



**FORUM PARA A
COMPETITIVIDADE**

NOTA DE CONJUNTURA N° 117
JANEIRO DE 2026

Esta Nota de Conjuntura, da responsabilidade
do Fórum para a Competitividade,
inclui informação publicada até 05.02.2026

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O PATROCÍNIO DE:

**Jerônimo
Martins**

RESUMO EXECUTIVO

- Trump fez várias ameaças sobre a Gronelândia, o que poderia colocar em risco a sobrevivência da NATO e a convivência em geral dos EUA com a UE.
- O FMI divulgou as suas previsões intercalares, com ligeira revisão em alta, mais nítida nos EUA e na China, que já não inclui um abrandamento em 2026.
- Em Portugal, após atingir um máximo desde Março de 2019, o clima económico teve uma queda clara em Janeiro, com queda da confiança em todos os sectores excepto na construção.
- Em Janeiro, a inflação caiu de 2,2% para 1,9%, tal como a inflação subjacente, de 2,1% para 1,8%.
- Em Novembro, as exportações de bens caíram de novo (-1,7%), embora menos do que no mês anterior. Quando excluídas as transacções de trabalhos por encomenda, a diminuição foi maior (-6,2%).
- No inquérito do INE realizado em Novembro, as empresas exportadoras nacionais esperam um crescimento de 5,1% das exportações de bens em 2026, o que constituiria uma franca melhoria.
- Em Dezembro, a taxa de desemprego caiu de novo, desta vez, de 5,7% para 5,6%, um mínimo desde Fevereiro de 2002.
- Segundo um estudo do Banco de Portugal, o aumento do número de trabalhadores estrangeiros correspondeu, exactamente, à criação líquida de emprego em Portugal, em 2023-2024.
- Em 2025, o saldo orçamental registou um excedente de 1 298 milhões de euros em contabilidade pública (numa óptica de caixa), cerca de 0,4% do PIB, quase três mil milhões de euros acima do inicialmente definido.
- O PIB acelerou ligeiramente em cadeia no 4º trimestre, de 0,7% para 0,8%, enquanto em termos homólogos desacelerou de 2,3% para 1,9%. O contributo negativo da procura externa líquida foi menos acentuado, enquanto a procura interna abrandou.
- Paradoxalmente, o impacto final das tempestades sobre o PIB poderá ser positivo, porque a sua destruição não é contabilizada no PIB, enquanto o investimento de recuperação é.
- O indicador global de custos de contexto das empresas, calculado pelo INE, atingiu em 2024 um máximo de dez anos.
- A UE concluiu as negociações com o Mercosul e a Índia, embora ainda haja algumas etapas para a entrada em vigor destes acordos comerciais.
- Em 2024, Portugal exportou 1227 M€ para o Mercosul, que representaram 1,4% das nossas exportações, mas apenas 179 M€ para a Índia (0,2% do total).

ÍNDICE

1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

Segurança	5
Gronelândia	5
Previsões do FMI	6
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	21

3. TEMAS EXTRA

Custos de contexto	24
Acordos comerciais da UE	25
Novas políticas dos EUA	27

4. MERCADOS FINANCEIROS

5. AGENDA

33



- Venezuela em suspenso

1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

Pedro Braz Teixeira¹

SEGURANÇA

A intervenção dos EUA na Venezuela tem estado contida, mas existe uma contradição nas intenções de Trump. Por um lado, parece haver a intenção de conseguir uma forte baixa dos preços dos combustíveis para os consumidores norte-americanos, mas, por outro, que as empresas americanas ganhem com a produção da Venezuela, que depende de preços elevados.

O líder da ExxonMobil já veio dizer que não era possível investir na Venezuela, pela falta de segurança contratual. Para além disso, estimativas independentes sugerem que a expansão da produção neste país só é rentável com preços do barril acima dos 80 dólares, muito acima das cotações actuais.

Esperava-se o anúncio em Davos de um “plano de prosperidade” no valor de 800 mil milhões de dólares, por acordo entre a Ucrânia, a Europa e os EUA. No entanto, os conflitos sobre a Gronelândia adiaram aquele projecto. Entretanto, Washington terá pressionado Kiev a fazer cedências de território para receber apoio na paz.

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



**- Intenções dos EUA
sobre Gronelândia
colocam NATO em risco**

GRONELÂNDIA

Após a intervenção na Venezuela, Trump fez várias ameaças sobre a Gronelândia, o que poderia colocar em risco a sobrevivência da NATO e a convivência em geral dos EUA com a UE, um dos seus principais aliados. Os EUA ameaçaram tarifas de 10% sobre alguns países europeus, que poderiam subir para 25% em Junho. A UE ameaçou com fortes retaliações com tarifas e sobre activos financeiros. Com recuos e conversações posteriores, chegou-se a um acordo preliminar.

No entanto, subsistem dois problemas. Por um lado, dada a volatilidade do presidente norte-americano, não há segurança de que o assunto esteja encerrado. Por outro, e muito mais grave, aumentou drasticamente a convicção dos líderes europeus de que os EUA deixaram de ser um parceiro confiável e a Europa necessita de se autonomizar em todas as áreas: segurança, tecnologia, energia, meios de pagamento, etc.

