



**FORUM PARA A
COMPETITIVIDADE**

NOTA DE CONJUNTURA Nº 118
FEVEREIRO DE 2026

Esta Nota de Conjuntura, da responsabilidade
do Fórum para a Competitividade,
inclui informação publicada até 04.03.2026

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O PATROCÍNIO DE:

**Jerónimo
Martins**

RESUMO EXECUTIVO

- A 28 de Fevereiro, os EUA e Israel atacaram o Irão, no que será o mais grave conflito internacional desde a invasão da Ucrânia pela Rússia, que poderá ter ramificações ainda mais significativas a nível global.
- Em relação à crise no Irão, há um conjunto de incógnitas para estimar o seu impacto económico: i) subida dos preços do petróleo e gás natural; ii) eventual bloqueio das quantidades; iii) duração do conflito; iv) impacto sobre os nossos parceiros; v) impacto sobre as viagens aéreas e turismo; vi) implicação sobre a política monetária; vii) efeitos sobre os mercados financeiros.
- A 4 de Março, os preços do petróleo estavam a subir cerca de 20%, enquanto os do gás natural avançavam 70%. Ainda assim, quer os futuros do petróleo quer as taxas Euribor sinalizam que os mercados financeiros esperam que esta guerra e os seus impactos principais durem apenas poucos meses.
- Em Portugal, em Fevereiro, após a forte queda do mês anterior, o clima económico recuperou ligeiramente, apesar da queda da confiança em vários sectores, incluindo dos consumidores, com o provável impacto das tempestades.
- Em Dezembro, as exportações de bens caíram pelo terceiro mês, embora de forma marginal. No conjunto do ano, registou-se um aumento muito ligeiro, de apenas 0,5%, desacelerando face aos muito modestos 2,0% de 2024.
- A Posição de Investimento Internacional passou de -59,0% do PIB (-170,7 mil milhões de euros), no final de 2024, para -50,3% do PIB (-154,1 mil milhões de euros) no final de 2025, o rácio menos negativo desde Setembro de 2001.
- No 4º trimestre, a taxa de desemprego estabilizou nos 5,8%, um valor historicamente baixo. A população activa abrandou o seu crescimento, mas ainda expressivo, enquanto o emprego conseguiu manter a sua muito elevada taxa de expansão (3,7%).
- O PIB acelerou em cadeia no 4º trimestre, de 0,6% para 0,9%, enquanto em termos homólogos desacelerou de 2,2% para 1,9%, sobretudo devido ao consumo privado. Em termos anuais também se registou uma desaceleração, de 2,2% (revisto em alta de 2,1%) em 2024 para 1,9% em 2025.
- Em 2025, as exportações baixaram de 46,5% para 45,8% do PIB, afastando-se da meta dos 50% do PIB. Por seu turno, só no ano passado é que o investimento ultrapassou, em termos reais, o máximo anterior, registado em 2001.
- Os prejuízos das tempestades poderão ascender a 6 mil milhões de euros (2% do PIB) e mais de metade das empresas da zona terão sido afectadas.

ÍNDICE

1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

Segurança	5
EUA	6
Japão	6
Zona Euro	7

2. CONJUNTURA NACIONAL

Indústria e construção	8
Serviços	9
Energia	10
Inflação	11
Exportações de bens	12
Turismo	13
Contas externas	14
Mercado de trabalho	16
Fundos europeus	17
Contas públicas	17
PIB do 4º trimestre de 2025	18
Impacto económico das tempestades	21
Próximos trimestres	22

3. TEMAS EXTRA

Novas políticas dos EUA	26
-------------------------	----

4. MERCADOS FINANCEIROS

5. AGENDA



- EUA e Israel atacam o Irão

1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

Pedro Braz Teixeira¹

SEGURANÇA

A 28 de Fevereiro, os EUA e Israel atacaram o Irão, tendo provocado a morte do seu líder, Khamenei, e de vários outros dirigentes. Por seu turno, a retaliação iraniana envolveu não só alvos israelitas e norte-americanos, como muitos outros na região, incluindo Arábia Saudita, Bahrain, Emiratos Unidos, Iraque, Jordânia, Kuwait, Líbano, Omã, Qatar e Síria, alastrando o conflito. Para além disso, os iranianos impediram a circulação pelo estreito de Ormuz, por onde sai cerca de 20% do petróleo mundial.

