



**FORUM PARA A
COMPETITIVIDADE**

NOTA DE CONJUNTURA Nº 116
DEZEMBRO DE 2025

Esta Nota de Conjuntura, da responsabilidade
do Fórum para a Competitividade,
inclui informação publicada até 05.01.2026

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O PATROCÍNIO DE:

**Jerónimo
Martins**

RESUMO EXECUTIVO

- A OCDE divulgou as suas novas previsões, em que prevê um abrandamento da economia mundial, de 3,2% em 2025 para 2,9% em 2026, fortalecendo-se em 2027 para 3,1%.
- O BCE está agora um pouco mais optimista sobre o crescimento da zona euro, tendo revisto em alta as suas previsões (de 1,2% para 1,4% em 2025; de 1,0% para 1,2% em 2026, de 1,3% para 1,4% em 2027).
- Em Portugal, em Dezembro, o clima económico subiu mais uma vez, para o melhor valor desde Março de 2019, embora com variações muito diferenciadas por sector.
- A inflação média baixou de 2,4% em 2024 para 2,3% em 2025.
- Em Outubro, as exportações de bens regressaram às quedas, após o forte crescimento do mês anterior.
- Em Novembro, os proveitos do turismo cresceram apenas 2,1%, o valor mais baixo desde a pandemia.
- O Conselho Europeu aprovou uma nova reprogramação do PRR, cujo montante total foi reduzido em 311 milhões de euros (de empréstimos) para 21,9 mil milhões de euros. Foram também reduzidos 46 marcos e metas.
- Nos primeiros nove meses, o saldo orçamental foi de 2,1% do PIB, o que permite antecipar o cumprimento do excedente nas contas públicas fixado pelo governo para o conjunto do ano.
- No 3º trimestre, a taxa de poupança das famílias manteve-se nos 12,5%, um valor elevado, muito acima da média de 7% em 2019, e inclusive da média dos valores excepcionais registados durante a pandemia.
- O Fórum para a Competitividade estima que no 4º trimestre de 2025 o PIB terá subido entre 0,5% e 0,7% em cadeia, correspondente a uma variação homóloga entre 1,7% e 1,9%, a que corresponde uma variação anual de 1,9%.
- O PIB de 2026 deverá crescer entre 2,0% e 2,3%, já que as condições conjunturais da economia portuguesa são genericamente favoráveis, devendo beneficiar também do estímulo da recta final do PRR.
- Os nossos problemas principais são estruturais: o potencial de crescimento do PIB continua demasiado baixo, em torno de 2%, e a produtividade mantém níveis de crescimento demasiado baixos.
- O ano que se inicia tem uma curiosa combinação: por um lado, o cenário central é unanimemente considerado benigno, com a generalidade das economias a crescer em linha com a tendência; por outro, apresenta um nível de riscos elevado e com fortes potenciais disruptivos: Venezuela, Ucrânia, Gronelândia, França, IA, entre muitos outros.

ÍNDICE

1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

Segurança	5
Previsões da OCDE	5
EUA	7
China	8
Japão	8
Zona Euro	9

2. CONJUNTURA NACIONAL

Indústria e construção	10
Serviços	11
Energia	12
Inflação	13
Exportações de bens	14
Turismo	15
Contas externas	16
Mercado de trabalho	17
Fundos europeus	18
Contas públicas	18
PIB do 4º trimestre de 2025	20
Próximos trimestres	22

3. TEMAS EXTRA

Perspectivas e riscos para 2026	24
---------------------------------	----

4. MERCADOS FINANCEIROS 27

5. AGENDA 31



- A intervenção dos EUA na Venezuela corre o risco de abrir uma caixa de Pandora

- Previsão de abrandamento da economia mundial em 2026

1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

Pedro Braz Teixeira¹

SEGURANÇA

A intervenção dos EUA na Venezuela corre o risco de abrir uma caixa de Pandora em termos geopolíticos.

Após muitas discussões, caiu a ideia de mobilizar as reservas internacionais da Rússia para financiar a Ucrânia, tendo os países da UE optado por um empréstimo de 90 mil milhões de euros.

No final de Dezembro, Zelensky e Trump não conseguiram chegar a acordo sobre um eventual plano de paz. No entanto, os EUA terão garantido 15 anos de protecção à soberania da Ucrânia.

PREVISÕES DA OCDE

A OCDE divulgou as suas novas previsões², em que prevê um abrandamento da economia mundial, de 3,2% em 2025 para 2,9% em 2026, fortalecendo-se em 2027 para 3,1%. A economia global revelou-se mais resiliente do que esperado no corrente ano, suportada pela melhoria das condições financeiras e pelo investimento relacionado com a IA. No entanto, as fragilidades subjacentes estão a aumentar, nomeadamente no mercado de trabalho. Os riscos permanecem significativos, incluindo a possibilidade

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

² https://www.oecd.org/en/publications/oecd-economic-outlook-volume-2025-issue-2_9f653ca1-en.html



de mais barreiras ao comércio, riscos nos mercados financeiros, preocupações com a sustentabilidade orçamental, entre outros.

