abrandamento da actividade.
- Perante um cenário internacional em degradação, com forte subida da incerteza, há riscos crescentes que o nosso país possa vir a ser prejudicado a breve trecho. O crescimento do consumo privado no final de 2024 não é sustentável e o bom comportamento das exportações poderá estar em risco, a que se soma a recente crise política.

# ÍNDICE

## 1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

Guerras	5
EUA	6
China	7
Reino Unido	7
Zona euro	7

## 2. CONJUNTURA NACIONAL

Indústria e construção	10
Serviços	11
Turismo	12
Energia	13
Inflação	14
Exportações de bens	15
Contas externas	16
Mercado de trabalho	17
Fundos europeus	18
Contas públicas	18
PIB do 4º trimestre de 2024	21
Próximos trimestres	22

## 3. TEMA EXTRA

Novas políticas nos EUA	25
-------------------------	----

## 4. MERCADOS FINANCEIROS

## 5. AGENDA



## - EUA suspendeu ajuda militar à Ucrânia

### 1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

Pedro Braz Teixeira<sup>1</sup>

#### GUERRAS

Renegando mais de 80 anos de confronto entre Washington e Moscovo, os EUA aproximaram-se da Rússia, ao ponto de acusarem a Ucrânia de ser responsável pela invasão de que foi vítima.

Esta atitude já provocou uma clara alteração da atitude dos líderes europeus, que ficaram mais conscientes de não poderem contar com o parceiro transatlântico.

Após um choque frontal entre Trump e Zelensky, os EUA suspenderam a ajuda militar à Ucrânia, no que pode ser interpretado como uma pressão para a substituição do presidente ucraniano e para que este país aceite condições de paz mais onerosas.

Israel suspendeu a entrada de ajuda humanitária a Gaza, após o Hamas não ter aceitado rever o acordo de cessar-fogo.

<sup>1</sup> Director do Gabinete de Estudos do Forum para a Competitividade, responsável pelos textos desta Nota de Conjuntura, com excepção dos assinalados.



## - Sinais de fraqueza económica no 1º trimestre

### EUA

As principais novas políticas dos EUA serão, de novo, detalhadas no Tema Extra deste documento.

Há vários anos que a Reserva Federal de Atlanta publica um nowcast (em vez de forecast) do PIB dos EUA, GDPNow2, uma estimativa em tempo real. A estimativa do PIB do 1º trimestre de 2025 começou por ser cerca de 3%, baixou para 2,3% na segunda metade de Fevereiro e caiu abruptamente em Março, passando a assumir valores muito negativos, sendo o último (3-Mar) de -2,8%.

O sentimento dos consumidores, recolhido pela Universidade de Michigan, deteriorou-se muito em Fevereiro, tendo as cinco componentes do índice caído, o que é raro. Para além disso, as quedas foram unânimes em todos os grupos demográficos. Uma das razões para este declínio parece ser o receio das tarifas e do seu impacto sobre a inflação.

Em Janeiro, a taxa de inflação subiu, de 2,9% para 3,0%, acima do esperado, enquanto a inflação subjacente aumentou de 3,2% para 3,3%, mas mantendo-se no intervalo onde tem estado desde Junho. A criação de emprego foi de 143 mil, abaixo do esperado, e a taxa de desemprego diminuiu de 4,1% para 4,0%.

Na reunião de 19 de Março, a Reserva Federal deve manter as taxas inalteradas, perante a enorme incerteza, sobre a actividade e sobre os preços, em que está mergulhada a economia norte-americana.



## - China com retaliação limitada às tarifas dos EUA

### CHINA

Após ser vítima de tarifas adicionais gerais de 10% impostas pelos EUA, a China retaliou, mas de forma limitada, abrangendo apenas 14 mil milhões de exportações norte-americanas, de gás natural liquefeito, carvão, petróleo e equipamento agrícola, com taxas entre 10% e 15%, evitando um conflito generalizado.

### REINO UNIDO

Na reunião de Fevereiro, o Banco de Inglaterra diminuiu a sua taxa de referência, de 4,75% para 4,5%, como era aguardado, mas reduziu a sua estimativa de crescimento em 2025 para metade, de 1,5% para 0,75%. Em relação à inflação, antecipa uma redução mais lenta e volátil.

Em Janeiro, a inflação britânica aumentou de 2,5% para 3,0%, mais do que o antecipado (2,8%).

### ZONA EURO

Trump prometeu que lançará tarifas em breve sobre a UE, provavelmente de 25%, a partir de Abril, e esta ameaça retaliar, mas não se conhecem ainda os detalhes destas medidas.

A elevada incerteza sobre a economia europeia dificulta a acção do BCE e a sua previsibilidade. Neste momento, após o corte de Março, os mercados financeiros esperam que haja mais duas descidas ao longo do ano, mas esta expectativa poderá sofrer alterações significativas.