PREVISÕES DO FMI

**- FMI já não espera
abrandamento da
economia mundial
em 2026**

O FMI divulgou as suas previsões intercalares², com ligeira revisão em alta, mais nítida nos EUA e na China, que já não inclui um abrandamento em 2026. O investimento em tecnologia, o apoio das políticas orçamentais e monetárias, condições financeiras favoráveis, bem como a adaptabilidade do sector privado permitirão este desempenho, apesar dos efeitos das tarifas. Os riscos principais são uma “reavaliação das expectativas tecnológicas” (leia-se o rebentar de uma bolha na IA) e uma escalada nas tensões geopolíticas.

² <https://www.imf.org/en/publications/weo/issues/2026/01/19/world-economic-outlook-update-january-2026>



Previsões do FMI, PIB

País	2025	2026	2027
Alemanha	0,2	1,1	1,5
Brasil	2,5	1,6	2,3
Canadá	1,6	1,6	1,9
China	5,0	4,5	4,0
Espanha	2,9	2,3	1,9
Estados Unidos	2,1	2,4	2,0
França	0,8	1,0	1,2
Índia	7,3	6,4	6,4
Itália	0,5	0,7	0,6
Japão	1,1	0,7	0,6
Reino Unido	1,4	1,3	1,5
Zona Euro	1,4	1,3	1,4

EUA

- Novo presidente da Reserva Federal acalma mercados

Em linha para o que tinha preparado os mercados, a Reserva Federal manteve as suas taxas de referências na reunião de Janeiro, apesar da pressão de Trump para as diminuir.

A pressão sobre a independência da Reserva Federal e os nomes que foram sendo ventilados para substituir o actual presidente assustaram os mercados financeiros e levaram à queda do dólar, para além de darem gás às cotações de activos de refúgio como o ouro e a prata. A prometida nomeação de Kevin Warsh acalmou os mercados, que o parecem avaliar como mal menor.



A taxa de desemprego baixou de 4,5% (revisto em baixa de 4,6%) para 4,4% em Dezembro, ainda que o crescimento do emprego tenha sido baixo (50 mil trabalhadores). A taxa de inflação estabilizou nos 2,7% em Dezembro, como esperado. O indicador de confiança dos consumidores da Universidade de Michigan de Janeiro melhorou em todas as suas componentes, afastando-se do mínimo registado há dois meses.

CHINA

Em 2025, a economia chinesa cresceu 5,0%, exactamente como no ano anterior (apesar das dúvidas sobre a fiabilidade das estatísticas oficiais), em que as exportações conseguiram compensar a debilidade da procura interna, em particular a queda de 3,8% do investimento.

JAPÃO

A marcação de legislativas antecipadas, com a previsão de um forte aumento da despesa pública, fizeram subir as taxas de juro a 40 anos acima dos 4%, um facto inédito nestas obrigações, que só foram lançadas em 2007. Como já assinalámos, esta evolução tem condições para pressionar as dívidas de outros países, dado o peso dos investidores nipónicos em múltiplos mercados financeiros.



- Se o euro se apreciar mais, taxas do BCE poderão descer

ZONA EURO

O governador do banco central da Áustria alertou que novas apreciações do euro poderiam levar a revisões em baixa das perspectivas para a inflação e, por isso, justificar uma descida das taxas do BCE. No entanto, até agora, a apreciação da moeda europeia face ao dólar terá sido “modesta”.

No 4º trimestre, o PIB da zona euro estabilizou em cadeia (0,3%), tendo desacelerado ligeiramente em termos homólogos, de 1,4% para 1,3%. Curiosamente, as três maiores economias contrariaram a desaceleração, Alemanha (de 0,3% para 0,4%), França (de 0,9% para 1,1%) e Itália (de 0,6% para 0,8%), embora mantenham um desempenho abaixo da média. Entre as economias que mais desaceleraram, registem-se os casos da Suécia (de 2,6% para 1,8%), Rep. Checa (de 2,8% para 2,4%) e Portugal (de 2,3% para 1,9%).

Em Janeiro, a actividade na zona euro estabilizou, com recuperação na indústria, que tinha caído no mês anterior, e algum recuo nos serviços. O aumento modesto da produção beneficiou de um aumento das novas encomendas e o optimismo sobre as perspectivas a atingir um máximo de 20 meses. Ainda assim, registou-se a primeira redução do emprego em quatro meses, sobretudo na Alemanha.

Indicadores da zona euro

Indicador	Uni.	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Jan
PMI total	-	50,6	50,9	51,0	51,2	52,5	52,8	51,5	51,5
Produção industrial	tvh	-0,7	0,6	-1,0	0,2	1,7	2,5		
PMI na indústria	-	50,8	50,6	52,5	50,9	51,0	50,4	48,9	50,2
Vendas a retalho	tvh	3,5	2,1	1,8	1,2	1,9	2,3		
PMI nos serviços	-	50,5	51,0	50,5	51,3	53,0	53,6	52,4	51,9
Desemprego	%	6,4	6,4	6,4	6,4	6,3	6,3	6,2	

Fonte: Eurostat, IHS Markit.



- Clara queda do clima económico

2. CONJUNTURA NACIONAL

INDÚSTRIA E CONSTRUÇÃO

Após atingir um máximo desde Março de 2019, o clima económico teve uma queda clara em Janeiro, com queda da confiança em todos os sectores excepto na construção, que subiu para o melhor valor dos últimos seis meses. A confiança na indústria recuou de forma nítida, mas mantendo valores acima dos registados em Outubro.

