



**FORUM PARA A
COMPETITIVIDADE**

**NOTA DE CONJUNTURA N° 109
MAIO DE 2025**

Esta Nota de Conjuntura, da responsabilidade
do Fórum para a Competitividade,
inclui informação publicada até 04.06.2025

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O PATROCÍNIO DE:

**Jerónimo
Martins**

RESUMO EXECUTIVO

- A 24 e 25 de Junho, terá lugar a próxima cimeira da NATO, sendo provável que se decida aumentar a despesa em defesa para 3,5% do PIB até 2032.
- Para Portugal, isso deve representar cerca de mais 700 milhões de euros em cada ano, num total de quase 6 mil milhões de euros. Se não forem realizadas reformas de aumento do potencial de crescimento da economia, isto colocará uma pressão orçamental muito forte sobre a restante despesa pública, em particular a despesa com pensões, saúde, educação e restantes sectores nos próximos oito anos.
- A Comissão Europeia reviu em baixa “considerável” as suas previsões económicas para a UE, devendo a economia portuguesa crescer apenas 1,8% em 2025.
- A OCDE também está mais pessimista para a economia mundial, que deverá ter o crescimento mais baixo desde a pandemia, prevendo que Portugal cresça 1,9% em 2025.
- Na próxima reunião, a 5 de Junho, o BCE deverá voltar a diminuir as suas taxas de referência, esperando-se nova queda em Outubro.
- Em Maio, o clima económico em Portugal subiu, para um valor um pouco acima do registado no 1º trimestre, com um aumento de confiança em todos os sectores, com a excepção do comércio a retalho.
- A inflação subiu de 2,1% para 2,3% em Maio, tal como inflação subjacente.
- No 1º trimestre, a população activa cresceu a um ritmo intenso (2,2%), mas o emprego conseguiu ultrapassar essa evolução, acelerando de 1,3% para 2,4%, permitindo uma ligeira redução da taxa de desemprego, de 6,7% para 6,6%.
- Os pagamentos a Beneficiários Directos e Finais do PRR subiram 312 milhões para 7 837 milhões de euros (35% do total), uma nova deterioração face ao mês anterior, que já era insuficiente para cumprir o calendário.
- Até Abril de 2025, o saldo orçamental registou um excedente de 135 milhões de euros em contabilidade pública, com a receita acima do orçamentado e a despesa abaixo do projectado, embora em parte devido à baixa execução do investimento público.
- No 1º trimestre de 2025, o emprego público atingiu um novo máximo de 759 mil trabalhadores, sobretudo devido às autarquias, em particular as freguesias, onde o emprego subiu 49% desde 2011, apesar da fusão de muitas delas.
- No 1º trimestre, o PIB desacelerou muito fortemente em cadeia, de 1,4% para -0,5%, com o contributo da procura interna a diminuir de 0,7% para 0,1%, com uma queda do consumo privado, enquanto o contributo das exportações líquidas se deteriorou de 0,7% para -0,7%.
- A deterioração das perspectivas externas e o abrandamento do consumo privado, para além do resultado muito fraco do 1º trimestre, reforçam a nossa expectativa de um crescimento abaixo de 2% em 2025.

ÍNDICE

1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

Segurança	5
Previsões da Comissão Europeia	6
EUA	8
China	8
Japão	9
Reino Unido	9
Zona euro	9

2. CONJUNTURA NACIONAL

Indústria e construção	11
Serviços	12
Turismo	13
Energia	14
Inflação	15
Exportações de bens	16
Contas externas	17
Mercado de trabalho	18
Fundos europeus	19
Contas públicas	19
PIB do 1º trimestre de 2025	21
Próximos trimestres	22

3. TEMAS EXTRA

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

4. MERCADOS FINANCEIROS 27

5. AGENDA 31



- Cimeira da NATO em Junho pode ser muito importante

1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

Pedro Braz Teixeira¹

SEGURANÇA

A 24 e 25 de Junho, terá lugar a próxima cimeira da NATO, em Haia, Países Baixos, que pode ter fortes implicações para a segurança e a economia na Europa. Muitas capitais europeias querem adiar eventuais retaliações às tarifas dos EUA para depois desta cimeira, para que esta não seja contaminada.

Um dos principais temas do encontro será o da expansão da despesa em defesa nos países europeus, perfilhando-se a meta de 3,5% do PIB a alcançar em 2032. Uma das questões mais relevantes será o calendário deste aumento que, quanto mais antecipado, mais fortes implicações terá sobre as contas públicas e as economias.

Em 2024, a Alemanha gastou 2,12% do PIB em defesa, tem uma forte vontade política de a aumentar e tem margem orçamental. A França despendeu 2,06% do PIB, mas já tem gravíssimos problemas de contas públicas, pelo que será um caso complicado, tal como o de Itália, que parte de uma posição pior (1,49% do PIB). Espanha também tem gastos muito baixos (1,28% do PIB), mas tem a vantagem de uma economia com um crescimento significativo (2,6% em média em 2024-2026), o que gera alguma folga nas contas públicas.