Estaremos perante o mais grave conflito internacional desde a invasão da Ucrânia pela Rússia, que poderá ter ramificações ainda mais significativas a nível global.

Após quatro anos da invasão da Ucrânia, Zelensky afirmou que Trump está a pressionar o estabelecimento de condições de paz até Junho. No entanto, as dificuldades persistem, nomeadamente de entendimento entre os parceiros ucranianos, os EUA e a UE.

Por outro lado, as tensões entre os EUA e a UE sobre a Gronelândia reduziram-se, mas Macron avisou que estas não acabaram.

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



- Forte abrandamento da economia

EUA

No 4º trimestre, a economia dos EUA abrandou fortemente, de 4,4% para apenas 1,4%, muito mais do que o esperado (2,8%). A paralisação da administração pública (“shutdown”) terá pesado sobremaneira, para além do abrandamento do consumo, um pouco contrariado pela retoma do investimento.

A taxa de desemprego baixou de 4,4% para 4,3% em Janeiro, com um forte crescimento do emprego. A taxa de inflação caiu de 2,7% para 2,4%, mais do que o esperado.

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.

JAPÃO

A primeira-ministra Sanae Takaichi alcançou uma maioria muito alargada nas eleições antecipadas, a maior das últimas décadas. Os mercados receberam esta notícia com fortes subidas, pela convicção de que ela será capaz de aprovar um conjunto significativo de reformas.



- Em Fevereiro, a actividade na zona euro melhorou

ZONA EURO

Christine Lagarde, presidente do BCE, poderá deixar o seu lugar alguns meses antes do fim do seu mandato de oito anos (Outubro de 2027), para que o novo líder ainda seja escolhido com o acordo do actual presidente de França, antes das eleições presidenciais francesas de Abril de 2027.

Em Fevereiro, a actividade na zona euro melhorou, com uma recuperação mais nítida na indústria (com o melhor valor dos últimos seis meses), do que nos serviços. O aumento das novas encomendas estabilizou e as empresas mantiveram-se relutantes em contratar novos trabalhadores. A confiança dos empresários diminuiu um pouco, mas ainda foi a segunda maior dos últimos 21 meses.

Indicadores da zona euro

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

Fonte: Eurostat, IHS Markit.



- Recuperação ligeira do clima económico

2. CONJUNTURA NACIONAL

INDÚSTRIA E CONSTRUÇÃO

Em Fevereiro, após a forte queda do mês anterior, o clima económico recuperou ligeiramente, apesar da queda da confiança em vários sectores, com o provável impacto das tempestades. A indústria foi uma excepção, com aumento da confiança, mas sem recuperar o valor de Dezembro, enquanto a confiança na construção baixou um pouco, mesmo com as perspectivas de trabalhos de reparação dos danos dos ventos e inundações.

Dados da indústria e construção

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

Fonte: INE, Banco de Portugal.



- Confiança dos consumidores num mínimo de cinco meses

SERVIÇOS

Em Fevereiro, a confiança dos consumidores caiu para um mínimo de cinco meses, possivelmente afectada pelo “comboio de tempestades”; a confiança no comércio a retalho caiu mais uma vez; a confiança nos serviços conheceu uma melhoria nítida, revertendo a forte queda do mês anterior; as perspectivas de procura no alojamento sofreram uma diminuição significativa, para o valor mais baixo desde Setembro.

Dados dos serviços

Indicador	Uni.	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Jan	Fev
Confiança dos consumidores	-	-15,1	-17,5	-17,1	-13,2	-15,2	-15,1	-13,7	-17,0
Vendas no Comércio a Retalho	tvh	6,2	4,4	5,0	4,3	6,5	2,8	4,6	
Confiança no comércio a retalho	-	3,6	2,8	4,3	5,8	7,3	6,4	4,6	4,2
Vendas veículos ligeiros de passageiros	tvh	20,6	9,9	12,9	5,5	0,4	3,5	16,1	5,5
Vendas de veículos comerciais ligeiros	tvh	10,6	-4,2	13,3	4,5	23,2	-2,2	5,6	-25,3
Volume de Negócios nos Serviços	tvh	4,3	2,8	2,7	4,3	1,6	3,4		
Confiança nos serviços	-	12,3	14,3	10,7	7,2	5,4	7,3	1,4	6,3
Procura nos próximos 3 meses – alojamento e restauração	-	28,4	13,0	-4,0	10,1	16,6	18,2	17,6	-2,5

Fonte: ACAP, INE.