Previsões da OCDE, PIB

País	2024	2025	2026	2027
Alemanha	-0,5	0,3	1,0	1,5
Áustria	-0,7	0,3	0,9	1,2
Bélgica	1,1	1,1	1,1	1,2
Espanha	3,5	2,9	2,2	1,8
Estados Unidos	2,8	2,0	1,7	1,7
França	1,2	0,8	1,0	1,0
Itália	0,7	0,5	0,6	0,7
Japão	0,1	1,3	0,9	0,9
Países Baixos	1,1	1,7	1,4	1,6
Polónia	3,0	3,3	3,4	2,7
PORTUGAL	2,1	1,9	2,2	1,8
Reino Unido	1,1	1,4	1,2	1,3
Suécia	0,8	1,6	2,6	2,3
Turquia	3,3	3,6	3,4	4,0
Zona Euro	0,8	1,3	1,2	1,4



**- Em 2026, poderá
haver dois ou três
cortes de taxas**

No caso de Portugal³, deverá haver uma aceleração do crescimento, de 1,9% em 2025 para 2,2% em 2026, estimulado pela procura interna e pela política orçamental expansionista, sob a influência do PRR. No entanto, em 2027, o PIB deve abrandar para apenas 1,8%, sendo necessárias reformas estruturais para o aumentar.

EUA

Indo ao encontro das expectativas, a Reserva Federal cortou as taxas na reunião de Dezembro, indicando que deverá haver mais dois cortes em 2026, embora os mercados acreditem que poderá haver uma terceira descida. O Fed está agora mais optimista sobre a economia em 2026 (previsão revista de 1,8% para 2,3%), e a inflação (de 2,6% para 2,4%).

No 3º trimestre, o PIB aumentou 4,3% em termos anualizados, mais do que o esperado (3,2%), devido ao dinamismo do consumo privado. A taxa de desemprego subiu de 4,4% para 4,6%, de Setembro para Novembro (o valor de Outubro não foi calculado devido ao “shutdown”), mais do que o esperado (4,4%), sendo o valor mais elevado desde Setembro de 2001. A taxa de inflação baixou de 3,0% para 2,7% (também de Setembro para Novembro, pelas mesmas razões), contrariando a expectativa de subida (3,1%).

O indicador de confiança dos consumidores da Universidade de Michigan registou uma melhoria marginal devido à subida das perspectivas, já que a avaliação corrente voltou a baixar, para o pior valor dos últimos 50 anos.

³ https://www.oecd.org/en/publications/2025/12/oecd-economic-outlook-volume-2025-issue-2_413f7d0a/full-report/portugal_c408a6e0.html#indicator-d1e9862-8a8cd3a516



CHINA

Após a queda de Outubro, as exportações chinesas voltaram a crescer em Novembro (5,9%), menos do que as importações (1,9%), tendo o excedente comercial ultrapassado o bilião (“trillion”) de dólares pela primeira vez nos primeiros onze meses do ano. Este excedente tem causado fortes polémicas internacionais, nomeadamente por parte dos EUA e da UE.

JAPÃO

O Banco do Japão subiu a sua taxa de referência em 0,25 pontos percentuais para “cerca de 0,75%”, o valor mais elevado desde 1995, gerando expectativas de novas subidas no futuro próximo. As taxas de juro a 10 anos subiram para próximo de 2%, o nível mais elevado desde 1999, pressionando as de outros países, dado o peso dos investidores nipónicos em múltiplos mercados de dívida.



- BCE mais optimista

ZONA EURO

Como esperado, o BCE não alterou as suas taxas na reunião de Dezembro e os mercados financeiros não esperam que as altere ao longo de 2026. Aliás, é possível que a próxima alteração já seja de subida e não de descida.

Para além disso, o banco central está agora um pouco mais optimista sobre o crescimento da zona euro, tendo revisto em alta as suas previsões (de 1,2% para 1,4% em 2025; de 1,0% para 1,2% em 2026, de 1,3% para 1,4% em 2027). A inflação para 2026 já não se deve desviar tanto da meta (revisão de 1,7% para 1,9%).

Em Dezembro, a actividade na zona euro abrandou de novo, de forma mais pronunciada nos serviços, mas com reflexo mais grave na indústria, que entrou em terreno negativo. As novas encomendas abrandaram, sobretudo com origem no exterior, embora o emprego deva aumentar, a par de uma ligeira redução da confiança dos empresários.

Indicadores da zona euro

Indicador	Uni.	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez
PMI total	-	50,2	50,6	50,9	51,0	51,2	52,5	52,8	51,9
Produção industrial	tvh	1,0	-0,7	0,6	-1,0	0,2	0,8		
PMI na indústria	-	51,5	50,8	50,6	52,5	50,9	51,0	50,4	49,7
Vendas a retalho	tvh	1,9	3,5	2,1	1,8	1,2	1,5		
PMI nos serviços	-	49,7	50,5	51,0	50,5	51,3	53,0	53,6	52,6
Desemprego	%	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4		

Fonte: Eurostat, IHS Markit.

- **Clima económico
atinge o melhor valor
desde 2019**

2. CONJUNTURA NACIONAL

INDÚSTRIA E CONSTRUÇÃO

Em Dezembro, o clima económico subiu mais uma vez, para o melhor valor desde Março de 2019, embora com variações muito diferenciadas por sector. A confiança na indústria recuou um pouco, mas mantendo valores acima dos registados até Outubro, enquanto a confiança na construção recuou para o valor de Novembro de 2024.