## - Grande incerteza sobre tarifas



## - Crescimento marginal também em Fevereiro

Em Fevereiro, a actividade na zona euro manteve o crescimento marginal registado no mês anterior, mas com uma alteração da sua composição, com menor dinamismo nos serviços e menor queda na indústria. As novas encomendas caíram pelo nono mês consecutivo, enquanto o corte de emprego diminuiu pelo sétimo mês, num cenário de procura limitada.

Indicadores da zona euro

Indicador	Uni.	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Jan	Fev
PMI total	-	50,2	51,0	49,6	50,0	48,3	49,6	50,2	50,2
Produção industrial	tvh	-2,1	-0,1	-2,2	-1,1	-1,8	-2,0		
PMI na indústria	-	45,6	45,8	44,9	45,8	45,1	44,3	47,1	48,7
Vendas a retalho	tvh	0,3	2,5	3,2	2,1	1,6	1,9		
PMI nos serviços	-	51,9	52,9	51,4	51,6	49,5	51,6	51,3	50,7
Desemprego	%	6,4	6,3	6,3	6,2	6,2	6,2	6,2	

Fonte: Eurostat, IHS Markit.

## Plano para Rearmar a Europa

A Comissão Europeia apresentou um “Plano para Rearmar a Europa”<sup>3</sup>, a submeter ao Conselho Europeu, que envolverá cerca de 800 mil milhões de euros em quatro anos. Em primeiro lugar, pretende-se activar a cláusula de excepção nacional do Pacto de Estabilidade e Crescimento. Se os Estados Membros aumentassem a despesa em defesa em 1,5% do PIB isso representaria cerca de 650 mil milhões de euros em quatro anos.





Em segundo lugar, criar um novo instrumento que deverá proporcionar 150 mil milhões de euros para investimento em defesa. Em terceiro lugar, usar o poder do orçamento comunitário, criando novas possibilidades e incentivos para o uso dos programas de coesão. Haverá ainda duas áreas de acção, com o objectivo de mobilizar capital privado, quer acelerando a União Europeia de Poupança e Investimentos, quer através do BEI.



## - Clima económico cai

## 2. CONJUNTURA NACIONAL

### INDÚSTRIA E CONSTRUÇÃO

Em Fevereiro, o clima económico caiu de forma significativa, exclusivamente devido ao comportamento dos serviços, ainda que se tenha mantido dentro dos valores mais elevados desde Setembro. A confiança na indústria recuperou muito ligeiramente da queda do mês anterior, mas mantendo-se ainda abaixo dos valores do último quadrimestre de 2024, enquanto a confiança na construção conquistou um novo máximo de mais de vinte anos.

Dados da indústria e construção

Indicador	Uni.	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Jan	Fev
Indicador de Clima Económico	-	1,6	1,6	2,1	2,5	2,8	2,9	2,8	2,4
Volume de Negócios na Indústria	tvh	-1,9	-0,7	2,3	2,2	0,5	-0,8		
Produção industrial	tvh	-3,9	-1,5	2,8	4,7	-2,2	-4,9	-4,3	
Confiança na Indústria Transformadora	-	-7,7	-5,8	-2,9	-3,7	-3,9	-4,7	-5,7	-5,3
Índice de Produção na Construção	tvh	1,8	2,0	2,3	3,9	4,1	4,7		
Vendas de cimento	tvh	9,6	-3,4	-0,7	8,5	-0,9	25,2	-11,0	
Confiança na Construção	-	-4,1	-3,3	-3,8	-0,3	1,2	3,6	4,2	5,3
Custos na Construção	tvh	3,3	3,8	3,3	4,1	3,4	4,3		

Fonte: INE, Banco de Portugal.



**- Confiança nos serviços com queda nítida**

**SERVIÇOS**

Em Fevereiro, a confiança dos consumidores melhorou ligeiramente, tal como a confiança no comércio a retalho, enquanto a confiança nos serviços sofreu uma forte queda, para valores um pouco melhores do que os de Setembro.

**Dados dos serviços**

Indicador	Uni.	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Jan	Fev
Confiança dos consumidores	-	-12,3	-14,1	-12,8	-14,7	-14,5	-15,7	-15,2	-15,0
Vendas no Comércio a Retalho	tvh	1,9	5,4	5,0	4,5	5,5	5,1	5,4	
Confiança no comércio a retalho	-	2,0	-0,2	2,0	4,0	3,5	4,6	3,7	4,8
Vendas veículos ligeiros de passageiros	tvh	-9,5	-9,4	6,9	10,3	4,0	21,3	-7,8	-5,1
Vendas de veículos comerciais ligeiros	tvh	2,8	8,4	-1,5	4,1	-2,5	8,0	-12,3	24,7
Volume de Negócios nos Serviços	tvh	3,8	5,9	5,9	3,7	5,1	1,6		
Confiança nos serviços	-	-0,2	-1,7	4,3	13,8	18,9	20,9	20,8	7,7
Procura nos próximos 3 meses - alojamento e restauração	-	2,0	3,1	23,3	19,7	22,4	24,6	13,3	15,2

Fonte: ACAP, INE.