- Ataques ao Irão mudam tudo

ENERGIA

Registou-se uma forte subida dos preços do petróleo e do gás natural após os ataques ao Irão, devido não só ao conflito, mas à redução da produção já sofrida e também à interdição da navegação pelo estreito de Ormuz. A OPEP+ anunciou um aumento da produção em 206 mil barris por dia, mas isso não foi suficiente para acalmar os mercados.

Dados de energia

Indicador	Uni.	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Jan
Consumo de energia eléctrica	tvh	3,2	2,0	2,1	1,4	1,7	2,9	6,9	8,1
Preço da gasolina 95	€/l	1,690	1,684	1,694	1,705	1,696	1,713	1,678	1,659
Preço do gasóleo	€/l	1,544	1,587	1,558	1,559	1,543	1,603	1,555	1,547
Preço do gás natural	€/MWh	36,6	33,8	32,7	32,3	31,9	28,8	27,6	33,9
Preço da electricidade por grosso	€/MWh	74,2	70,1	68,7	61,2	76,5	59,1	77,9	71,2

Fonte: DGEG, Bloomberg, OMIE.



- Inflação com subida ligeira

INFLAÇÃO

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

Indicadores de inflação, Zona euro e Portugal

Indicador	Uni.	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Jan	Fev
Inflação (euro)	tvh	2,0	2,0	2,2	2,1	2,1	2,0	1,7	1,9
Inflação subjacente (euro)	tvh	2,4	2,3	2,4	2,4	2,4	2,3	2,2	2,3
Preços serviços (euro)	tvh	3,2	3,1	3,2	3,4	3,5	3,4	3,2	3,4
Inflação	tvh	2,6	2,8	2,4	2,3	2,2	2,2	1,9	2,1
Inflação subjacente	tvh	2,5	2,4	2,0	2,1	2,0	2,1	1,8	1,9
Preços aliment. não transf.	tvh	6,1	7,0	7,0	6,1	6,0	6,1	5,8	6,6
Preços energia	tvh	-1,1	-0,2	0,3	-1,2	-0,8	-2,4	-2,2	-2,2
Inflação média	tvh	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3	2,3
Diferencial Portugal - euro		0,6	0,7	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2
Preços na produção industrial (PPI)	tvh	-3,7	-4,3	-3,7	-2,8	-3,4	-3,3	-2,1	
Câmbio Euro - dólar	tvh	7,7	5,6	5,6	6,7	8,7	11,7	13,4	

Fonte: Eurostat, INE.

Na zona euro, a inflação subiu de 1,7% para 1,9%, tal como a inflação subjacente, de 2,2% para 2,3%, e a dos serviços, de 3,2% para 3,4%. O maior risco vem agora do conflito no Irão, com a subida dos preços da energia, mas ainda é demasiado cedo para saber se se tratará um efeito temporário ou mais duradouro.



- Exportações subiram apenas devido aos trabalhos por encomenda

EXPORTAÇÕES DE BENS

Em Dezembro, as exportações de bens caíram pelo terceiro mês, embora de forma marginal. No conjunto do ano, registou-se um aumento muito ligeiro, de apenas 0,5%, desacelerando face aos muito modestos 2,0% de 2024. Mesmo assim, aquele aumento deve-se aos trabalhos por encomenda, já que, excluindo-os, se registou uma queda de 1,6%.

Em 2025, o destino mais dinâmico foi a Alemanha, com um crescimento de 14,5%, sobretudo de Fornecimentos industriais de trabalhos por encomenda. O mercado que mais penalizou as exportações foi o dos Estados Unidos, com um decréscimo de 13,4%, devido essencialmente à diminuição dos Combustíveis e lubrificantes, mas mantendo-se como o principal destino fora da UE.