Dados da indústria e construção

Indicador	Uni.	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez
Indicador de Clima Económico	-	2,7	2,8	2,8	2,9	3,0	2,9	3,1	3,2
Volume de Negócios na Indústria	tvh	0,3	0,2	2,0	0,4	0,8	1,0		
Produção industrial	tvh	2,9	3,0	2,4	3,0	2,4	-0,9		
Confiança na Indústria Transformadora	-	-4,6	-3,5	-3,3	-3,0	-2,7	-5,5	0,3	-0,7
Índice de Produção na Construção	tvh	2,3	2,7	3,0	2,7	3,2	2,9		
Vendas de cimento	tvh	-2,0	2,6	2,5	-2,8	15,0	15,0	-2,3	
Confiança na Construção	-	4,8	5,7	3,6	2,5	2,1	2,6	2,7	1,2
Custos na Construção	tvh	3,6	3,9	4,7	3,7	4,6	4,5		

Fonte: INE, Banco de Portugal.

- **Confiança dos consumidores recuperou marginalmente**

SERVIÇOS

Em Dezembro, a confiança dos consumidores recuperou marginalmente; a confiança no comércio a retalho recuou um pouco, mas conseguindo o segundo melhor valor desde Março de 2023; a confiança nos serviços recuperou da queda do mês anterior; as perspectivas de procura no alojamento recuperaram para o melhor valor dos últimos cinco meses.

Dados dos serviços

Indicador	Uni.	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez
Confiança dos consumidores	-	-16,0	-16,0	-15,1	-17,5	-17,1	-13,2	-15,2	-15,1
Vendas no Comércio a Retalho	tvh	4,3	5,8	6,2	4,4	5,0	4,3	6,4	
Confiança no comércio a retalho	-	1,6	2,2	3,6	2,8	4,3	5,8	7,3	6,4
Vendas veículos ligeiros de passageiros	tvh	18,6	14,8	20,6	9,9	12,9	5,5	0,4	
Vendas de veículos comerciais ligeiros	tvh	4,2	-21,9	10,6	-4,2	13,3	4,5	23,2	
Volume de Negócios nos Serviços	tvh	3,8	3,2	4,3	2,8	2,7	4,1		
Confiança nos serviços	-	12,0	13,9	12,3	14,3	10,7	7,2	5,4	7,3
Procura nos próximos 3 meses - alojamento e restauração	-	17,5	22,4	28,4	13,0	-4,0	10,1	16,6	18,2

Fonte: ACAP, INE.



- Riscos de sinal contrário permitem estabilização dos preços

ENERGIA

A relativa estabilidade de preços da energia é o resultado de pressões de sinal contrário. A pressionar a subida, tivemos os confrontos entre os EUA e a Venezuela, culminando na prisão de Maduro; a favorecer a estabilização, o recuo da OPEP+ na decisão de aumentar as quotas de produção; a contribuir para baixar os preços, a perspectiva de redução das sanções sobre a Rússia, após um futuro acordo de paz sobre a Ucrânia.

Dados de energia

Indicador	Uni.	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov
Consumo de energia eléctrica	tvh	3,3	0,0	3,2	2,0	2,1	1,4	1,7	
Preço da gasolina 95	€/l	1,707	1,676	1,690	1,684	1,694	1,705	1,696	1,713
Preço do gasóleo	€/l	1,552	1,516	1,544	1,587	1,558	1,559	1,543	1,603
Preço do gás natural	€/MWh	35,2	35,3	36,6	33,8	32,7	32,3	31,9	28,8
Preço da electricidade por grosso	€/MWh	25,9	25,8	74,2	70,1	68,7	61,2	76,5	59,1

Fonte: DGEG, Bloomberg, OMIE.

- Inflação média baixou
de 2,4% em 2024 para
2,3% em 2025

INFLAÇÃO

Em Portugal, em Novembro, a inflação registou nova queda, de 2,3% para 2,2%, tal como a inflação subjacente (excluindo produtos energéticos e bens alimentares não transformados), de 2,1% para 1,9%, tendo a inflação média estabilizado nos 2,4%, como ocorre há quatro meses.

Indicadores de inflação, Zona euro e Portugal

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

Fonte: Eurostat, INE.

- Regresso às quedas
em Outubro

EXPORTAÇÕES DE BENS

Em Outubro, as exportações de bens regressaram às quedas, após o forte crescimento do mês anterior. No entanto, desta feita, quando excluídas as transacções de trabalhos por encomenda (sem transferência de propriedade), a diminuição foi menor. Em termos de destinos, saliente-se a deterioração para os EUA (-42,6%), Países Baixos (-16,5%) e Itália (-16,3%). A discriminação por tipo de produtos permite identificar dois fenómenos que explicam uma parte significativa do resultado mensal. A queda de 42,5% da exportação de Combustíveis será devido à “paragem de unidades da refinaria nacional”, enquanto o decréscimo dos Fornecimentos industriais (-7,3%) deveu-se em grande medida pela quantidade significativa de Medicamentos exportados para os Estados Unidos no período homólogo, em trabalhos por encomenda. As importações registaram o primeiro decréscimo desde Junho de 2024.