Dados da indústria e construção

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

Fonte: INE, Banco de Portugal.



**- Nova melhoria
da confiança dos
consumidores**

SERVIÇOS

Em Janeiro, a confiança dos consumidores subiu para um máximo de três meses; a confiança no comércio a retalho caiu de novo; a confiança nos serviços recuou para o valor mais baixo desde Agosto de 2024; as perspectivas de procura no alojamento caíram ligeiramente, mas ficaram ainda acima do valor de Novembro.

Dados dos serviços

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

Fonte: ACAP, INE.



- Clima e geopolítica a dominar preços

ENERGIA

Os preços do petróleo subiram devido a uma subida da tensão entre os EUA e o Irão, que poderão vir a afectar as exportações deste país. Já as cotações do gás natural foram afectadas por tempestades nos EUA, que aumentaram o consumo, ao mesmo tempo que dificultaram o transporte desta matéria-prima.

Dados de energia

Indicador	Uni.	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez
Consumo de energia eléctrica	tvh	0,0	3,2	2,0	2,1	1,4	1,7	2,3	
Preço da gasolina 95	€/l	1,676	1,690	1,684	1,694	1,705	1,696	1,713	1,678
Preço do gasóleo	€/l	1,516	1,544	1,587	1,558	1,559	1,543	1,603	1,555
Preço do gás natural	€/MWh	35,3	36,6	33,8	32,7	32,3	31,9	28,8	27,6
Preço da electricidade por grosso	€/MWh	25,8	74,2	70,1	68,7	61,2	76,5	59,1	77,9

Fonte: DGEG, Bloomberg, OMIE.



- Inflação abaixo dos 2%

INFLAÇÃO

Em Portugal, em Janeiro, a inflação caiu de 2,2% para 1,9%, tal como a inflação subjacente (excluindo produtos energéticos e bens alimentares não transformados), de 2,1% para 1,8%, enquanto a inflação média estabilizou nos 2,3%.

Indicadores de inflação, Zona euro e Portugal

Indicador	Uni.	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Jan
Inflação (euro)	tvh	2,0	2,0	2,0	2,2	2,1	2,1	2,0	1,7
Inflação subjacente (euro)	tvh	2,4	2,4	2,3	2,4	2,4	2,4	2,3	2,2
Preços serviços (euro)	tvh	3,3	3,2	3,1	3,2	3,4	3,5	3,4	3,2
Inflação	tvh	2,4	2,6	2,8	2,4	2,3	2,2	2,2	1,9
Inflação subjacente	tvh	2,4	2,5	2,4	2,0	2,1	2,0	2,1	1,8
Preços aliment. não transf.	tvh	4,7	6,1	7,0	7,0	6,1	6,0	6,1	5,8
Preços energia	tvh	-1,3	-1,1	-0,2	0,3	-1,2	-0,8	-2,4	-2,2
Inflação média	tvh	2,3	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3
Diferencial Portugal - euro		0,4	0,6	0,7	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2
Preços na produção industrial (PPI)	tvh	-3,0	-3,7	-4,3	-3,7	-2,8	-3,4	-3,2	
Câmbio Euro - dólar	tvh	7,1	7,7	5,6	5,6	6,7	8,7	11,7	

Fonte: Eurostat, INE.

Na zona euro, em Janeiro, a inflação caiu de 2,0% para 1,7%, tal como a inflação subjacente, de 2,3% para 2,2%, e a dos serviços, de 3,4% para 3,2%.



- Nova queda em Novembro

EXPORTAÇÕES DE BENS

Em Novembro, as exportações de bens caíram de novo, embora menos do que no mês anterior. Quando excluídas as transacções de trabalhos por encomenda (sem transferência de propriedade), a diminuição foi maior (-6,2%). Em termos de destinos, saliente-se a deterioração para os EUA (-20,8%) e Países Baixos (-16,5%) e a recuperação para a Alemanha (+13,3%). Tal como já tinha ocorrido no mês anterior, foi a categoria de Combustíveis e lubrificantes a que mais penalizou as exportações (-64,4%). Quando excluída esta categoria até se registou um crescimento de 2,5%.

As importações também voltaram a cair, permitindo um desagravamento de 629 milhões de euros do défice da balança comercial de bens, que atingiu os 1 991 milhões de euros.

Comércio externo de bens, taxas de variação homóloga

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

Fonte: INE.



- Máximo histórico de 82 milhões de dormidas em 2025

No inquérito do INE realizado em Novembro, as empresas exportadoras nacionais esperam um crescimento de 5,1% das exportações de bens em 2026, o que constituiria uma franca melhoria face ao aumento acumulado até Novembro de 2025 de apenas 0,6%. “Por Grandes Categorias Económicas (CGCE), o maior acréscimo é esperado nas exportações de Máquinas, outros bens de capital (+12,2%) e de Produtos alimentares e bebidas (+8,1%)”.

TURISMO

Em Dezembro, registou-se uma recuperação da actividade turística, em todos os indicadores, após a desaceleração do mês anterior. No conjunto do ano, as dormidas subiram 3,0%, atingindo um novo máximo histórico de 82,1 milhões. Os não residentes continuam a dominar o mercado (69,4%), embora com um crescimento tímido (0,8%), enquanto o segmento residente se expandiu de forma mais robusta (5,4%).