Comércio externo de bens, taxas de variação homóloga

Indicador	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez
Exportações - total	2,3	0,2	-11,2	-1,6	13,8	-5,8	-1,5	-0,7
Espanha	7,1	1,5	0,9	-5,8	1,7	-2,1	-6,9	1,5
Alemanha	12,7	16,4	-46,4	-9,9	97,5	-3,9	13,3	3,7
França	2,4	-4,9	0,3	-3,7	5,5	0,8	4,5	7,5
EUA	2,7	-39,4	-37,1	36,5	18,7	-42,6	-20,8	-25,9
Reino Unido	-9,5	22,2	15,3	6,7	-13,1	16,1	11,7	-21,5
Itália	10,6	-0,9	4,9	10,6	-0,9	-16,3	0,5	5,7
Países Baixos	-14,2	-7,6	8,1	-22,2	-18,4	-16,5	-16,5	-20,7
Bélgica	4,1	23,3	-7,6	6,6	39,0	-5,3	13,0	-14,9
Polónia	-2,4	2,4	-4,6	3,8	2,1	15,1	5,0	11,9
Marrocos	-25	48,0	-27,4	30,3	-6,4	-26,6	-25,4	68,5
Importações - total	13,6	3,7	3,0	3,0	13,8	-5,8	-1,5	-0,7
Import. sem combustíveis	19,0	4,1	7,5	8,4	1,7	-2,1	-6,9	1,5
Importações combustíveis	-27,9	0,6	-29,4	-28,6	97,5	-3,9	13,3	3,7

Fonte: INE.



- Abrandamento em Janeiro

Em 2025, as importações subiram 3,9%, mais do que as exportações, de que resultou um agravamento de 3 752 milhões de euros do défice da balança comercial de bens, que atingiu os 32 100 milhões de euros.

TURISMO

Em Janeiro, registou-se um abrandamento da actividade turística, em todos os indicadores. Os proveitos abrandaram, mas mantiveram um crescimento substancial, de 5,6%.

Dado que a tempestade Kristin ocorreu a 27 de Janeiro, algum deste abrandamento será devido a este efeito. O Carnaval sofreu de forma significativa com as chuvas posteriores e há muitas perdas na restauração e alojamento na região Centro. Muitos operadores esperam recuperar receitas na Páscoa, mas a incerteza é significativa.

Dados do turismo

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

Fonte: INE.

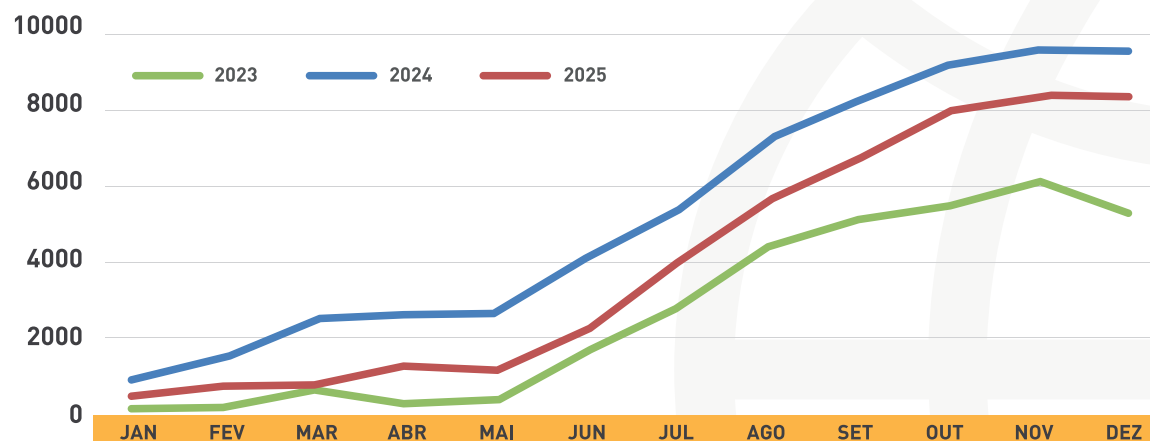


**- Excedente externo de
2,7% do PIB em 2025**

CONTAS EXTERNAS

Em 2025, a economia portuguesa registou um excedente externo de 8 337 milhões de euros, inferior ao excedente de 9 583 milhões de euros registado no período homólogo. O excedente passou de 3,3% do PIB para 2,7% do PIB. Verificou-se um aumento do défice da balança de bens, de 8,8% para 9,6% do PIB e um aumento do excedente da balança de serviços, para 10,8% do PIB.