Comércio externo de bens, taxas de variação homóloga

Indicador	Fev	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out
Exportações – total	11,9	-6,2	2,3	0,2	-11,2	-1,6	14,0	-5,2
Espanha	5,9	-3,1	7,1	1,5	0,9	-5,8	1,7	-2,1
Alemanha	73,4	-3,7	12,7	16,4	-46,4	-9,9	97,5	-3,9
França	2,1	-1,8	2,4	-4,9	0,3	-3,7	5,5	0,8
EUA	24,0	2,4	2,7	-39,4	-37,1	36,5	18,7	-42,6
Reino Unido	-11,6	-6,7	-9,5	22,2	15,3	6,7	-13,1	16,1
Itália	-0,8	-9,5	10,6	-0,9	4,9	10,6	-0,9	-16,3
Países Baixos	23,0	-15,6	-14,2	-7,6	8,1	-22,2	-18,4	-16,5
Bélgica	-6,3	7,6	4,1	23,3	-7,6	6,6	39,0	-5,3
Polónia	19,0	-4,6	-2,4	2,4	-4,6	3,8	2,1	15,1
Marrocos	-13	-20,3	-25	48,0	-27,4	30,3	-6,4	-26,6
Importações – total	3,3	2,4	13,6	3,7	3,0	3,0	9,8	-3,0
Import. sem combustíveis	2,9	5,6	19,0	4,1	7,5	8,4	7,2	1,8
Importações combustíveis	6,7	-22,7	-27,9	0,6	-29,4	-28,6	40,1	-42,4

Fonte: INE.



- Menor crescimento dos proveitos desde a pandemia

TURISMO

Em Novembro, registou-se um abrandamento da actividade turística, em todos os indicadores, após a recuperação do mês anterior. Os proveitos cresceram apenas 2,1%, o valor mais baixo desde a pandemia, com excepção de Março deste ano, afectado pelo efeito calendário da Páscoa. As dormidas desaceleraram, quer de residentes quer de não residentes, mas continuando a aumentar.

Dados do turismo

Indicador	Un.	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov
Proveitos no Turismo	tvh	12,6	8,7	7,6	10,6	6,5	5,6	7,3	2,1
Dormidas	tvh	9,2	1,3	3,1	3,5	1,1	0,7	2,4	1,0
Dormidas de residentes	tvh	12,2	5,9	5,6	6,9	4,1	5,6	6,4	1,4
Dormidas de não residentes	tvh	7,7	-0,2	2,0	2,7	-0,5	-1,2	1,1	0,8

Fonte: INE.

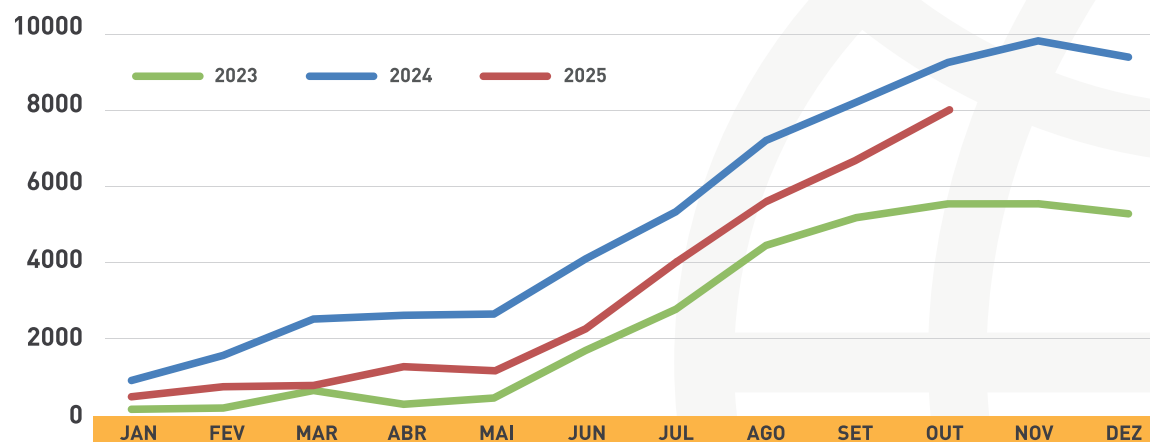


- Prossegue a melhoria do excedente externo

CONTAS EXTERNAS

Até Outubro, a economia portuguesa registou um excedente externo de 7 973 milhões de euros, melhor do que o registado até ao mês anterior, embora inferior ao excedente de 9 142 milhões de euros registado no período homólogo. Verificou-se um aumento de 3,5 mil milhões de euros do défice da balança de bens e um aumento de 1,7 mil milhões de euros do excedente da balança de serviços, devido maioritariamente ao saldo das viagens e turismo (+1,1 mil milhões de euros).

Balanças corrente e de capital (milhões de euros)