Dados do turismo

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

Fonte: INE.

- Nova melhoria do excedente externo

CONTAS EXTERNAS

Até Novembro, a economia portuguesa registou um excedente externo de 8 364 milhões de euros, melhor do que o registado até ao mês anterior, embora um pouco inferior ao excedente de 9 571 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.



- Desemprego em mínimos de mais de 20 anos e emprego em máximos

MERCADO DE TRABALHO

Em Dezembro, a taxa de desemprego caiu de novo, desta vez, de 5,7% para 5,6%, um mínimo desde Fevereiro de 2002. A população activa continua a crescer de forma muito robusta (2,7%), mas o emprego tem conseguido aumentar ainda mais (3,6%), tendo o seu total alcançado o valor mais elevado desde o início da série (1998).

Mercado de trabalho

Indicador		Uni.	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez
Taxa de desemprego		%	6,1	5,9	6,0	6,0	5,8	5,7	5,6
Desempregados		milhares	339,6	332,9	336,7	336,2	327,8	318,2	314,8
Subutilização do trabalho		%	10,2	10,1	10,2	10,2	10,0	9,8	9,7
População activa		tvh	3,5	3,5	3,4	3,1	2,6	2,7	2,7
Emprego		tvh	3,8	4,1	3,7	3,7	3,4	3,7	3,6

Fonte: INE.

Segundo um estudo do Banco de Portugal, de Sónia Félix, Fernando Martins e Ana Catarina Pimenta³, o aumento do número de trabalhadores estrangeiros correspondeu, exactamente, à criação líquida de emprego em Portugal, em 2023-2024. Para além disso, assumiram um papel progressivamente crescente nos fluxos do mercado de trabalho (de 7% em 2010 para 40% em 2024).

³ https://www.bportugal.pt/sites/default/files/documents/2026-01/ree_vol12_n1_pt.pdf



- Oitavo cheque deverá chegar em Fevereiro

- Excedente orçamental superior ao orçamentado

FUNDOS EUROPEUS

O número de marcos e metas cumpridos subiu para 238 (61% do total) e o oitavo pagamento da Comissão Europeia deverá ocorrer em Fevereiro.

O aumento dos pagamentos a Beneficiários Directos e Finais do PRR até 28 de Janeiro acelerou para 654 milhões, totalizando 11 069 milhões de euros (51% do total).

Em relação aos projectos destinados às empresas, verificou-se um incremento de 145 milhões de euros nos pagamentos para 3 964 milhões de euros (55% do montante aprovado).

CONTAS PÚBLICAS

Em 2025, o saldo orçamental registou um excedente de 1 298 milhões de euros em contabilidade pública (numa óptica de caixa), cerca de 0,4% do PIB, quase três mil milhões de euros acima do inicialmente definido. A receita total ficou abaixo do orçamentado, devido à receita de capital, já que a receita corrente se fixou marginalmente acima da meta. A receita fiscal e de contribuições foram acima do projectado, especialmente esta. Por seu turno, a despesa total foi abaixo do previsto, quer a despesa corrente (com as excepções da despesa com pessoal e transferências) quer o investimento público, cujo desvio face à meta foi de 3 181 milhões de euros (1,0% do PIB).



Execução orçamental (contabilidade pública, valores acumulados)

Componente	Uni.	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	OE25
Receita corrente	tvh	7,0	8,1	6,6	6,3	7,5	7,5	7,1
Receita fiscal	tvh	6,9	9,1	6,2	5,5	6,8	7,1	4,2
IVA	tvh	9,3	9,4	8,7	9,0	9,6	10,3	6,1
IRS	tvh	14,4	16,5	7,1	4,0	8,5	9,2	-2,4
IRC	tvh	-9,6	-7,5	-4,3	-3,9	-3,8	-2,4	5,6
Contribuições SS	tvh	8,3	8,2	8,3	8,4	8,2	8,3	-5,1
Receita de capital	tvh	12,2	4,2	6,1	3,6	2,3	12,3	94,0
Receita total	tvh	7,1	8,0	6,6	6,2	7,3	7,7	9,8
Despesa corrente	tvh	4,8	5,9	6,4	5,3	6,3	6,1	7,1
Pessoal	tvh	8,8	9,3	8,7	8,0	8,2	8,2	5,3
Bens e serviços	tvh	2,7	1,8	3,2	5,0	8,1	6,1	10,3
Juros	tvh	-1,0	-1,2	-1,1	-3,1	-4,0	-2,2	2,6
Transferências	tvh	3,5	5,0	6,2	4,2	5,2	4,8	4,0
Subsídios	tvh	30,6	37,6	36,4	32,1	27,2	25,1	28,5
Investimento	tvh	19,0	17,8	17,8	18,5	19,3	22,3	64,2
Investimento SNS	tvh	15,4	21,2	28,6	28,4	30,4	-7,8	54,1
Despesa total	tvh	5,1	6,1	6,3	5,6	6,9	7,0	11,5
Saldo Estado	10 ⁶ €	-3 455	-4 701	-1 328	-4 270	-6 625	-7 502	-7 896
Saldo FSA	10 ⁶ €	1 839	1 496	1 561	1 501	1 880	717	-905
Saldo Local e Reg.	10 ⁶ €	728	809	1 326	1 461	1 350	1 350	1 453
Saldo Seg. Social	10 ⁶ €	3 215	4 408	4 745	5 463	6 230	6 732	5 659
Saldo Total	10 ⁶ €	2 328	2 011	6 304	4 154	2 836	1 298	-1 689

Fonte: Entidade Orçamental.