Balanças corrente e de capital (milhões de euros)



Fonte: Banco de Portugal.



O Investimento Directo Estrangeiro em Portugal diminuiu de 13,1 mil milhões de euros em 2024 para 8,5 mil milhões em 2025. O investimento directo de Portugal no exterior também caiu, de 7,6 mil milhões para 6,7 mil milhões de euros.

A Posição de Investimento Internacional (PII) de Portugal (a diferença entre os activos financeiros sobre o exterior detidos por residentes e os passivos emitidos por residentes e detidos pelo resto do mundo) passou de -59,0% do PIB (-170,7 mil milhões de euros), no final de 2024, para -50,3% do PIB (-154,1 mil milhões de euros) no final de 2025, o rácio menos negativo desde Setembro de 2001. A PII acompanha de perto (o simétrico de) a dívida externa, que baixou para 36,2% do PIB, também o valor menor desde 2001.

Nunca é demais recordar que o foi o valor elevadíssimo da dívida externa (110% do PIB em 2011) que forçou a necessidade de pedir ajuda à “troika”, pelo que a manutenção de um excedente externo e a clara redução da dívida externa são boas notícias. O que já não é tão positivo é que estes resultados decorram, em parte, do baixo nível de investimento, que constitui um travão ao crescimento da economia, da produtividade e dos salários.



- Crescimento do emprego a manter-se muito elevado, nos 3,7%

MERCADO DE TRABALHO

No 4º trimestre, a taxa de desemprego estabilizou nos 5,8%, um valor historicamente baixo. A população activa abrandou o seu crescimento, mas ainda expressivo, enquanto o emprego conseguiu manter a sua muito elevada taxa de expansão (3,7%). Ainda assim, registaram-se ligeiros sinais de abrandamento, tais como a subida do desemprego jovem (de 18,8% para 19,8%) e um muito ligeiro aumento do desemprego de longa duração.

Já em Janeiro, a taxa mensal de desemprego estabilizou nos 5,6%, com algum abrandamento da população activa e do emprego.

Mercado de trabalho

Indicador	Uni.	3T24	4T24	1T25	2T25	3T25	4T25
População activa	tvh	1,2	1,4	2,2	2,7	3,3	2,7
Taxa de actividade	%	60,3	60,5	60,6	60,7	61,4	61,2
Emprego	tvh	1,2	1,3	2,4	2,9	3,7	3,7
Desemprego	%	6,1	6,7	6,1	6,7	6,6	5,9
Desempregados	milhares	334,7	368,3	365,8	329,5	326,6	326,3
Subutilização do trabalho	%	10,4	11,1	11,1	10,1	9,9	9,9
Desemprego de jovens	%	19,7	21,8	21,2	18,1	18,8	19,8
Desemprego longa duração (há 12 e mais meses)	milhares	127,2	138,1	135,0	126,3	117,2	117,9

Fonte: INE.

Em 2025, a remuneração bruta total mensal média por trabalhador desacelerou de 6,3% para 5,6%, atingindo os 1 694 €, enquanto em termos reais a subida foi de 3,2%.



- Pagamentos do PRR baixaram para 288 milhões de euros

- Contas públicas pressionadas pelas tempestades

FUNDOS EUROPEUS

O aumento dos pagamentos a Beneficiários Directos e Finais do PRR até 25 de Fevereiro baixou para 288 milhões, totalizando 11 357 milhões de euros (51% do total).

Em relação aos projectos destinados às empresas, verificou-se um incremento de 101 milhões de euros nos pagamentos para 4 065 milhões de euros (56% do montante aprovado).

CONTAS PÚBLICAS

Em Janeiro, o saldo orçamental registou um excedente de 1 824 milhões de euros em contabilidade pública (numa óptica de caixa), um acréscimo de 188 milhões de euros face ao período homólogo, com um crescimento da receita (6,1%) superior ao da despesa (5,0%).