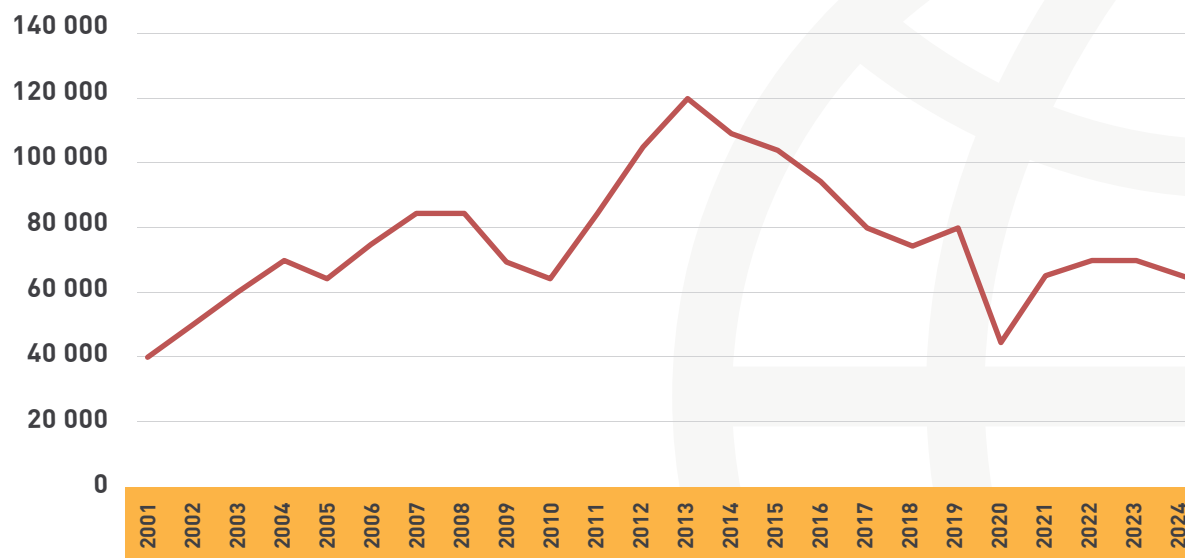
Fonte: Banco de Portugal.



MERCADO DE TRABALHO

De acordo com o Observatório da Emigração⁴, em 2024, emigraram 65 mil portugueses, uma redução face aos 70 mil de 2023, “confirmando-se, apesar de uma ligeira desaceleração, uma trajetória de estabilização dos fluxos emigratórios em torno de valores próximos dos registados na primeira década deste século.” Esta redução deve-se sobretudo aos efeitos do Brexit, que diminuiu a emigração portuguesa para o Reino Unido em 37% só entre 2023 e 2024. A maioria desta emigração continua a ser pouco qualificada.

Estimativa das saídas totais de emigrantes portugueses, 2001-2024



Fonte: Gráfico elaborado pelo Observatório da Emigração, valores do Observatório da Emigração.

⁴ <https://observatorioemigracao.pt/np4/10584.html>



- Reprogramação do PRR com redução dos empréstimos

- Excedente orçamental parece assegurado

FUNDOS EUROPEUS

O Conselho Europeu aprovou uma nova reprogramação do PRR, cujo montante total foi reduzido em 311 milhões de euros (de empréstimos) para 21,9 mil milhões de euros. Foram também reduzidos 46 marcos e metas.

O aumento dos pagamentos a Beneficiários Directos e Finais do PRR até 17 de Dezembro foi de 354 milhões, totalizando 10 415 milhões de euros (48% do total).

Em relação aos projectos destinados às empresas, verificou-se uma redução marginal de 27 milhões de euros para 7 277 milhões de euros de projectos aprovados, e um incremento de 147 milhões de euros nos pagamentos para 3 819 milhões de euros (52% do montante aprovado).

CONTAS PÚBLICAS

Até Novembro, o saldo orçamental registou um excedente de 2 836 milhões de euros em contabilidade pública (numa óptica de caixa), um aumento homólogo de 634 milhões de euros. A receita total permanece abaixo do orçamentado, devido à receita de capital, já que a receita corrente está marginalmente acima da meta. A receita fiscal e de contribuições continuam acima do projectado. Por seu turno, a despesa total continua abaixo do previsto, quer a despesa corrente (com as excepções da despesa com pessoal) quer o investimento público, embora este continue numa aceleração modesta.



Execução orçamental (contabilidade pública, valores acumulados)

Componente	Uni.	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	OE25
Receita corrente	tvh	13,9	7,0	8,1	6,6	6,3	7,5	7,1
Receita fiscal	tvh	20,0	6,9	9,1	6,2	5,5	6,8	4,2
IVA	tvh	11,6	9,3	9,4	8,7	9,0	9,6	6,1
IRS	tvh	11,9	14,4	16,5	7,1	4,0	8,5	-2,4
IRC	tvh	221,9	-9,6	-7,5	-4,3	-3,9	-3,8	5,6
Contribuições SS	tvh	8,3	8,3	8,2	8,3	8,4	8,2	-5,1
Receita de capital	tvh	13,3	12,2	4,2	6,1	3,6	2,3	94,0
Receita total	tvh	13,9	7,1	8,0	6,6	6,2	7,3	9,8
Despesa corrente	tvh	4,1	4,8	5,9	6,4	5,3	6,3	7,1
Pessoal	tvh	8,5	8,8	9,3	8,7	8,0	8,2	5,3
Bens e serviços	tvh	-0,4	2,7	1,8	3,2	5,0	8,1	10,3
Juros	tvh	1,0	-1,0	-1,2	-1,1	-3,1	-4,0	2,6
Transferências	tvh	2,8	3,5	5,0	6,2	4,2	5,2	4,0
Subsídios	tvh	24,3	30,6	37,6	36,4	32,1	27,2	28,5
Investimento	tvh	15,6	19,0	17,8	17,8	18,5	19,3	23,4
Investimento SNS	tvh	15,5	15,4	21,2	28,6	28,4	30,4	54,1
Despesa total	tvh	4,5	5,1	6,1	6,3	5,6	6,9	11,5
Saldo Estado	10 ⁶ €	-4 066	-3 455	-4 701	-1 328	-4 270	-6 625	-7 896
Saldo FSA	10 ⁶ €	1 874	1 839	1 496	1 561	1 501	1 880	-905
Saldo Local e Reg.	10 ⁶ €	526	728	809	1 326	1 461	1 350	1 453
Saldo Seg. Social	10 ⁶ €	3 674	3 215	4 408	4 745	5 463	6 230	5 659
Saldo Total	10 ⁶ €	2 009	2 328	2 011	6 304	4 154	2 836	-1 689

Fonte: DGO.