Portugal também parte de um nível ingrato (1,55% do PIB), o que deve significar um aumento médio de 0,24% do PIB por ano até 2032, cerca de 700 milhões de euros por

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



- Revisão em baixa

ano, num total de quase 6 mil milhões de euros. Se não forem realizadas reformas de aumento do potencial de crescimento da economia, isto colocará uma pressão orçamental muito forte sobre a restante despesa pública, em particular a despesa com pensões, saúde, educação e restantes sectores nos próximos oito anos.

PREVISÕES DA COMISSÃO EUROPEIA

As previsões da Primavera da Comissão Europeia prevêem um crescimento da UE de 1,1% em 2025, semelhante ao registado em 2024. No entanto, representam uma “considerável” revisão em baixa face às do Outono, sobretudo devido ao aumento das tarifas e ao aumento da incerteza causados pelas recentes alterações abruptas da política comercial dos EUA e da imprevisibilidade da configuração final das tarifas.

A inflação deverá baixar de 2,4% em 2024 para atingir a meta do BCE em meados de 2025 (mais cedo que o previsto anteriormente) e diminuir para 1,7% em 2026.

As tensões comerciais deverão afectar o crescimento global, mas também o preço das matérias primas. Por seu turno, a incerteza elevada e a deterioração das condições financeiras colocam restrições ao crescimento do investimento.

Em relação a Portugal, a economia deverá crescer 1,8% em 2025, ligeiramente abaixo de 2024 (1,9%), recuperando em 2026 para 2,2%. A queda do PIB no 1º trimestre de 2025 bem como a deterioração do enquadramento externo foram as principais razões para a revisão em baixa das perspectivas.



Previsões da Comissão Europeia, PIB

País	2024	2025	2026
Alemanha	-0,2	0	1,1
Áustria	-1,2	-0,3	1,0
Bélgica	1,0	0,8	0,9
China	5,0	4,1	4,0
Espanha	3,2	2,6	2,0
Estados Unidos	2,8	1,6	1,6
França	1,2	0,6	1,3
Itália	0,7	0,7	0,9
Países Baixos	1,0	1,3	1,2
Polónia	2,9	3,3	3,0
PORTUGAL	1,9	1,8	2,2
Reino Unido	1,1	1,0	1,3
Zona Euro	0,9	0,9	1,4
UE	1,0	1,1	1,4
PORTUGAL	1,9	2,0	1,7
Reino Unido	1,1	1,1	1,4
Rússia	4,1	1,5	0,9
Zona Euro	0,9	0,8	1,2



- PIB ainda não afectado pelas tarifas

- Recuo na guerra comercial

EUA

Na reunião de Maio, a Reserva Federal manteve as taxas pela terceira vez e declarou que a incerteza económica aumentou, enquanto os riscos para a inflação subiram e as perspectivas para o mercado de trabalho se deterioraram. Actualmente, os mercados já só esperam uma descida das taxas em Setembro.

A estimativa do PIB do 2º trimestre da Reserva Federal de Atlanta (GDPNow) está nos 3,8%, um nível surpreendentemente elevado, mas que será difícil de manter ao longo do ano.

Em Abril, a taxa de inflação baixou de 2,4% para 2,3%, quando se esperava uma estabilização, no mês de início das novas tarifas, enquanto a inflação subjacente permaneceu nos 2,8%. No entanto, o mais provável é o impacto das tarifas começar a ser sentido nos próximos meses.

CHINA

A China e os EUA chegaram a acordo para suspenderem as tarifas respectivas de 125% e 145% durante 90 dias, baixando-as para, 10% e 30%, respectivamente. Quanto menores forem as tarifas finais, menor a probabilidade de a China inundar a UE com produtos a preços muito competitivos.

Entretanto, as autoridades chinesas tomaram mais medidas de redução de taxas de juro, para estimular a economia.



**- BCE deve baixar taxa
em Junho**

JAPÃO

As taxas de longo prazo japonesas subiram de forma significativa, o que levou o Banco do Japão a uma muito significativa intervenção, o que acabou por ter um impacto apreciável nas taxas de juro e de câmbio de outras moedas, dado o peso dos investidores japoneses nos mercados financeiros internacionais.

REINO UNIDO

A UE e o Reino Unido chegaram a um acordo, que reduz parcialmente os problemas criados pelo Brexit, sobretudo em termos de comércio. As áreas cobertas são múltiplas, desde a defesa à segurança alimentar, passando pelas universidades e troca de informações com a Europol.