No final de 2025, o número de funcionários subiu 1,7% para um novo máximo de 766 mil. A maior fonte de aumento continuou a ser a administração local, onde o emprego subiu 2,9%.

O Governo lançou uma iniciativa de consulta pública sobre o PTRR – Portugal Transformação, Recuperação e Resiliência, o programa de resposta à catástrofe climática que assolou várias regiões de Portugal Continental entre 28 Janeiro e 15 de Fevereiro de 2026. O PTRR organiza-se em três fases:

“A primeira, de curto prazo, decorrerá até ao final deste ano e centra-se na recuperação mais imediata, dirigida às pessoas e às empresas afetadas, seguindo o princípio de não deixar ninguém para trás.



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

“A segunda fase corresponde ao médio prazo, até 2029, no horizonte da atual legislatura.

“A terceira fase projeta-se até 2034, coincidindo com o próximo quadro financeiro plurianual da União Europeia, assegurando uma estratégia de longo alcance que prepare o País para enfrentar riscos e ameaças futuras.”²

Em relação ao impacto das tempestades e do PTRR sobre as contas públicas, também não são ainda conhecidos. Em relação à repercussão das tempestades sobre as finanças do Estado, o governo tem até ao final de Abril para informar a Comissão Europeia. Em termos nacionais, o executivo espera apresentar uma primeira estimativa, “ainda preliminar e incompleta”, até ao final de Março, avisando desde que já que os efeitos serão negativos.

Ainda não foi decidido o montante global do PTRR, mas a última estimativa conhecida de apoios públicos anunciados ascende a 3 500 milhões de euros (1,2% do PIB). O financiamento deverá provir quer dos Orçamentos de Estado quer do Banco Europeu de Investimento, quer do Fundo de Solidariedade da União Europeia (mas “apenas algumas dezenas de milhões de euros”).

PIB DO 4º TRIMESTRE DE 2025

O PIB acelerou em cadeia no 4º trimestre, de 0,6% para 0,9%, enquanto em termos homólogos desacelerou de 2,2% para 1,9%. Em termos anuais também se registou uma desaceleração, de 2,2% (revisto em alta de 2,1%) em 2024 para 1,9% em 2025.

² <https://www.portugal.gov.pt/pt/gc25/comunicacao/noticia?i=conselho-de-ministros-aprova-linhas-gerais-do-ptrr>



- Só em 2025 o investimento recuperou o nível de 2001

Em termos homólogos, a procura interna desacelerou de 3,6% para 2,9%, sobretudo devido ao consumo privado, que abrandou de 3,9% para 2,8%, em quase todas as suas componentes, mas sobretudo nos bens duradouros (de 9,7% para 5,5%).

O investimento abrandou ligeiramente, de 4,3% para 4,1%, devido ao menor contributo da variação de existências e com variações significativas e divergentes das componentes da Formação Bruta de Capital Fixo. Destaque-se o Equipamento de Transporte, que caiu abruptamente, de 20,5% para -1,5%, compensado por Outras Máquinas e Equipamentos, que recuperaram de -8,9% para 1,9%, enquanto a construção desacelerou de 6,9% para 5,6%.

As exportações passaram de um crescimento muito baixo para queda (de 0,6% para -0,7%), infelizmente quer na componente de bens (de 0,4% para -0,8%) quer de serviços (de 0,8% para -0,5%). As importações arrefeceram, de 3,6% para 1,4%, e registou-se uma melhoria dos termos de troca.