## - Aceleração no início de 2025

### TURISMO

Em Janeiro, as dormidas aceleraram, mas de forma diferenciada. As dormidas de residentes, que têm exibido uma elevada volatilidade, aceleraram fortemente, após a queda marginal de Dezembro, enquanto as de não residentes conheceram um ligeiro abrandamento, mas dentro de uma tendência muito mais estável.

#### Dados do turismo

Indicador	Uni.	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Jan
Proveitos no Turismo	tvh	12,7	7,2	7,8	12,0	9,9	16,7	9,2	
Dormidas	tvh	4,8	2,1	3,8	2,4	2,5	9,8	2,9	6,3
Dormidas de residentes	tvh	3,2	-2,4	4,6	-0,6	0,9	22,2	-0,2	11,3
Dormidas de não residentes	tvh	5,5	4,2	3,4	3,7	3,1	4,6	4,4	3,8

Fonte: INE.



## - Petróleo russo mais perto de voltar a fluir

### ENERGIA

A aproximação dos EUA à Rússia fez antever um possível fim das sanções a este país, que poderia exportar muito mais petróleo, a preços do mercado internacional e não com as dificuldades e os descontos actuais. No entanto, o impacto sobre os preços desta matéria-prima não foi ainda muito visível, porque não se espera uma resolução rápida e fácil de um acordo de paz com a Ucrânia.

Quanto à promessa de grande aumento da produção nos EUA (“drill, baby, drill”), não há ainda sinais de que venha a concretizar-se.

Em contrapartida, ao contrário do esperado, a OPEP+ não voltou a adiar o fim dos cortes na produção, que deverão iniciar-se já em Abril, com o programado regresso de 2,2 milhões de barris por dia num prazo de 18 meses.

A Comissão Europeia aprovou um plano de acção para energia a preços acessíveis<sup>4</sup>, com quatro pilares: redução dos custos da energia; completar a união de energia; atrair investimento; estar preparado para as crises.

#### Dados de energia

Indicador	Uni.	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Jan
Consumo de energia eléctrica	tvh	0,6	2,5	0,3	3,9	1,8	0,8	0,2	1,6
Preço da gasolina 95	€/l	1,717	1,733	1,694	1,657	1,693	1,695	1,708	1,754
Preço do gasóleo	€/l	1,551	1,581	1,534	1,532	1,562	1,577	1,598	1,649
Preço do gás natural	€/MWh	34,5	32,6	38,3	36,4	40,4	44,7	45,2	48,4
Preço da electricidade por grosso	€/MWh	58,1	74,1	91,1	73,6	69,4	104,6	111,5	96,7

Fonte: DGEG, Bloomberg, OMIE.



## - Ligeira redução da inflação em Fevereiro

### INFLAÇÃO

Em Portugal, em Fevereiro, a inflação diminuiu de 2,5% para 2,4%, enquanto a inflação subjacente (excluindo produtos energéticos e bens alimentares não transformados) abrandou de 2,7% para 2,4% e a inflação média subiu de 2,4% para 2,5%.

#### Indicadores de inflação, Zona euro e Portugal

Indicador	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Jan	Fev	Fev
Inflação (euro)	tvh	2,6	2,2	1,7	2,0	2,2	2,4	2,5	2,4
Inflação subjacente (euro)	tvh	2,8	2,8	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,6
Preços serviços (euro)	tvh	4,0	4,1	3,9	4,0	3,9	4,0	3,9	3,7
Inflação	tvh	2,5	1,9	2,1	2,3	2,5	3,0	2,5	2,4
Inflação subjacente	tvh	2,4	2,4	2,8	2,6	2,6	2,8	2,7	2,4
Preços aliment. não transf.	tvh	2,8	0,8	0,9	2,1	1,9	3,4	1,8	2,4
Preços energia	tvh	4,2	-1,4	-3,5	-0,2	2,1	4,9	2,4	1,5
Inflação média	tvh	2,5	2,3	2,2	2,2	2,3	2,4	2,4	2,5
Diferencial Portugal - euro		-0,1	-0,3	0,4	0,3	0,2	0,6	0	0
Preços na produção industrial (PPI)	tvh	1,9	2,0	1,0	0,1	1,2	1,6	-0,3	
Câmbio Euro - dólar	tvh	-1,9	0,9	3,9	3,2	-1,6	-3,9	-5,1	

Fonte: Eurostat, INE.