- 4º trimestre terá abrandado

Nos primeiros nove meses, o saldo em contabilidade nacional (o relevante para Bruxelas) foi de 2,1% do PIB. No 3º trimestre, o excedente foi de 3,8% do PIB trimestral, apesar das medidas de estímulo orçamental, o que permite antecipar o cumprimento do excedente nas contas públicas fixado pelo governo para o conjunto do ano.

PIB DO 4º TRIMESTRE DE 2025

O indicador diário de actividade, calculado pelo Banco de Portugal, abrandou no 3º trimestre (ao contrário do PIB), e de novo no 4º trimestre. O clima económico, avaliado pelo INE, acelerou no 3º trimestre, em linha com a evolução do PIB, tendo melhorado também no último trimestre. Ou seja, continuamos com sinais contraditórios nestes indicadores agregados, enquanto os indicadores sectoriais apontam para um abrandamento.

Indicador diário de actividade e clima económico

Indicador	1T25	2T25	3T25	4T25	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez
PIB (tvh)	1,7	1,8	2,4							
DEI	2,1	2,1	1,8	1,4	1,7	1,7	1,4	0,9	3,2	-0,2
Clima	2,5	2,6	2,9	3,1	2,8	2,9	3,0	2,9	3,1	3,2

Fonte: Banco de Portugal, INE, cálculos do autor.

No 3º trimestre, a taxa de poupança das famílias manteve-se nos 12,5%, um valor elevado, muito acima da média de 7% em 2019, e inclusive da média dos valores excepcionais registados durante a pandemia.



Em Novembro, a prestação do crédito à habitação registou a 11ª queda homóloga consecutiva (-2,2%), embora estabilizando em termos nominais face ao mês anterior, enquanto a taxa de juro média diminuiu pela 22ª vez, de 3,18% para 3,13%, com uma queda acumulada de 1,52 pontos percentuais, muito próxima do valor de Abril de 2023.

A greve geral de 11 de Dezembro tem algumas similitudes com o apagão, cujo impacto inicialmente estimado seria entre 0,1% e 0,2% do PIB. No entanto, o PIB do 2º trimestre aumentou 0,7%, bastante mais do que o esperado, pelo que é improvável que o impacto do apagão tenha sido superior a 0,1%.

A greve geral tem duas diferenças principais face ao apagão: i) não foi uma surpresa; ii) teve um impacto muito superior no sector público do que no sector privado. Por isso, no cômputo geral, o impacto da greve geral terá sido inferior a 0,1% do PIB, porque o sector público tem um peso reduzido na economia e no sector privado a adesão terá sido baixa e há margem para compensar a actividade noutros dias.

O consumo privado terá continuado com um crescimento robusto no 4º trimestre, ainda que com uma provável desaceleração, como sugerido pela venda de viaturas de passageiros, cujo crescimento passou de 14,8% para 3,1% no último trimestre.

Já o investimento poderá ter fraquejado, sobretudo na construção, onde as indefinições sobre o IVA a 6% estão a paralisar algumas actividades. Segundo um empresário do imobiliário: “A produção de habitação vai cair de forma acentuada se isto continuar. Quem tem obras a decorrer abrandou drasticamente o ritmo. Quem tem projetos aprovados e prontos a arrancar hesita em iniciar obra e até pondera voltar a submetê-los às câmaras com receio de ficar fora da nova taxa. Isto significa mais meses de vazio e uma futura avalanche de processos a entrar ao mesmo tempo nas câmaras.”⁵

⁵ <https://www.jornaldenegocios.pt/empresas/imobiliario/detalhe/dono-da-laskasas-e-o-iva-a-6-na-construcao-esta-tudo-parado-deixem-nos-trabalhar>



- Forum para a Competitividade estima que no 4º trimestre de 2025 o PIB terá subido entre 0,5% e 0,7% em cadeia

- PIB de 2026 deverá crescer entre 2,0% e 2,3%

As contas externas iniciaram o final do ano de novo fracas nos bens e também nos serviços, sendo difícil que apresentem um contributo muito positivo neste período.

Em resumo, o Forum para a Competitividade estima que no 4º trimestre de 2025 o PIB terá subido entre 0,5% e 0,7% em cadeia, correspondente a uma variação homóloga entre 1,7% e 1,9%, a que corresponde uma variação anual de 1,9%.

A desaceleração homóloga, face aos 2,4% do 3º trimestre, prende-se sobretudo com o excepcional crescimento em cadeia do 4º trimestre de 2024, que foi de 1,2%.

PRÓXIMOS TRIMESTRES

Dedicamos a próxima secção às perspectivas e riscos para 2026, pelo que aqui apenas faremos uma breve referência a estes aspectos.

As condições conjunturais da economia portuguesa são genericamente favoráveis. O PIB está próximo do seu potencial, devendo crescer em linha com este. A taxa de desemprego está no intervalo da taxa natural de desemprego (entre 6% e 7%) e aí deve permanecer. O emprego tem vindo a registar elevados níveis de crescimento (da ordem dos 3%), porventura excessivos, na medida em que dificultam o aumento do nível de capital por trabalhador. É provável algum abrandamento do crescimento do emprego, em linha com as alterações na legislação da imigração.