Em Maio, o Banco de Inglaterra decidiu baixar a sua taxa de referência de 4,5% para 4,25%, mas mantendo-a em “território restritivo”.

ZONA EURO

Trump queixou-se de as negociações com a UE não estarem a produzir resultados e decidiu aumentar as tarifas para 50%, que entrariam em vigor a 1 de Junho. No entanto, após diálogo com von der Leyen recuou, para depois aumentar as tarifas sobre o aço de 25% para 50%. Entretanto espera-se que a UE consiga chegar a um acordo satisfatório com os EUA até 9 de Julho, fim da actual moratória de aumento das tarifas.



- Ligeira queda da actividade em Maio

Na próxima reunião, a 5 de Junho, o BCE deverá voltar a diminuir as suas taxas de referência, devido ao bom comportamento da inflação e à deterioração das perspectivas económicas. Em Outubro, os mercados esperam uma nova queda das taxas, embora tenha que se recordar que as perspectivas estão muito voláteis, por estarem muito dependentes do presidente dos EUA, demasiado imprevisível.

Em Maio, a actividade na zona euro entrou em território negativo, embora não de forma pronunciada. A composição é que surpreende um pouco: a indústria, potencialmente mais afectada pelas tarifas, manteve algum dinamismo, enquanto os serviços caíram de forma apreciável. As novas encomendas voltaram a cair, enquanto a confiança empresarial se fixou num mínimo de 19 meses.

Indicadores da zona euro

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

Fonte: Eurostat, IHS Markit.



**- Aumento de confiança
em quase todos os
sectores**

2. CONJUNTURA NACIONAL

INDÚSTRIA E CONSTRUÇÃO

Em Maio, o clima económico subiu, para um valor um pouco acima do registado no 1º trimestre, com um aumento de confiança em todos os sectores, com a excepção do comércio a retalho. A confiança na indústria melhorou um pouco, para o valor mais elevado desde Dezembro, enquanto a recuperação da confiança na construção quase atingiu o máximo de mais de vinte anos.

Dados da indústria e construção

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

Fonte: INE, Banco de Portugal.



- Confiança dos consumidores recuperou

SERVIÇOS

Em Maio, a confiança dos consumidores recuperou para próximo dos valores alcançados três meses antes. A confiança no comércio a retalho constituiu a nota dissonante, com uma queda marginal, mas que se soma às anteriores, caindo para o mínimo desde Agosto. Já a confiança nos serviços melhorou de forma expressiva, mas sem ultrapassar os níveis de Fevereiro.

Dados dos serviços

Indicador	Uni.	Out	Nov	Dez	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
Confiança dos consumidores	-	-14,7	-14,5	-15,7	-15,2	-15,0	-18,0	-20,6	-16,0
Vendas no Comércio a Retalho	tvh	4,5	5,5	5,1	5,5	5,0	4,0	2,1	
Confiança no comércio a retalho	-	4,0	3,5	4,6	3,7	4,8	3,9	2,0	
Vendas veículos ligeiros de passageiros	tvh	10,3	4,0	21,3	-7,8	-5,1	10,3	8,2	
Vendas de veículos comerciais ligeiros	tvh	4,1	-2,5	8,0	-12,3	24,7	-8,5	-16,8	
Volume de Negócios nos Serviços	tvh	3,7	5,1	2,1	7,1	4,6	0,9		
Confiança nos serviços	-	13,8	18,9	20,9	20,8	7,7	3,6	1,0	
Procura nos próximos 3 meses – alojamento e restauração	-	19,7	22,4	24,6	13,3	15,2	10,2	1,2	

Fonte: ACAP, INE.



- Páscoa a beneficiar dormidas

TURISMO

Em Abril, as dormidas subiram de forma expressiva, sobretudo devido aos não residentes, tal como os proveitos. No entanto, tal como no mês anterior, estes dados encontram-se influenciados por um efeito de calendário, já que este ano a Páscoa ocorreu em Abril.

Dados do turismo

Indicador	Uni.	Set	Out	Nov	Dez	Jan	Fev	Mar	Abr
Proveitos no Turismo	tvh	12,0	9,9	16,7	9,3	13,9	3,7	0,3	12,6
Dormidas	tvh	2,4	2,5	9,8	2,9	6,3	-2,5	-3,0	9,2
Dormidas de residentes	tvh	-0,6	0,9	22,2	-0,2	11,3	-0,8	2,4	2,1
Dormidas de não residentes	tvh	3,7	3,1	4,6	4,4	3,8	-3,1	-5,2	7,7

Fonte: INE.



- Preços em queda

ENERGIA

São várias as razões que explicam a diminuição dos preços da energia que se tem verificado. Por um lado, as tarifas dos EUA estão a gerar pessimismo sobre o crescimento mundial, por outro, a OPEP+ insiste no aumento da produção de petróleo. Finalmente, as declarações de Trump sobre conversações com o Irão colocam a hipótese de aumento das exportações deste produtor, o que reforçaria o clima de excesso de oferta.