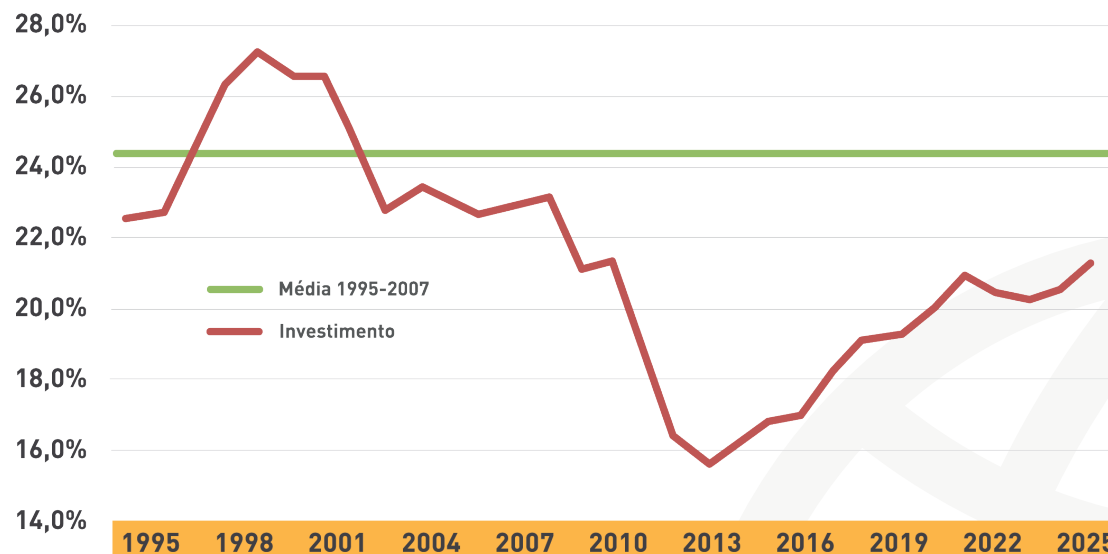
Em termos anuais, o contributo da procura interna acelerou de 2,9% para 3,7%, mais do que compensado pela forte diminuição do contributo das exportações líquidas, de -0,6% para -1,8%, sobretudo pela quase travagem das exportações, de 3,2% para 0,4%. No seu conjunto, as exportações baixaram de 46,5% para 45,8% do PIB, afastando-se da meta dos 50% do PIB. As importações até desaceleraram, de 4,7% para 4,2%, apesar do dinamismo da procura interna.

Assinale-se ainda que foi só em 2025 que o investimento ultrapassou, em termos reais, o máximo anterior, registado em 2001. Naquele ano, o investimento representava 26,6% do PIB, baixou até a um mínimo de 15,6% do PIB em 2013 e tem vindo a recuperar de forma lenta e insuficiente, de 20,6% do PIB em 2024 para 21,4% do PIB em 2025. Isto vem reforçar uma ideia em que temos insistido: continuamos com um volume de investimento insuficiente, para nem falar da sua qualidade.



- Empregos pouco qualificados reduzem a produtividade

Investimento (% do PIB)



Fonte: INE.

O emprego acelerou de 0,7% para 2,3%, enquanto a produtividade (por pessoas empregadas) não só desacelerou como diminuiu (de 1,5% para -0,4%). A produtividade por horas trabalhadas teve um comportamento um pouco menos desfavorável (de 1,3% para 0%), mas fraquíssimo. Estamos a investir pouco e não especialmente bem e a criar empregos pouco qualificados, um caminho que urge reverter.



- Os 68 municípios em situação de calamidade representam 14% do volume de negócios das empresas

IMPACTO ECONÓMICO DAS TEMPESTADES

De acordo com o INE³, os 68 municípios em situação de calamidade concentram 17,0% da população residente (2021); 15,8% das empresas não financeiras, 14,0% do pessoal ao serviço e 13,8% do volume de negócios (2024); 15,2% das exportações nacionais de bens (2025). No sector do alojamento turístico, registam 14,9% dos estabelecimentos em actividade, 11,5% da capacidade instalada e 8,9% das dormidas registadas no país.

Podemos considerar três grupos de consequências económicas das tempestades:

- i) destruição de stock de capital (habitação; instalações e equipamentos fabris e agrícolas; infraestruturas viárias, de comunicação, etc.);
- ii) redução da produção, por destruição de equipamentos e condições de produção, incluindo energia;
- iii) esforço de reconstrução.

Como já assinalámos, o primeiro grupo é uma variável de stock, enquanto as restantes duas são variáveis de fluxo e, assim, só elas são incluídas no PIB, que é uma variável de fluxo (produção por ano). Ao não incluir a componente das perdas de stock, o PIB tenderá a subestimar os efeitos negativos das tempestades.