Na zona euro, a inflação também baixou de 2,5% para 2,4%, tal como a inflação subjacente, de 2,7% para 2,6% e a dos serviços, de 3,9% para 3,7%, abrindo espaço para cortes de taxas do BCE.



## - Queda das exportações de bens no final do ano

### EXPORTAÇÕES DE BENS

Em Dezembro, as exportações de bens caíram, um pouco mais do que no mês anterior. Em termos de destino, assinala-se a recuperação para França e a forte quebra para os EUA. Em termos sectoriais, destacou-se a diminuição das exportações de Fornecimentos industriais (-13,1%) e o aumento das importações de Combustíveis e lubrificantes (+21,3%).

Comércio externo de bens, taxas de variação homóloga

Indicador	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez
Exportações - total	-0,8	-4,1	23,7	-1,9	5,1	17,1	-2,0	-2,5
Espanha	-5,8	-0,7	11,1	1,9	10,8	14,7	0,0	1,9
França	-7,3	-11,8	1,4	-1,0	4,5	4,8	-10,7	3,8
Alemanha	4,0	-4,2	120,6	14,4	16,4	26,4	19,7	13,7
EUA	16,1	47,9	50,6	-13,9	-43,7	25,2	17,6	-45,7
Reino Unido	-9,4	-17,5	8,2	-12,6	-6,3	5,0	-13,6	17,6
Itália	-3,3	4,6	11,1	-0,6	11,8	24,5	-14,4	4,5
Países Baixos	15,5	-3,8	-12,3	19,8	52,0	38,4	-2,3	28,3
Bélgica	-6,6	-5,1	36,6	-16,8	-2,7	41,0	-0,9	17,3
Angola	-20,1	-13,9	-16,1	-0,5	-0,2	10,3	-4,4	-3,2
Polónia	14,3	-3,1	16,3	-22,3	25,6	1,3	5,8	18,4
Importações - total	-3,6	-6,2	16,1	1,1	3,3	7,5	4,6	4,0
Import. sem combustíveis	-4,3	-4,2	13,3	1,5	9,7	7,0	6,0	1,8
Importações combustíveis	3,0	-21,5	42,5	-1,2	-38,4	11,4	-9,0	21,3

Fonte: INE.



**- Excedente externo de 3,3% do PIB, o mais elevado desde 1953**

Em termos anuais, as exportações passaram de uma queda de 1,4% em 2023 para uma subida de 2,5% em 2024. O país que mais contribuiu para o acréscimo total das exportações portuguesas em 2024 foi a Alemanha, que subiu de 3º para 2º principal destino dos bens nacionais, com um peso de 12,3% (+1,6 p.p. face a 2023).

## CONTAS EXTERNAS

Em 2024, a economia portuguesa registou um excedente externo de 9,3 mil milhões de euros (3,3% do PIB), superando o excedente de 5,3 mil milhões de euros alcançado em 2023 (2,0% do PIB), e com o rácio mais elevado da série, com início em 1953.

O défice na balança de bens baixou de 9,5% para 8,9% do PIB, enquanto o excedente da balança de serviços aumentou de 10,9% para 11,2% do PIB. Destaque-se o total de exportações de serviços (em milhares de milhões de euros) de turismo (27,7), transportes (10,5), outros serviços às empresas (10,1) e telecomunicações, informática e informação (4,7).

A posição de investimento internacional de Portugal — isto é, o saldo entre os activos financeiros sobre o exterior detidos por residentes e os passivos emitidos por residentes e detidos pelo resto do mundo — passou de -72,5% do PIB (-193,8 mil milhões de euros), no final de 2023, para -58,5% do PIB (-166,2 mil milhões de euros) no final de 2024, o valor menos negativo desde 2002.





## - Aceleração do emprego

### MERCADO DE TRABALHO

Em Janeiro, o mercado de trabalho mostrou sinais de robustez, com uma boa descida da taxa de desemprego, de 6,4% para 6,2%, e uma aceleração do emprego, de 1,5% para 2,1%, um crescimento assinalável.

#### Mercado de trabalho

Indicador	Uni.	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Jan
Taxa de desemprego	%	6,5	6,4	6,5	6,6	6,6	6,4	6,2
Desempregados	milhares	349,8	345,2	354,9	358,7	359,2	349,5	342,1
Subutilização do trabalho	%	11,2	10,8	10,9	11,0	11,0	10,8	10,6
População activa	tvh	1,0	1,3	1,4	1,4	1,5	1,4	1,9
Emprego	tvh	0,9	1,4	1,6	1,5	1,4	1,5	2,1

Fonte: INE.