**- PIB desacelera de
2,1% em 2024 para
1,9% em 2025**

Ao abrigo do programa europeu de defesa SAFE, Portugal deverá receber 5,8 mil milhões de euros em empréstimos com prazos até 45 anos, com períodos de carência que podem ir até aos primeiros 10.

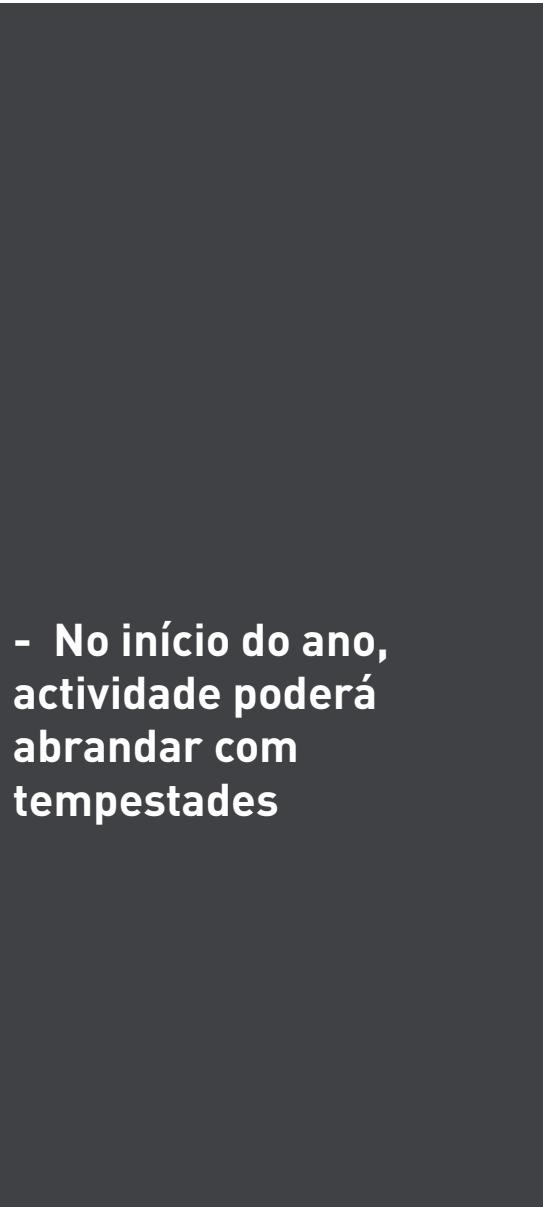
No final de 2025, a dívida pública caiu para 89,7% do PIB, a abaixo dos 90,2% do PIB projectados pelo governo.

PIB DO 4º TRIMESTRE DE 2025

O PIB acelerou ligeiramente em cadeia no 4º trimestre, de 0,7% para 0,8%, enquanto em termos homólogos desacelerou de 2,3% para 1,9% (no limite superior da nossa previsão). Recordamos que esta desaceleração homóloga se deve ao excepcional crescimento em cadeia do 4º trimestre de 2024, que foi de 1,2%. Em termos anuais também se registou uma desaceleração, de 2,1% em 2024 para 1,9% em 2025.

“O contributo negativo da procura externa líquida para a variação homóloga do PIB foi menos acentuado, verificando-se uma desaceleração pronunciada das importações de bens e serviços e uma redução das exportações de bens e serviços”. Estas evoluções foram determinadas pela componente de bens, reflectindo o impacto da paragem da refinaria de Sines. A procura interna abrandou, verificando-se uma desaceleração do consumo privado e do investimento.

Na variação em cadeia, o contributo da procura externa líquida passou a positivo, devido à redução acentuada das importações de bens e serviços, decorrente do já referido efeito do fecho da única refinaria do país. Já o contributo da procura interna passou a negativo, verificando-se uma redução significativa do investimento e uma desaceleração do consumo privado.



**- No início do ano,
actividade poderá
abrandar com
tempestades**

Como tínhamos antecipado, é improvável que o efeito da greve geral de 11 de Dezembro tenha tido um impacto visível no PIB do trimestre.

Tínhamos chamado a atenção para dificuldades no investimento, devido ao facto de as indefinições sobre o IVA a 6% estarem a paralisar algumas actividades, pelo que precisamos de esperar pelos detalhes do PIB para esclarecer se foi isso que explica a “redução significativa do investimento”.

A estimativa rápida do Comércio Internacional de bens do 4º trimestre de 2025 aponta para diminuições nas exportações e importações de, respectivamente, 2,9% e 5,1%, em termos nominais e homólogos. Quando excluídos os trabalhos por encomenda, estes decréscimos acentuam-se ligeiramente nas exportações (-3,6%) e atenuam-se nas importações (-4,1%).