Dados de energia

Indicador	Uni.	Set	Out	Nov	Dez	Jan	Fev	Mar	Abr
Consumo de energia eléctrica	tvh	3,9	1,8	0,8	0,2	1,6	2,7	1,4	3,3
Preço da gasolina 95	€/l	1,657	1,693	1,695	1,708	1,754	1,766	1,710	1,707
Preço do gasóleo	€/l	1,532	1,562	1,577	1,598	1,649	1,652	1,602	1,552
Preço do gás natural	€/MWh	36,4	40,4	44,7	45,2	48,4	50,3	41,8	35,2
Preço da electricidade por grosso	€/MWh	73,6	69,4	104,6	111,5	96,7	108,2	52,5	25,9

Fonte: DGEG, Bloomberg, OMIE.



- Nova subida da inflação em Maio

INFLAÇÃO

Em Portugal, em Maio, a inflação subiu de 2,1% para 2,3%, tal como inflação subjacente (excluindo produtos energéticos e bens alimentares não transformados), que também passou de 2,1% para 2,3%, enquanto a inflação média permaneceu estável nos 2,4%.

Indicadores de inflação, Zona euro e Portugal

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

Fonte: Eurostat, INE.

Na zona euro, a inflação baixou de 2,2% para 1,9%, já abaixo do referencial do BCE, enquanto a inflação subjacente abrandou de 2,7% para 2,4% e a dos serviços de 4,0% para 3,2%, um dos elementos mais favoráveis deste relatório, já que esta era a componente que estava com maior resistência em arrefecer.



- Forte desaceleração ainda antes das tarifas

EXPORTAÇÕES DE BENS

Em Março, as exportações de bens interromperam dois meses muito bons e quase estagnaram. Em termos de destinos, destacou-se Espanha, com quedas para quase todos os restantes países. Em termos sectoriais, destaca-se o aumento das exportações das Máquinas e aparelhos (+8,5%) e dos Produtos alimentares (+2,7%), principalmente para Espanha em ambos os casos. Em contrapartida, as importações cresceram a um ritmo significativo, de que resultou um aumento do défice da balança comercial em 682 milhões de euros para 2 442 milhões de euros.

Comércio externo de bens, taxas de variação homóloga

Indicador	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Jan	Fev	Mar
Exportações - total	-2,5	4,1	16,1	-1,7	-2,3	11,9	11,9	0,5
Espanha	1,9	10,8	14,7	0,0	1,9	2,6	5,9	12,8
Alemanha	14,4	16,4	26,4	19,7	13,7	91,2	73,4	-3,5
França	-1,0	4,5	4,8	-10,7	3,8	-5,4	2,1	-0,8
EUA	-13,9	-43,7	25,2	17,6	-45,7	-13,4	24,0	-8,6
Reino Unido	-12,6	-6,3	5,0	-13,6	17,6	-2,3	-11,6	-6,6
Itália	-0,6	11,8	24,5	-14,4	4,5	-3,3	-0,8	2,3
Países Baixos	19,8	52,0	38,4	-2,3	28,3	25,2	23,0	3,7
Bélgica	-16,8	-2,7	41,0	-0,9	17,3	-3,9	-6,3	-32,3
Polónia	-22,3	25,6	1,3	5,8	18,4	2,3	19,0	-6,2
Marrocos	-26,0	70,9	77,5	72,8	-45,5	-13,9	-13	-15,9
Importações - total	1,0	4,8	7,4	5,5	4,6	8,6	3,3	8,4
Import. sem combustíveis	1,5	11,5	7,0	6,9	2,5	9,9	2,9	8,3
Importações combustíveis	-1,5	-38,8	10,5	-8,9	21,4	-3,0	6,7	9,7

Fonte: INE.



- Estabilização do excedente externo

CONTAS EXTERNAS

No 1º trimestre de 2025, a economia portuguesa registou um excedente externo de 829 milhões de euros, inferior ao excedente de 2537 milhões de euros registado no período homólogo. Verificou-se um aumento de 1546 milhões de euros no défice da balança de bens e uma expansão de 299 milhões de euros no excedente da balança de serviços.



A dívida externa líquida reduziu-se de 44,3% do PIB (126,5 mil milhões de euros), no final de 2024, para 43,9% do PIB (126,9 mil milhões de euros), no final de Março de 2025, o rácio mais baixo desde Dezembro de 2004.

No 1º trimestre de 2025, o investimento directo estrangeiro (IDE) passou de 4,6 mil milhões de para -1,1 mil milhões de euros, a primeira vez que foi negativo desde o 2º trimestre de 2020. Esta queda do IDE ocorreu “devido sobretudo à redução da dívida de entidades residentes perante empresas não residentes do mesmo grupo económico (-1,2 mil milhões de euros)”, de Espanha.