Em 2024, a remuneração bruta total mensal média por trabalhador aumentou 6,3%, para 1602 euros, enquanto em termos reais a valorização foi de 3,8%. O rendimento médio mensal líquido da população empregada por conta de outrem subiu 9,6%, para 1142 euros.



## - Execução continua muito lenta

### FUNDOS EUROPEUS

O valor de projectos do PRR aprovados subiu 271 milhões de euros para 21 101 milhões de euros (95% do PRR), enquanto os pagamentos a Beneficiários Directos e Finais subiram apenas 272 milhões para 6 750 milhões de euros (30% do total), continuando a não haver melhorias na execução destes programas.

Em relação aos projectos destinados às empresas, registou-se uma subida de 64 milhões de euros nos projectos aprovados, que alcançaram os 6 036 milhões de euros, enquanto se verificou uma subida de 74 milhões de euros nos pagamentos para 2 349 milhões de euros (39% do montante aprovado).

### CONTAS PÚBLICAS

Em Janeiro, o saldo orçamental registou um excedente de 1672 milhões de euros em contabilidade pública (numa óptica de caixa). Embora os valores do primeiro mês não possam ser extrapolados para o conjunto do ano, vamos compará-los para se ter uma ideia da evolução. A receita total subiu acima do orçamentado, sobretudo devido ao forte crescimento do IVA, por seu turno devido a uma diminuição significativa dos reembolsos (-25,9%, -296,8 milhões de euros), enquanto a despesa total está em linha com os valores anuais.



Execução orçamental (contabilidade pública, valores acumulados)

Componente	Uni.	Dez	OE24	Jan	OE25
Receita corrente	tvh	5,3	5,1	13,0	7,1
Receita fiscal	tvh	3,0	2,3	14,1	4,2
IVA	tvh	2,7	4,3	38,6	6,1
IRS	tvh	-5,1	0,8	2,0	-2,4
IRC	tvh	17,7	-6,2	-2,1	5,6
Contribuições SS	tvh	9,7	4,3	8,0	-5,1
Receita de capital	tvh	-43,5	-10,6	-24,3	94,0
Receita total	tvh	2,5	4,2	11,8	9,8
Despesa corrente	tvh	9,5	9,6	7,4	7,1
Pessoal	tvh	7,9	5,6	7,4	5,3
Bens e serviços	tvh	7,5	11,0	14,9	10,3
Juros	tvh	3,7	8,5	12,1	2,6
Transferências	tvh	12,6	7,5	5,7	4,0
Subsídios	tvh	4,1	42,7	12,1	28,5
Investimento	tvh	40,3	51,4	22,5	23,4
Investimento SNS	tvh	-1,1	122,3	105,6	54,1
Despesa total	tvh	9,2	12,6	7,3	11,5
Saldo orçamental	10^6	354	-1 629	1 672	-1 689

Fonte: DGO.



**- Emprego nas freguesias subiu 47% desde 2011, apesar da agregação de muitas delas**

Em 2024, o emprego público subiu 1,0%, sendo o poder local responsável por 60% deste aumento. O emprego total passou de 728 mil em 2011 para um mínimo de 656 mil em 2014 e atingiu novo máximo de 754 mil em 2024.

A recuperação do emprego na administração central foi menor do que o total, mas com uma alteração significativa da sua composição. Face a 2011, o Estado perdeu 31 mil funcionários, enquanto os Serviços e Fundos Autónomos ganharam 41 mil. Esta alteração, conjugada com a semana das 35 horas, deve ajudar a explicar a degradação dos serviços públicos de que tantos se queixam. Se tivesse havido qualquer tipo de reforma dos serviços, com aumento da eficiência, o problema até poderia não existir.

O emprego na administração local passou de 125 mil em 2011 para 140 mil em 2024 (+12%, o sector com maior aumento), sugerindo que é aqui que está o calcanhar de Aquiles e que é necessário criar mecanismos de limitação desta expansão.

Entre 2011 e 2024, o aumento foi de 9% nos municípios e de 47% nas freguesias, o que é surpreendente, tendo em atenção que houve, entretanto, inúmeras fusões de freguesias, com o suposto objectivo de “racionalização” da despesa. É extraordinário que seja no único sector em que houve medidas de redução da despesa que se registre o maior aumento do número de funcionários.



## - Final do ano muito forte

### PIB DO 4º TRIMESTRE DE 2024

No 4º trimestre, o PIB acelerou fortemente em cadeia, de 0,2% para 1,5%, de que resultou uma melhoria homóloga, de 1,9% para 2,8%. No conjunto do ano, o PIB desacelerou de 2,6% em 2023 para 1,9% em 2024, enquanto em termos nominais, o PIB aumentou 6,3% em 2024 (9,8% em 2023), atingindo cerca de 285 mil milhões de euros.