PRÓXIMOS TRIMESTRES

O indicador diário de actividade, calculado pelo Banco de Portugal, abrandou no 3º trimestre (ao contrário do PIB), recuperou no 4º trimestre e continuou esse movimento em Janeiro. O clima económico, avaliado pelo INE, acelerou no 3º trimestre, em linha com a evolução do PIB, tendo melhorado também no último trimestre, mas recuou de forma nítida no início do ano.

Indicador diário de actividade e clima económico

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

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



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

- Paradoxalmente, o impacto final das tempestades sobre o PIB poderá ser positivo

Em Dezembro, a prestação do crédito à habitação registou a 12^a queda homóloga consecutiva (-1,5%), embora já tenha subido marginalmente face ao mês anterior, enquanto a taxa de juro média estabilizou nos 3,13%, após 22 meses de queda sucessiva. Ou seja, já não se devem verificar grandes mudanças nos próximos trimestres, pelo menos enquanto não houver indicações de alteração das taxas do BCE, que deverão manter-se estáveis até ao final do ano.

Após crescer 1,9% em 2025, como esperado, reiteramos a nossa previsão de uma ligeira apreciação do PIB em 2026, para entre 2,0% e 2,3%. Insistimos na dualidade entre um cenário central benigno, em simultâneo com um conjunto de riscos, muito significativo, inicialmente sobretudo internacionais, mas agora também nacionais devido às tempestades, como desenvolvemos abaixo.

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

Impacto económico das tempestades

A tempestade Kristin (a que se somam outras em curso), que assolou sobretudo a zona centro do país, deverá ter três tipos diferentes de impactos sobre a economia. Um primeiro será a destruição do stock de capital, de estragos em infra-estruturas, habitações, fábricas e equipamentos. Um segundo prende-se com a perda de produção (a zona centro representa 20% do PIB), quer devido a destruição de potencial produtivo (sobretudo na indústria), quer à ausências de condições de produção, como falta de electricidade, água, etc. Finalmente, haverá todo o esforço de investimento que será feito a repor, na medida do possível, as condições anteriores à catástrofe natural.

Em termos de contas nacionais, o primeiro impacto não é contabilizado no PIB (seria incluindo num balanço contabilístico, que não é realizado regularmente), enquanto os



restantes dois são, o segundo de forma negativa e o terceiro com contributo positivo. Por isso, é provável que a despesa na reconstrução acabe por ser superior às perdas de produção e que, paradoxalmente, o impacto final sobre o PIB ainda se venha a revelar positivo, pela regras da sua contabilidade.

Para além de impactos sobre o PIB, são também esperados efeitos sobre o emprego, as exportações e as contas públicas. Sobre o emprego, esperam-se efeitos temporários, com “lay off” inicial nas empresas afectadas, mas também desvio de emprego para a reconstrução. Dada a situação de pleno emprego e de escassez de trabalhadores em geral e na construção em particular, será difícil que haja criação de emprego, a não ser que este sector faça um esforço adicional de contratação de imigrantes.

As exportações serão imediatamente afectadas pela paragem da produção, embora seja possível que haja compensação da actividade, nos casos que seja possível reatar a produção num prazo relativamente curto, com recurso a horas extraordinárias.

Em relação às contas públicas, foram anunciados apoios de 2 500 mil milhões de euros, que poderão ser alargados, mas uma parte significativa deles sob a forma de empréstimos, pelo que não corresponderão a despesa pública nem serão contabilizados no défice. Por outro lado, dado que estamos no início do ano, haverá margem orçamental para reafectar verbas de modo a que as metas orçamentais não sejam significativamente afectadas, para além de o resultado de 2025 ter sido melhor do que o esperado, quer em termos de défice, quer em termos de dívida pública. Finalmente, é provável que parte destes gastos sejam cobertos por ajuda europeia, que deverá ser pedida.

De acordo com o ministro Castro e Almeida, os prejuízos de Kristin serão superiores a mais de quatro mil milhões de euros.

Em relação ao impacto das tempestades ao longo do ano, é provável que o impacto mais negativo seja sentido no 1º trimestre, com recuperação no resto do ano, devido à esperada lentidão do investimento de recuperação, pela escassez de capacidade instalada.



- Custos de contexto em máximos de dez anos

3. TEMA EXTRA

CUSTOS DE CONTEXTO

O indicador global de custos de contexto das empresas, calculado pelo INE⁴ , atingiu em 2024 um máximo de dez anos. Este indicador, que agrega nove domínios, registou um valor de 3,14 em 2024, numa escala contínua de 1 a 5 (3,09 em 2021, 3,05 em 2017 e 3,04 em 2014).

“Em 2024, entre os vários domínios avaliados, o sistema judicial manteve-se como o domínio com o indicador mais elevado (3,66), com 53,7% das empresas a considerarem a duração dos processos judiciais um obstáculo elevado ou muito elevado. No sistema fiscal, a carga fiscal continuou a ser o aspeto mais referido pelas empresas como entrave à sua atividade. No domínio dos licenciamentos, a obtenção de licenças e certificações ambientais foi identificada como o principal obstáculo pelas empresas do setor da Indústria.”

“O domínio dos recursos humanos foi o que registou o maior aumento no indicador face a 2021, atingindo 3,24 (+0,14), agravamento associado às dificuldades na contratação de trabalhadores, no acesso a técnicos qualificados e na acreditação de competências”.