As contas externas têm estado com um ligeiro excedente, o que tem permitido a redução sucessiva da dívida externa, cujo nível muito elevado foi a principal razão para a necessidade de pedir ajuda à “troika”. Estes dois aspectos deverão prosseguir em 2026.

As contas públicas também têm apresentado um excedente, mas o aspecto principal tem sido a redução do rácio da dívida pública, ao contrário do que tem sucedido em



- O potencial de crescimento do nosso PIB continua demasiado baixo

muitos outros países da zona euro, em especial França. No ano que se inicia talvez se consiga um novo superavit orçamental, apesar dos estímulos associados à finalização do PRR, mas há convicção unânime de que a dívida pública deverá continuar em queda.

Em termos estruturais é que as coisas não estão risonhas. O potencial de crescimento do nosso PIB continua demasiado baixo, em torno de 2%, e a produtividade mantém níveis de crescimento demasiado baixos. Relacionado com isso, o peso do investimento no PIB continua abaixo da média histórica e do necessário para impulsionar o capital por trabalhador e, por essa, via a produtividade e os salários.

Continuamos a aguardar as anunciadas reformas estruturais – e os seus resultados –, que poderão contribuir para resolver as nossas principais questões, que são essencialmente estruturais.

Em 2026, o consumo deverá continuar suportado por um apreciável crescimento do emprego, por um aumento dos salários reais, mas já sem alívio fiscal e sem redução adicional das taxas de juro.

O investimento tem condições para uma forte aceleração, beneficiando do PRR e se as prometidas alterações ao licenciamento se concretizarem, nomeadamente a preferência pelo deferimento tácito, sendo essencial o esclarecimento do IVA na construção.

As exportações têm tido um comportamento modesto e serão necessárias reformas para a melhoria da competitividade, para conseguirmos melhores resultados, através de um aumento das quotas de mercado, sobretudo naqueles onde a nossa posição é ainda muito baixa, como já salientámos anteriormente.

Em termos conjunturais, o ano de 2026 até se apresenta um pouco mais favorável para Portugal do que 2025, o problema são os riscos, como veremos na próxima secção.



- Dualidade entre cenário central benigno e riscos potencialmente disruptivos

- Venezuela demorará muito a aumentar a produção de petróleo

3. TEMA EXTRA

Pedro Braz Teixeira

PERSPECTIVAS E RISCOS PARA 2026

O ano que se inicia tem uma curiosa combinação: por um lado, o cenário central é unanimemente considerado benigno, com a generalidade das economias a crescer em linha com a tendência; por outro, apresenta um nível de riscos elevado e com fortes potenciais disruptivos.

Médio prazo

Um inquérito do FT a economistas internacionais revelou que três quartos espera que os EUA deverão manter (31%) ou aumentar a dianteira (48%) em termos de produtividade em relação ao resto do mundo, devido à IA, aos mercados de capitais profundos e a custos de energia relativamente baixos. Os inquiridos estavam localizados na China, EUA, Reino Unido e zona euro⁶.

Venezuela

A intervenção dos EUA na Venezuela pode estimular acções equivalentes da Rússia e da China e também de médias potências.

É verdade que aquele país sul-americano tem as maiores reservas mundiais de petróleo, mas no seu apogeu, no início do século XXI, produzia apenas cerca 3 milhões de barris por dia, um terço da produção da Arábia Saudita. Actualmente, produz muito menos, cerca de 900 mil barris e, de acordo com especialistas, será necessário um investimento muito elevado e muito tempo para aumentar a produção.

⁶ <https://www.ft.com/content/1af296f4-32af-4ec2-9d40-cd3c1c744a89>



- Há cada vez mais avisos de que estamos em presença de uma bolha especulativa na IA

A incerteza em relação ao poder e à segurança dos contratos deverá constituir um obstáculo significativo inclusive para as petrolíferas norte-americanas poderem beneficiar das novas condições.

Ucrânia

Será que a intervenção dos EUA na Venezuela irá diminuir a (reduzida) predisposição da Rússia em aceitar um acordo de paz?

EUA

Os EUA começaram o ano com uma acção disruptiva, o que reforça a expectativa de que faz sentido esperar o inesperado, depois de um 2025 muito surpreendente.

IA

As fortíssimas perturbações trazidas pelo novo presidente (tarifas, desrespeito pela independência da Reserva Federal, repressão da imigração, uma geral falta de respeito por leis e regras) poderiam ter deixado os EUA à beira de uma recessão. Isso só não aconteceu porque se deu a coincidência de estarmos perante uma forte expansão da IA, com investimentos extraordinários em chips, centros de dados, centrais eléctricas, etc. Este mesmo movimento tem-se auto alimentado pelas excepcionais valorizações bolsistas, que estimulam a economia norte-americana, onde cerca de três quartos dos cidadãos investem, directa ou indirectamente, nos mercados accionistas.

Há cada vez mais avisos de que estamos em presença de uma bolha especulativa na IA, mas só saberemos isso a posteriori. Uma coisa parece certa: se assistirmos a uma “correção” bolsista, é quase certo que ela terá consequências muito mais gravosas do que quando a bolha “dotcom” rebentou, em 2000. Um forte abrandamento da economia dos EUA terá evidentes impactos na Europa, talvez até maximizados pelas manobras



de diversão que Trump tentará, para evitar assumir responsabilidades. Um “crash” em Nova Iorque levaria a uma clara queda das taxas de juro pelo Fed e a uma depreciação do dólar, com a consequente apreciação do euro e dificuldades nos exportadores europeus.