No 4º trimestre, na variação em cadeia, o contributo da procura interna desacelerou fortemente, de 1,5% para 0,6%, enquanto o das exportações líquidas passou de fortemente negativo (-1,2%) para claramente positivo (1,0%).

O consumo privado acelerou muito, de 0,8% para 2,9%, sobretudo nos bens duradouros (de 2,4% para 7,3%), mas também nos bens não duradouros e serviços (de 0,7% para 2,5%). Em termos homólogos o consumo passou de 3,9% para 5,1%, o valor mais elevado desde o 1º trimestre de 2000, se exceptuarmos o período de recuperação do Covid.

Já o investimento foi muito afectado quer pela variação de existências (cujo contributo para a variação em cadeia do PIB passou de 0,4 p.p. para -0,9 p.p.), quer pela deterioração da Formação Bruta de Capital Fixo (de 2,6% para -1,7%), sobretudo devido às Outras Máquinas e Equipamentos (de 10,3% para -12,3%), apesar da aceleração da Construção (de 1,1% para 1,9%) e da recuperação do Equipamento de Transporte (de -4,7% para 2,3%).

Como dissemos, as exportações de bens e serviços recuperaram muito em cadeia (de -0,2% para 0,7%), quer nos bens (de 0% para 0,9%), quer nos serviços (de -0,7% para 0,2%). As importações tiveram um comportamento em contraciclo do PIB (de 2,4% para -1,4%), que estará associado à forte queda do investimento e a efeitos de preços. Os termos de troca voltaram a melhorar, embora desacelerando, de 3,1% para 2,2%.



## - Abrandamento no início de 2025

Finalmente, a produtividade medida em horas trabalhadas desacelerou, de 1,9% para 0,9% em termos homólogos.

Já tínhamos assinalado que o bom desempenho no final do ano ajudava o resultado do crescimento de 2025, mas este optimismo tem que ser temperado pela queda do investimento, que limita a expansão do PIB potencial no corrente ano.

### PRÓXIMOS TRIMESTRES

O indicador diário de actividade, calculado pelo Banco de Portugal, estabilizou entre o 3º trimestre e o 4º trimestre (ao contrário do PIB, que acelerou), tendo abrandado de forma significativa em Janeiro e Fevereiro. O clima económico, avaliado pelo INE, acelerou de forma muito acentuada do 3º ao 4º trimestre (de 1,8 para 2,7 em média), tendo abrandado também em Janeiro, e de forma mais nítida em Fevereiro. Sai, assim, reforçada a ideia de um abrandamento da actividade no início do ano.

Indicador diário de actividade

Indicador	2T24	3T24	4T24	1T25	Set	Out	Nov	Dez	Jan	Fev
PIB (tvh)	1,6	1,9	2,8							
DEI	2,6	2,6	2,4	0,8	3,1	4,7	2,0	0,7	1,0	0,7

Fonte: Banco de Portugal, cálculos do autor.



## - Das ameaças à acção

Em Janeiro, a prestação do crédito à habitação registou a primeira queda homóloga (-0,7%), interrompendo um período de subidas sucessivas que durava desde Maio de 2021, enquanto a taxa de juro média diminuiu pela décima segunda vez, de 4,09% para 3,98%, com uma queda acumulada de 0,68 pontos percentuais.

Como já referimos, teve início o conflito comercial dos EUA, cujos contornos foram sendo mantidos em grande incerteza, que ainda não se dissipou. Para já, entraram em vigor tarifas sobre as importações da China, do Canadá e do México, aguardando-se outras sobre a UE e talvez ainda outros países.

Estas tarifas estão já a lançar grande preocupação sobre os consumidores norte-americanos, e sobre os investidores, com queda das bolsas. É muito irónico que uma medida que era suposto beneficiar os EUA à custa de outros países esteja já a ter efeitos negativos sobre a própria economia norte-americana.

A incerteza sobre que tarifas serão aplicadas sobre que países está a paralisar porções significativas do investimento, que só poderá ser decidido depois de ficarem esclarecidas estas dúvidas. Entretanto, é a economia dos EUA e as restantes que são prejudicadas com a timidez das decisões de investir. Por seu turno, a menor actividade daqui decorrente, diminui a confiança dos consumidores e diminui a necessidade de novos investimentos, reforçando o impacto negativo não só das tarifas, mas da sua muito elevada incerteza. Haverá tarifas ou as negociações comerciais conseguirão evitá-las? A que taxas? Sobre que produtos? Haverá retaliação dos parceiros? E os EUA retaliarão à resposta dos outros? No caso europeu, em que medida a China tentará substituir os mercados norte-americanos pelos europeus?