- Aceleração do emprego

MERCADO DE TRABALHO

No 1º trimestre, a população activa cresceu a um ritmo intenso (2,2%), mas o emprego conseguiu ultrapassar essa evolução, acelerando de 1,3% para 2,4%, permitindo uma ligeira redução da taxa de desemprego, de 6,7% para 6,6%. Outros indicadores reforçaram a robustez do mercado de trabalho, tal como a redução do desemprego jovem e do de longa duração.

Mercado de trabalho

Indicador	Uni.	4T23	1T24	2T24	3T24	4T24	1T25	Mar
População activa	tvh	3,8	2,3	2,2	1,2	1,4	2,2	6,5
Taxa de actividade	%	60,4	60,1	60,0	60,3	60,5	60,6	358,7
Emprego	tvh	3,7	2,7	2,2	1,2	1,3	2,4	11,0
Desemprego	%	6,6	6,8	6,1	6,1	6,7	6,6	2,2
Desempregados	milhares	358,7	369,6	332,0	334,7	368,3	365,8	2,2
Subutilização do trabalho	%	11,6	11,7	10,6	10,4	11,1	11,1	
Desemprego de jovens	%	24,2	23,0	22,0	19,7	21,8	21,2	
Desemprego longa duração (há 12 e mais meses)	milhares	127,1	122,3	130,2	127,2	138,1	135,0	

Fonte: INE.

Em Abril, a taxa de desemprego mensal baixou de 6,4% para 6,3% (não directamente comparáveis com as taxas trimestrais).

No 1º trimestre, a remuneração bruta total mensal aumentou 5,3% para 1525 euros, enquanto em termos reais a subida foi de 2,9%.



- Execução do PRR com novo abrandamento

- Receita continua acima do orçamentado e despesa abaixo do projectado

FUNDOS EUROPEUS

O valor de projectos do PRR aprovados subiu 410 milhões de euros para 21 645 milhões de euros (97% do PRR), enquanto os pagamentos a Beneficiários Directos e Finais subiram 312 milhões para 7 837 milhões de euros (35% do total), uma nova deterioração face ao mês anterior, que já era insuficiente para cumprir o calendário.

Em relação aos projectos destinados às empresas, registou-se um aumento de 267 milhões de euros nos projectos aprovados, para 6 270 milhões de euros, enquanto se verificou uma subida de 178 milhões de euros nos pagamentos para 2 789 milhões de euros (44% do montante aprovado).

Os ministros das Finanças da UE aprovaram a segunda reprogramação do PRR português, proposta em Fevereiro, destinada a assegurar a execução de todas as medidas até ao final de 2026.

CONTAS PÚBLICAS

Até Abril de 2025, o saldo orçamental registou um excedente de 135 milhões de euros em contabilidade pública (numa óptica de caixa). A receita total continuou a subir acima do orçamentado, sobretudo devido ao forte crescimento do IVA, em resultado de uma diminuição significativa dos reembolsos, mas agora também do IRS. Por seu turno, a despesa total está abaixo do projectado (sobretudo nos juros), com excepção da despesa com pessoal. Infelizmente, o investimento público também está a crescer menos do que o previsto na meta anual, em especial o referente ao SNS.



Execução orçamental (contabilidade pública, valores acumulados)

Componente	Uni.	Jan	Fev	Mar	Abr	OE25
Receita corrente	tvh	13,0	11,8	9,7	10,1	7,1
Receita fiscal	tvh	14,1	15,3	11,7	11,6	4,2
IVA	tvh	38,6	26,7	18,2	12,3	6,1
IRS	tvh	2,0	4,1	4,8	9,1	-2,4
IRC	tvh	-2,1	33,2	22,7	12,0	5,6
Contribuições SS	tvh	8,0	7,8	8,2	8,1	-5,1
Receita de capital	tvh	-24,3	-9,8	6,4	4,9	94,0
Receita total	tvh	11,8	11,1	9,6	9,9	9,8
Despesa corrente	tvh	7,4	3,3	1,6	2,3	7,1
Pessoal	tvh	7,4	8,2	9,0	8,6	5,3
Bens e serviços	tvh	14,9	0,7	3,4	2,5	10,3
Juros	tvh	12,1	-13,6	-11,2	-8,4	2,6
Transferências	tvh	5,7	4,9	-0,8	0,7	4,0
Subsídios	tvh	12,1	7,8	20,3	19,2	28,5
Investimento	tvh	22,5	11,8	11,0	13,2	23,4
Investimento SNS	tvh	105,6	4,5	28,0	19,2	54,1
Despesa total	tvh	7,3	4,1	2,9	3,3	11,5
Saldo Estado	10 ⁶ €	-495	-527	-1 794	-4 315	-7 896
Saldo FSA	10 ⁶ €	993	1 006	1 159	1 458	-905
Saldo Local e Reg.	10 ⁶ €	451	392	394	630	1 453
Saldo Seg. Social	10 ⁶ €	723	1 227	1 832	2 361	5 659
Saldo Total	10 ⁶ €	1 672	2 098	1 592	135	-1 689

Fonte: DGO.