Estes resultados não constituem novidade, mas dele decorrem duas ideias: praticamente não tem havido progressos nas diferentes áreas, apesar de todas as chamadas de atenção e de algumas medidas anunciadas; a ordenação dos custos de contexto pela sua gravidade permite definir uma orientação para as reformas que é necessário concretizar.

⁴ https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_destaque&DESTAQUESdest_boui=707499367&DESTAQUESmodo=2



**- Mercosul é o 10º
parceiro comercial da UE**

ACORDOS COMERCIAIS DA UE

A UE concluiu as negociações com o Mercosul e a Índia, embora ainda haja algumas etapas para a entrada em vigor destes acordos comerciais.

Acordo UE-Mercosul

As negociações entre o Mercosul (Argentina, Brasil, Paraguai e Uruguai) e a UE chegaram ao seu termo, tendo sido aprovados o Acordo de Parceria UE-Mercosul (APEM) e o Acordo Comercial Provisório (ACI)⁵.

O Mercosul é o 10º parceiro comercial da UE, para o qual exportamos 55 mil milhões de euros em bens (2024), e 29 mil milhões de euros em serviços (2023). Para além disso, a UE é o maior investidor estrangeiro no Mercosul, com um volume de 390 mil milhões de euros em 2023.

Falta ainda um conjunto de etapas, em particular a aprovação pelo Parlamento Europeu, havendo algum ceticismo em relação à possibilidade de as ultrapassar todas, dadas as resistências que sempre rodearam estas conversações, sobretudo em relação ao dossier agrícola.

⁵ https://policy.trade.ec.europa.eu/eu-trade-relationships-country-and-region/countries-and-regions/mercosur/eu-mercosur-agreement/factsheet-eu-mercosur-partnership-agreement-portugal_en?prefLang=pt&etrans=pt



- Portugal exportou 1227 M€ para o Mercosul, 1,4% das nossas exportações

- Índia é o 9º parceiro comercial da UE

Em 2024, Portugal exportou 1140 milhões de euros (M€) para o Brasil, 62 M€ para a Argentina, 13 M€ para o Uruguai e 12 M€ para o Paraguai, num total de 1227 M€ para o Mercosul, que representaram 1,4% das nossas exportações.

Portugal poderá beneficiar nas áreas do azeite e vinhos, com um total de 36 denominações protegidas portuguesas. Para além disso, deverá permitir ampliar a presença portuguesa em cadeias industriais transatlânticas; reforçar a exportação de bens com maior intensidade tecnológica e atrair e alavancar investimento produtivo, fomentando parcerias empresariais.

Acordo UE-Índia

No caso da Índia, as negociações tinham-se iniciado em 2007, foram suspensas em 2013 e relançadas em 2022. Aqui chegados, ainda faltam várias etapas até à aprovação deste Acordo de Comércio Livre (ACL). É necessária a adopção do acordo pelo Conselho Europeu e posterior aprovação pelo Parlamento Europeu, para além de aprovações equivalentes na Índia. Estas fases poderão demorar até dois anos e depois a redução sucessiva de tarifas pode prolongar-se durante dez anos.

De acordo com a Comissão Europeia, este acordo deve duplicar o comércio entre as partes até 2032 e implica a eliminação ou redução das tarifas da UE em 96,6% dos bens. A Índia é o 9º parceiro comercial da UE, com um peso de 2,4% nas exportações comunitárias de bens, muito abaixo dos EUA (17.3%), China (14.6%) e Reino Unido (10.1%)⁶.

Este acordo tem duas vantagens sobre o caso do Mercosul: a economia indiana é muito mais dinâmica (tem crescido em torno dos 7%) e não parecem haver muitos obstáculos à sua aprovação dentro da UE.

⁶ https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/pt_ip_26_184



**- Ataque à
independência da
Reserva Federal
deixa cicatrizes**

Estes novos acordos são uma boa escolha por parte da UE, por envolverem democracias (ainda que imperfeitas). Acabam por ser a aplicação prática das sugestões do recente discurso do primeiro-ministro canadiano em Davos, e estavam em preparação antes da elocução de Carney.

Em 2024, Portugal exportou apenas 179 milhões de euros para a Índia, 0,2% das nossas exportações, mas importou 1068 milhões de euros (1,0% das importações).

Em Portugal, as empresas do sector do metal, automóvel e vinho têm potencial para crescer, enquanto os têxteis deverão ter que se adaptar a uma concorrência forte.

NOVAS POLÍTICAS DOS EUA

Imigração

A acção musculada dos agentes de controlo de fronteiras (ICE) levou à morte de dois americanos, o que gerou protestos de vários quadrantes, incluindo de senadores republicanos, que terão levado o Presidente a recuar. A forte redução da imigração poderá levar a uma substancial redução da criação do emprego e do PIB.

Defesa

Trump pretende aumentar o orçamento da defesa em 50% até 2027.



- Tarifas sobre a Índia serão reduzidas de 50% para 18%

Tarifas

As tarifas foram de novo usadas como arma, com novas tarifas de 25% sobre a Coreia do Sul, por alegado não cumprimento do acordado no ano anterior. O Canadá também foi ameaçado de tarifas de 100%, se assinasse um acordo com a China, o que levou à desistência deste entendimento.