Perante a incerteza do caminho da actividade e dos preços, os bancos centrais também estão muito limitados, quer na sua capacidade de tomar decisões quer na de transmitir orientações sobre a trajectória futura projectada.



**- É provável que Portugal venha a ser afectado a breve trecho, também pela crise política**

Infelizmente, toda esta incerteza internacional afecta a UE num momento de debilidade económica e baixa margem orçamental. O já mencionado Plano para Rearmar a Europa poderá constituir um estímulo económico, que poderá contrariar o fraco desempenho recente, mas não é claro que venha a ter impactos visíveis no curto prazo.

Neste contexto, espera-se que o BCE continue a diminuir as suas taxas de juro, mas com um impacto limitado sobre actividade.

Portugal tem conseguido passar um pouco à margem desta falta de dinamismo europeu, em parte devido ao turismo e à imigração. No entanto, é necessário arrefecer algum optimismo sobre os efeitos positivos da imigração, porque esta aumenta o PIB, mas não tem contribuído para o aumento da produtividade, porque estamos a receber imigrantes com baixas qualificações que ocupam funções pouco qualificadas.

Como é evidente, perante um cenário internacional em degradação, com forte subida da incerteza, há riscos crescentes que o nosso país possa vir a ser prejudicado a breve trecho. O crescimento do consumo privado no final de 2024 não é sustentável e o bom comportamento das exportações poderá estar em risco.

A acrescentar a isso, temos a recente crise política, cujos contornos não são ainda claros, que também deverá arrefecer a economia, sobretudo pelo adiamento de decisões de investimento, mas provavelmente também no cumprimento das metas e marcos do PRR.





**- Trump a introduzir elevada incerteza na economia dos EUA**

**- Grande aumento do défice público**

### **3. TEMA EXTRA**

#### **NOVAS POLÍTICAS NOS EUA**

Pedro Braz Teixeira

As novas políticas de Trump parecem ter em comum uma elevada volatilidade, que dificulta muito a adaptação e as tomadas de decisão, sobretudo de investimento.

#### **Política comercial**

Após o adiamento de Fevereiro, as novas tarifas de 25% sobre as importações do México e Canadá entraram em vigor, havendo já retaliação por parte do vizinho do Norte. A China já retaliou e os EUA já prometeram retaliar de volta. Trump já avisou que as tarifas podem gerar uma “ligeira perturbação”, o que pode ser considerado um grande eufemismo.

#### **Tarifas recíprocas**

A 2 de Abril, devem iniciar tarifas recíprocas, sobre bens e países ainda por esclarecer, mas incluindo provavelmente a UE, que já prometeu retaliar. As tarifas seriam do mesmo nível ao que os outros Estados têm sobre os produtos dos EUA, mas podem abranger barreiras não pautais, o que abre a porta a uma enorme discricionariedade.

#### **Contas públicas**

A Câmara dos Representantes aprovou uma resolução que pretende, num prazo de dez anos, reduzir a receita fiscal em 4,5 biliões (milhões de milhões, “trillions”) de dólares



e uma redução da despesa em 2 bilhões. A redução da despesa deverá encontrar dois obstáculos. Em primeiro lugar, a dificuldade em encontrar “gorduras” em montante significativo, tendo em atenção que os EUA são a economia avançada com menor despesa pública em percentagem do PIB. Em segundo lugar, porque teriam que envolver cortes em programas que beneficiam milhões de americanos, em particular na saúde, que deverão enfrentar uma forte oposição dos eleitores, pelo que é improvável que sejam integralmente aplicados. Ou seja, é muito provável que o défice aumente muito mais do que o previsto nesta resolução.

### **Integridade territorial dos países**

Em Março, Trump insistiu na ambição de controlar a Gronelândia. Em relação ao Panamá, conseguiu forçar a venda da operação dos portos de investidores chineses a norte-americanos.

### **Subornos no investimento externo**

Há a intenção de abolir a lei que proíbe as empresas americanas de subornarem dirigentes de outros países, esperando que isso traga “muitos mais negócios para a América”.



**- Mercado continua a esperar dois cortes pelo Fed**

## 4. MERCADOS FINANCEIROS

O baixo valor do PMI dos serviços nos EUA assustou os mercados, mas continuam à espera de dois cortes pela Reserva Federal.

Taxas de juro a 10 anos (nível)

País	30-Set	31-Out	30-Nov	31-Dez	31-Jan	28-Fev
EUA	4,40	3,78	4,17	4,57	4,54	4,21
Alemanha	2,50	2,12	2,09	2,37	2,46	2,41

Fonte: Bloomberg

Os mercados financeiros reagiram com optimismo ao resultado das eleições na Alemanha, que facilitaram a formação de um novo governo, ao excluir dois dos partidos mais pequenos e concentrar os deputados nos maiores.