- Emprego nas freguesias sobe 49%, apesar da fusão de muitas delas

- Forte desaceleração do PIB

No 1º trimestre de 2025, o emprego público subiu 1,3% em termos homólogos, tendo atingido um novo máximo de 759 mil trabalhadores. Na administração central, o crescimento foi de 1,2%, enquanto na administração local foi muito mais intenso (3,4%). Comparando com o final de 2011, as diferenças são ainda mais marcadas: enquanto na administração central o aumento acumulado foi de 2,8%, na administração local de 13,1%, estranhamente concentrado nas freguesias, cujo aumento de 48,5% está em profunda contradição com a suposta racionalização que deveria decorrer da fusão de muitas delas.

PIB DO 1º TRIMESTRE DE 2025

No 1º trimestre, o PIB desacelerou muito fortemente em cadeia, de 1,4% para -0,5%, com o contributo da procura interna a diminuir de 0,7% para 0,1%, com uma queda do consumo privado, enquanto o contributo das exportações líquidas se deteriorou de 0,7% para -0,7%. Em termos homólogos, registou-se uma desaceleração de 2,8% para 1,6%.

Em termos trimestrais, o consumo privado evoluiu de um crescimento fortíssimo (2,8%) para uma queda acentuada (-1,1%), abrangendo todas as suas componentes. Os bens duradouros passaram de 6,4% para -2,8% e os bens não duradouros e serviços de 2,5% para -1,0%. Em termos homólogos, também se registou uma desaceleração do consumo privado, de 5,0% para 3,4%, mas mantendo um ritmo significativo.

Os dados do investimento foram muito influenciados pela variação de existências, cujo contributo para a variação homóloga do PIB passou de -0,3 pontos percentuais (p.p.) para +0,8 p.p., evolução que “esteve associada ao crescimento das importações de bens, traduzindo um efeito de reposição de stocks, após a diminuição observada no trimestre anterior”.



- Sinais mistos no 2º trimestre

Na verdade, a Formação Bruta de Capital Fixo desacelerou em termos homólogos, de 2,9% para 2,0%, na generalidade das suas componentes, com a excepção das Outras máquinas e equipamentos, que aceleraram de 0,5% para 2,5%.

Em cadeia, as exportações passaram de 0,6% para -0,4%, em resultado das exportações de bens (de 0,9% para -0,7%), com quase estagnação das exportações de serviços (de 0,1% para 0,2%). As importações tiveram o comportamento inverso, acelerando de -0,8% para 1,0%, quer nos bens quer nos serviços. Os termos de troca continuaram a melhorar, mas com um claro abrandamento, de 2,2% para 0,4%. O que torna a evolução do comércio mais preocupante é que esta deterioração ocorre antes sequer do anúncio das novas tarifas e muito menos antes da sua entrada em vigor.

Finalmente, a desaceleração do PIB foi sobretudo uma desaceleração da produtividade, de 1,1% para apenas 0,1%, enquanto o crescimento do emprego se manteve quase estável (de 1,6% para 1,5%).

PRÓXIMOS TRIMESTRES

O indicador diário de actividade, calculado pelo Banco de Portugal, abrandou no 1º trimestre, assumiu valores negativos em Abril, mas recuperou em Maio. Os números de Abril estão claramente influenciados pelo apagão e é provável que os de Maio também, com os esforços de recuperação da produção perdida no dia em que faltou electricidade. O clima económico, avaliado pelo INE, abrandou no 1º trimestre, bastante menos do que o PIB, tendo melhorado em Abril e Maio, não aparecendo reflectir impactos do apagão.



Indicador diário de actividade e clima económico

Indicador	2T24	3T24	4T24	1T25	Dez	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
PIB (tvh)	1,5	2,0	2,8	1,6						
DEI	2,6	2,6	2,5	1,9	0,8	1,5	2,2	2,1	-0,3	2,4
Clima	1,9	1,8	2,7	2,4	2,7	2,6	2,4	2,1	2,2	2,5

Fonte: Banco de Portugal, cálculos do autor.

Em Abril, a prestação do crédito à habitação registou a quarta queda homóloga (-2,0%), enquanto a taxa de juro média diminuiu pela décima quinta vez, de 3,74% para 3,66%, com uma queda acumulada de 0,99 pontos percentuais, baixando para o valor mais baixo desde Junho de 2023.