Em contrapartida, as tarifas sobre a Índia serão reduzidas de 50% para 18%, após este país ter acordado em deixar de comprar petróleo russo.

Reserva Federal

Trump atacou, mais uma vez, o actual presidente da Reserva Federal, o que provocou comunicados conjuntos dos principais banqueiros centrais do mundo e de antigos presidentes do banco central dos EUA em sua defesa.

Este ataque provocou uma queda do dólar e subidas extraordinárias nas cotações de activos de refúgio como o ouro e a prata.

O novo nomeado, Kevin Warsh, veio acalmar os mercados, dissipando receios de outros nomes que circularam, mas será exagero dizer que é uma escolha irrepreensível para ocupar o lugar de líder do mais importante banco central do mundo. O tempo irá encarregar-se de esclarecer a sua liderança, sendo certo que as decisões do Fed são colegiais e que só convencendo os seus pares conseguirá impor as suas ideias. Para além disso, os ataques de Trump deixarão cicatrizes, se é que as feridas já sararam.



- Geopolítica a dominar o mês

4. MERCADOS FINANCEIROS

A intervenção na Venezuela e as ameaças sobre a Gronelândia dominaram o mês e assustaram os mercados financeiros, com movimentos entre classes de activos semelhantes aos verificados em Abril, quando foram anunciadas as tarifas dos EUA.

Taxas de juro a 10 anos (nível)

País	30-Jun	30-Set	31-Out	30-Nov	31-Dez	31-Jan
EUA	4,23	4,15	4,08	4,01	4,17	4,24
Alemanha	2,61	2,71	2,63	2,69	2,86	2,84

Fonte: Bloomberg

Estamos no período de mudanças de “benchmark” nas obrigações, o que tende a distorcer as comparações.

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

País	30-Jun	30-Set	31-Out	30-Nov	31-Dez	31-Jan
UE	19	12	11	5	1	-6
França	68	82	79	72	71	58
Espanha	64	55	51	48	43	37
Itália	87	82	75	71	70	61
Portugal	45	41	36	32	30	36

Fonte: Bloomberg



- BCE ainda não alterou perspectivas de estabilidade de taxas em 2026

- Depreciação generalizada do dólar

Os mercados continuam a esperar que o BCE não altere as suas taxas em 2026, mas já há referências à possibilidade de redução, se a apreciação do euro se acentuar.

Taxas Euribor (nível)

Prazo	30-Jun	30-Set	31-Out	30-Nov	31-Dez	31-Jan
3 meses	1,94	2,03	2,04	2,06	2,03	2,03
6 meses	2,05	2,10	2,14	2,11	2,11	2,16
12 meses	2,07	2,19	2,20	2,21	2,24	2,23

Fonte: Bloomberg

O dólar depreciou-se contra a generalidade das moedas, quer devido aos riscos geopolíticos com origem nos EUA, quer devido aos ataques à independência da Reserva Federal.

Taxas de câmbio (nível)

Moedas	30-Jun	30-Set	31-Out	30-Nov	31-Dez	31-Jan
EUR/USD	1,176	1,176	1,154	1,160	1,174	1,185
CAD/USD	0,734	0,718	0,714	0,716	0,729	0,735
GBP/USD	1,371	1,346	1,315	1,324	1,345	1,369
CHN/USD	7,159	7,127	7,123	7,071	6,979	6,958

Fonte: Bloomberg



- Prossegue a forte subida dos preços dos metais

Após a forte subida dos últimos meses, prossegue a destacar a forte subida do preço de inúmeros metais, a fixar novos máximos, como é o caso do ouro, da prata e do cobre.

Matérias primas (nível)

Matéria prima	30-Jun	30-Set	31-Out	30-Nov	31-Dez	31-Jan
Brent	67,6	67,0	65,1	63,2	60,9	70,7
Gás Natural	32,9	31,4	31,1	28,8	28,2	39,3
Ouro	3 303	3 859	4 003	4 239	4 319	4 894

Fonte: Bloomberg



- Médias empresas beneficiadas

Ao contrário dos últimos meses, em que as empresas tecnológicas têm sido beneficiadas, neste mês foram as empresas médias, focadas no mercado interno, a registar as maiores subidas.

Mercados bolsistas (taxas de variação)

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

Fonte: Bloomberg



5. AGENDA

Data	Evento	Per.	Expectativa/observações
5-Fev	Reunião do BCE		Manutenção das taxas
9-Fev	Comércio Internacional	Dez	
9-Fev	Vol. Negócios Indústria	Dez	
11-Fev	Vol. Negócios Serviços	Dez	
11-Fev	Inflação	Jan	
12-Fev	Produção da Construção	Dez	
26-Fev	Inquéritos de Conjuntura	Fev	
27-Fev	PIB	4T	
27-Fev	Actividade turística – Estimativa Rápida	Jan	
27-Fev	Inflação – Estimativa Rápida	Fev	
2-Mar	Vol. Negócios Comércio a Retalho	Jan	
3-mar	Estimativas Mensais de Emprego e Desemprego	Jan	
18-Mar	Reserva Federal dos EUA		

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O APOIO DE:



ORDEM
DOS
ENGENHEIROS

PLMJ

Transformative
Legal
Experts