Diferencial com a Alemanha de taxas de juro a 10 anos (pontos base)

País	30-Jun	30-Set	30-Nov	31-Dez	31-Jan	28-Fev
UE	56	50	44	37	31	31
França	80	80	81	83	75	74
Espanha	92	80	70	69	61	64
Itália	157	133	119	116	109	113
Portugal	75	58	45	48	42	53

Fonte: Bloomberg

As taxas Euribor continuam a acompanhar os cortes já decididos e os ainda esperados, mais três até ao final do ano.

Taxas Euribor (nível)

Prazo	30-Jun	30-Set	30-Nov	31-Dez	31-Jan	28-Fev
3 meses	3,71	3,33	2,93	2,71	2,59	2,46
6 meses	3,68	3,15	2,70	2,57	2,59	2,36
12 meses	3,58	2,77	2,46	2,46	2,52	2,39

Fonte: Bloomberg



## - Recuperação do euro

A alteração do diferencial de taxas de juro beneficiou o euro, que conseguiu recuperar parte das perdas recentes face ao dólar.

Taxas de câmbio (nível)

Moedas	30-Jun	30-Set	30-Nov	31-Dez	31-Jan	28-Fev
EUR/USD	1,071	1,115	1,058	1,035	1,036	1,038
CAD/USD	0,731	0,740	0,714	0,695	0,688	0,692
GBP/USD	1,265	1,340	1,274	1,252	1,240	1,258
CHN/USD	7,299	7,002	7,249	7,335	7,322	7,293

Fonte: Bloomberg

## - Possível fim das sanções à Rússia

A aproximação dos EUA à Rússia fez antever um possível fim das sanções a este país, que poderia exportar mais petróleo, embora não se espere uma resolução rápida e fácil de um acordo de paz.

Matérias primas (nível)

Matéria prima	30-Jun	30-Set	30-Nov	31-Dez	31-Jan	28-Fev
Brent	86,4	71,8	72,9	74,6	76,8	73,2
Gás Natural	34,5	39,0	47,8	48,9	53,2	44,3
Ouro	2 327	2 635	2 643	2 625	2 798	2 858

Fonte: Bloomberg



## - Europa a destacar-se

As acções europeias conseguiram destacar-se, com um grande aumento da compra de ETF, enquanto nos EUA as tecnológicas ainda estão a sofrer da surpresa da concorrência da chinesa DeepSeek.

Mercados bolsistas (taxas de variação)

Mercados	30-Jun	30-Set	30-Nov	31-Dez	31-Jan	29-Fev
Dow Jones	2,6%	1,8%	7,5%	-5,3%	4,7%	-1,6%
S&P 500	4,3%	2,0%	5,7%	-2,5%	2,7%	-1,4%
NASDAQ 100	6,2%	2,5%	5,2%	0,4%	2,2%	-2,8%
STOXX 600	-1,0%	-0,4%	1,0%	-0,5%	6,3%	3,3%
STOXX 50	-1,8%	0,9%	-0,5%	1,9%	8,0%	3,3%
FTSE 100	-0,8%	-1,7%	2,2%	-1,4%	6,1%	1,6%
DAX	-1,4%	2,2%	2,9%	1,4%	9,2%	3,8%
CAC40	-6,3%	0,1%	-1,6%	2,0%	7,7%	2,0%
MIB	-3,8%	-0,7%	-2,5%	2,3%	6,7%	6,0%
IBEX35	-3,5%	4,2%	-0,3%	-0,4%	6,7%	7,9%
PSI	-5,3%	0,5%	-1,8%	-0,6%	2,3%	4,2%

Fonte: Bloomberg



## 5. AGENDA

Data	Evento	Per.	Expectativa/observações
10-Mar	Vol. Negócios Indústria	Jan	
12-Mar	Comércio Internacional	Jan	
12-Mar	Produção da Construção	Jan	
12-Mar	Inflação	Fev	
14-Mar	Actividade turística	Jan	
14-Mar	Vol. Negócios Serviços	Jan	
19-Mar	Reserva Federal dos EUA		
26-Mar	Contas Nacionais Trimestrais por Sector Institucional	4T	
28-Mar	Inquéritos de Conjuntura	Mar	
28-Mar	Vol. Negócios Comércio a Retalho	Fev	
31-Mar	Actividade turística – Estimativa Rápida	Fev	
31-Mar	Inflação – Estimativa Rápida	Mar	
31-Mar	Estimativas Mensais de Emprego e Desemprego	Fev	
17-Abr	Reunião do BCE		

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O APOIO DE:



ORDEM  
DOS  
ENGENHEIROS