Reserva Federal

Aproxima-se a data da escolha do novo presidente do Fed, que pode ser uma grande fonte de perturbação internacional, se for muito mal recebido pelos mercados financeiros.

China

A China vem acumulando recordes de excedentes comerciais, apesar das tarifas dos EUA, e isso tem condições para gerar muitas tensões internacionais, também com a UE.

UE

Temos uma crise política e orçamental em França, que dificulta a tomada de decisões essenciais na UE na actual encruzilhada, política, económica e tecnológica. A forte subida das dívidas públicas (com a notável excepção de Portugal) ameaça desencadear uma crise a médio prazo e a paralisia gaulesa pode ser o gatilho que a desencadeia.

Continua-se a aguardar as reformas propostas por Draghi e Letta, mas a paralisia parece ser a nota dominante.

Gronelândia

A 4 de Janeiro de 2026, a primeira-ministra da Dinamarca exortou Trump a deixar de ameaçar anexar a Gronelândia. Uma tal acção seria um duríssimo golpe dentro da própria NATO.

- Fed deverá cortar
taxas duas vezes
em 2026

4. MERCADOS FINANCEIROS

Depois do corte de taxas pelo Fed, em Dezembro, existe a promessa de mais dois cortes até ao final de 2026, estando os mercados inclinados a que haja um adicional.

Taxas de juro a 10 anos (nível)

País	31-Mar	30-Jun	30-Set	31-Out	30-Nov	31-Dez
EUA	4,21	4,23	4,15	4,08	4,01	4,17
Alemanha	2,74	2,61	2,71	2,63	2,69	2,86

Fonte: Bloomberg

A emissão de dívida europeia para ajudar a Ucrânia fez subir as taxas de juro na Alemanha, mas sem alargamento do diferencial dos restantes países.

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

País	31-Mar	30-Jun	30-Set	31-Out	30-Nov	31-Dez
UE	26	19	12	11	5	1
França	72	68	82	79	72	71
Espanha	63	64	55	51	48	43
Itália	113	87	82	75	71	70
Portugal	52	45	41	36	32	30

Fonte: Bloomberg



- BCE não deverá alterar as suas taxas em 2026

O BCE não deverá alterar as suas taxas em 2026, o que tem conduzido à estabilidade das Euribor.

Taxas Euribor (nível)

Prazo	31-Mar	30-Jun	30-Set	31-Out	30-Nov	31-Dez
3 meses	2,34	1,94	2,03	2,04	2,06	2,03
6 meses	2,34	2,05	2,10	2,14	2,11	2,11
12 meses	2,31	2,07	2,19	2,20	2,21	2,24

Fonte: Bloomberg

- Apreciação modesta do euro

O euro apreciou-se ligeiramente face ao dólar, regressando ao nível registado seis meses antes.

Taxas de câmbio (nível)

Moedas	31-Mar	30-Jun	30-Set	31-Out	30-Nov	31-Dez
EUR/USD	1,081	1,176	1,176	1,154	1,160	1,174
CAD/USD	0,696	0,734	0,718	0,714	0,716	0,729
GBP/USD	1,291	1,371	1,346	1,315	1,324	1,345
CHN/USD	7,264	7,159	7,127	7,123	7,071	6,979

Fonte: Bloomberg



- Forte subida dos preços dos metais

Nas matérias primas, há a destacar a forte subida do preço de inúmeros metais, com destaque para vários dos utilizados nas novas tecnologias, como a prata e o cobre.

Matérias primas (nível)

Matéria prima	31-Mar	30-Jun	30-Set	31-Out	30-Nov	31-Dez
Brent	74,7	67,6	67,0	65,1	63,2	60,9
Gás Natural	40,7	32,9	31,4	31,1	28,8	28,2
Ouro	3 124	3 303	3 859	4 003	4 239	4 319

Fonte: Bloomberg



- Bolsas europeias beneficiadas pelo euro

As bolsas europeias não se destacaram nas subidas na sua própria moeda, mas beneficiaram da valorização do euro para registarem ganhos significativos face aos índices dos EUA (avaliados em euros).

Mercados bolsistas (taxas de variação)

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

Fonte: Bloomberg



5. AGENDA

Data	Evento	Per.	Expectativa/observações
9-Jan	Comércio Internacional	Nov	
12-Jan	Vol. Negócios Indústria	Nov	
13-Jan	Vol. Negócios Serviços	Nov	
13-Jan	Inflação	Dez	
14-Jan	Produção da Construção	Nov	
28-Jan	Reserva Federal dos EUA		
29-Jan	Vol. Negócios Comércio a Retalho	Dez	
29-Jan	Inquéritos de Conjuntura	Jan	
29-Jan	Estimativas Mensais de Emprego e Desemprego	Dez	
30-Jan	PIB – Estimativa Rápida	4T	
30-Jan	Actividade turística – Estimativa Rápida	Dez	
30-Jan	Inflação – Estimativa Rápida	Jan	
5-Fev	Reunião do BCE		Manutenção das taxas

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O APOIO DE:



ORDEM
DOS
ENGENHEIROS