As duas principais razões para a deterioração das perspectivas internacionais continuam a ser as tarifas e a sua incerteza. Em relação aos impostos sobre as importações, se houve boas notícias com o cessar-fogo entre os EUA e a China, a relação daqueles com a UE foi muito volátil. Por isso, o grau de incerteza só se agravou, por não se poder confiar nas palavras de Trump, que se desdiz no prazo de apenas uma semana.

Como temos vindo a sublinhar, esta elevada incerteza paralisa as decisões de investimento, de contratação e de realizar grandes compras, penalizando muito a economia.

O que parece mais certo é que o BCE continue a diminuir as suas taxas de juro, um dos poucos aspectos positivos da actual conjuntura, embora estejamos cada vez mais próximo do fim destes estímulos monetários.

**- Incerteza
internacional muito
elevada**



**- PIB deve crescer
menos de 2% em 2025**

A nível nacional, o resultado das eleições parece garantir alguma estabilidade política no curto prazo, embora seja mais incerta a médio prazo. As dúvidas maiores residem na capacidade de o novo executivo e o novo parlamento conseguirem aprovar as reformas de que a economia necessita, de modo a permitir um aumento sustentado dos salários e do nível de vida em Portugal.

A deterioração das perspectivas externas e o abrandamento do consumo privado, para além do resultado muito fraco do 1º trimestre, reforçam a nossa expectativa de um crescimento abaixo de 2% em 2025, em linha com as novas previsões da Comissão Europeia e da OCE.

Mesmo a redução das taxas de juro deverá ter um impacto muito limitado sobre o investimento, que está afectado quer pelas débeis expectativas de aumento da procura, quer pela elevada incerteza. As dificuldades de execução do PRR (e também do investimento público) também não estão a ajudar, aguardando-se a sua aceleração, múltiplas vezes anunciada.



- O Tribunal de Comércio Internacional dos EUA considerou que as tarifas eram ilegais

3. TEMA EXTRA

NOVAS POLÍTICAS NOS EUA

Pedro Braz Teixeira

Contestação legal das tarifas

Como tínhamos chamado à atenção no mês passado, a contestação legal às tarifas ganhou força e o Tribunal de Comércio Internacional dos EUA, cujos juízes são vitalícios, considerou que as tarifas eram ilegais. O presidente já apelou contra esta sentença, mas estamos perante uma dificuldade adicional para Trump, que poderá ser usada pelos restantes países nas negociações.

Política comercial

A 12 de Maio, os EUA e a China chegaram a acordo de um cessar-fogo comercial durante 90 dias, durante o qual as tarifas baixam, sugerindo maior abertura norte-americana para negociar.

No entanto, pouco tempo depois, Trump ameaçou subir as tarifas sobre a UE para 50%, a ter início logo a 1 de Junho. Felizmente recuou, após um diálogo com a presidente da Comissão Europeia.

Já no final do mês, anunciou um aumento das tarifas do aço de 25% para 50%, gerando uma nova surpresa, que só intensifica o clima de incerteza elevadíssima, que está a prejudicar as economias, desde logo a sua própria.



- As contas públicas ameaçam ser a próxima grande dificuldade da administração norte-americana

Contas públicas

As contas públicas ameaçam ser a próxima grande dificuldade da administração norte-americana. A Câmara dos Representantes passou com uma margem baixíssima, de apenas um congressista, o novo pacote orçamental, com uma redução de impostos muito superior à redução da despesa, que deverá aumentar a dívida pública em 3,8 biliões (“trillion”) de dólares na próxima década.

Mais do que o aumento do défice, o problema consiste na prometida diminuição da despesa pública, que depende de cortes em programas de ajuda a muitos milhões entre os mais pobres, o que promete ser muito impopular, ao ponto de ser duvidoso que venha mesmo a ser aprovada. Uma das vias esperadas de redução da despesa, através do DOGE, liderado por Musk, revelou-se um fracasso quase total, com poupanças inferiores a 10% do prometido.

Daqui deverão decorrer duas implicações. Em primeiro lugar, se os cortes forem menores do que o programado, o défice público será maior. Em segundo lugar, quando os mercados interiorizarem isso, as taxas de juro de longo prazo, que já subiram muito, subirão ainda mais.

Redução do rating

A 16 de Maio, a Moody’s retirou o rating máximo (AAA) aos EUA, em resultado da dívida pública crescente e do aumento do défice orçamental. A Fitch e a S&P já o tinham feito anteriormente.



- Mercado desaprova a política orçamental dos EUA

4. MERCADOS FINANCEIROS

A proposta de orçamento dos EUA, com um forte aumento da dívida, foi muito mal recebido pelos mercados, conduzindo a uma subida das taxas de juro de longo prazo.

Taxas de juro a 10 anos (nível)

País	31-Dez	31-Jan	28-Fev	31-Mar	30-Abr	31-Mai
EUA	4,57	4,54	4,21	4,21	4,16	4,40
Alemanha	2,37	2,46	2,41	2,74	2,44	2,50

Fonte: Bloomberg

Na Europa, sentiu-se uma repercussão ligeira, mas sobretudo na Alemanha e não tanto nos restantes países.



**- Mais dois cortes
do BCE**

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

País	31-Dez	31-Jan	28-Fev	31-Mar	30-Abr	31-Mai
UE	37	31	31	26	28	22
França	83	75	74	72	72	66
Espanha	69	61	64	63	67	59
Itália	116	109	113	113	112	98
Portugal	48	42	53	52	56	48

Fonte: Bloomberg

As Euribor estabilizaram, reflectindo sobretudo a aproximação de novos cortes de taxas, em Junho e Outubro.

Taxas Euribor (nível)

Prazo	31-Dez	31-Jan	28-Fev	31-Mar	30-Abr	31-Mai
3 meses	2,71	2,59	2,46	2,34	2,16	2,00
6 meses	2,57	2,59	2,36	2,34	2,13	2,07
12 meses	2,46	2,52	2,39	2,31	2,05	2,09

Fonte: Bloomberg



- Câmbios acalmaram

Após a forte depreciação de Abril, o dólar estabilizou em relação à generalidade das moedas, em particular face ao euro.

Taxas de câmbio (nível)

Moedas	31-Dez	31-Jan	28-Fev	31-Mar	30-Abr	31-Mai
EUR/USD	1,035	1,036	1,038	1,081	1,136	1,135
CAD/USD	0,695	0,688	0,692	0,696	0,724	0,728
GBP/USD	1,252	1,240	1,258	1,291	1,335	1,346
CHN/USD	7,335	7,322	7,293	7,264	7,269	7,205

Fonte: Bloomberg

- Preços em queda

A insistência da OPEP+ na subida da produção conduziu a nova queda dos preços do petróleo.

Matérias primas (nível)

Matéria prima	31-Dez	31-Jan	28-Fev	31-Mar	30-Abr	31-Mai
Brent	74,6	76,8	73,2	74,7	63,1	63,9
Gás Natural	48,9	53,2	44,3	40,7	32,3	34,2
Ouro	2 625	2 798	2 858	3 124	3 289	3 289

Fonte: Bloomberg



- Recuperação das acções

As acções vinham a ser profundamente castigadas pelas tarifas e pela volatilidade da política dos EUA, mas conseguiram alguma recuperação, com a abertura de Trump a negociar com a China.

Mercados bolsistas (taxas de variação)

Mercados	31-Dez	31-Jan	28-Fev	31-Mar	30-Abr	31-Mai
Dow Jones	-5,3%	4,7%	-1,6%	-4,2%	-3,2%	3,9%
S&P 500	-2,5%	2,7%	-1,4%	-5,8%	-0,8%	6,2%
NASDAQ 100	0,4%	2,2%	-2,8%	-7,7%	1,5%	9,0%
STOXX 600	-0,5%	6,3%	3,3%	-7,0%	-1,2%	4,0%
STOXX 50	1,9%	8,0%	3,3%	-4,1%	-1,7%	4,0%
FTSE 100	-1,4%	6,1%	1,6%	-4,2%	-1,0%	3,3%
DAX	1,4%	9,2%	3,8%	-3,9%	1,5%	6,7%
CAC40	2,0%	7,7%	2,0%	-2,6%	-2,5%	2,1%
MIB	2,3%	6,7%	6,0%	-1,7%	-1,2%	6,6%
IBEX35	-0,4%	6,7%	7,9%	-4,0%	1,2%	6,5%
PSI	-0,6%	2,3%	4,2%	-1,6%	1,8%	5,7%

Fonte: Bloomberg



5. AGENDA

Data	Evento	Per.	Expectativa/observações
5-Jun	Reunião do BCE		Corte de taxas
9-Jun	Vol. Negócios Indústria	Abr	
9-Jun	Comércio Internacional	Abr	
11-Jun	Vol. Negócios Serviços	Abr	
11-Jun	Produção da Construção	Abr	
12-Jun	Inflação	Mai	
18-Jun	Reserva Federal dos EUA		Manutenção de taxas
24-Jun	Contas Nacionais Trimestrais por Sector Institucional	1T	
27-Jun	Inquéritos de Conjuntura	Jun	
30-Jun	Actividade turística – Estimativa Rápida	Mai	
30-Jun	Inflação – Estimativa Rápida	Jun	
1-Jul	Vol. Negócios Comércio a Retalho	Mai	
1-Jul	Estimativas Mensais de Emprego e Desemprego	Mai	
5-Jun	Reunião do BCE		

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O APOIO DE:



ORDEM
DOS
ENGENHEIROS