Por outro lado, é expectável que as actividades de recuperação envolvam alguma informalidade, sobretudo na recuperação das habitações, até porque envolverá o trabalho dos próprios e de voluntários. Ou seja, por esta via, é possível que o PIB oficial venha a subestimar o desempenho real da economia.

³ https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_destaques&DESTAQUESdest_boui=777016089&DESTAQUESmodo=2



**- Actividade afectada
pelas tempestades**

O presidente da estrutura de missão “Reconstruir a Região Centro”, Paulo Fernandes, estima que os prejuízos possam ascender a 6 mil milhões de euros (2% do PIB) e que mais de metade das empresas da zona tenham sido afectadas.

O governo criou algumas medidas de apoio e outras de simplificação para ajudar a lidar com a calamidade. O BEI lançou também duas linhas de crédito, no montante de mil milhões de euros, para financiar a recuperação.

Uma incógnita que permanece é até que ponto as empresas conseguirão recuperar o fluxo actual de encomendas no futuro próximo ou se não terão condições de as ver regressar. Em todo o caso, tem que se salientar que o facto de a calamidade ocorrer num contexto de pleno emprego e grande escassez de mão-de-obra deverá ajudar a minorar a absorção do choque. Se o desemprego estivesse elevado, com os consequentes impactos negativos sobre as contas públicas, tudo seria muito mais difícil, quer a capacidade de absorver eventuais desempregados, quer de o Estado conceder ajuda públicas.

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, mas inverteu-o em Fevereiro. O clima económico, avaliado pelo INE, acelerou no 3º trimestre, em linha com a evolução do PIB, tendo melhorado também no último trimestre, recuou de forma nítida no início do ano e recuperou ligeiramente no mês seguinte.



- PIB de 2026 sob choques sucessivos

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.

Em Janeiro, a prestação do crédito à habitação deixou de cair em termos homólogos, enquanto a taxa de juro média voltou a baixar, de 3,13% para 3,11%, após a estabilização do mês anterior.

O PIB de 2026 deverá receber o impacto das tempestades e do conflito no Médio Oriente, cujo âmbito geográfico ainda nem sequer está delimitado.

As tempestades terão tido um impacto negativo sobretudo no 1º trimestre, com a redução da produção nas zonas afectadas e redução de vendas do resto do território, mas poderão conhecer alguma recuperação, sobretudo devido às actividades de reconstrução e reparação dos danos físicos.

Em relação à crise no Irão, há um conjunto de incógnitas para estimar o seu impacto económico:

- i) subida dos preços do petróleo e gás natural;
- ii) eventual bloqueio das quantidades;
- iii) duração do conflito;
- iv) impacto sobre os nossos parceiros;



- Uma das incertezas maiores e mais importantes é a da duração do conflito no Irão

- v) impacto sobre as viagens aéreas e turismo;
- vi) implicação sobre a política monetária;
- vii) efeitos sobre os mercados financeiros.

A 4 de Março, os preços do petróleo estavam a subir cerca de 20%, enquanto os do gás natural avançavam 70%, mas a sua evolução ainda pode variar imenso com o decorrer do conflito. Para já, a OPEP disponibilizou-se a aumentar a produção, mas o estreito de Ormuz é crítico o que poderá aumentar muito as perturbações sobre a economia mundial.

Portugal importa cerca de 60% da energia que consome, pelo que será especialmente afectado pelo aumento do seu preço, que já se está a sentir. No entanto, de acordo com a ENSE – Entidade Nacional para o Setor Energético, o nosso país não depende directamente de quantidades que passam pelo estreito de Ormuz e tem reservas equivalentes a 93 dias de consumo.

Uma das incertezas maiores e mais importantes é a da duração do conflito. Como será óbvio, perturbações durante poucas semanas ou por longos meses terão repercussões completamente diferentes.

Para além dos efeitos directos da subida dos preços da energia, devemos sofrer os efeitos indirectos de desaceleração da economia dos nossos principais parceiros, cuja amplitude dependerá dos efeitos já referidos.

Há ainda a considerar o impacto sobre o turismo, que poderá sofrer com a subida dos preços dos combustíveis. Poderá haver algum desvio do turismo das zonas do conflito para outras regiões e Portugal poderá beneficiar com isto, mas de forma limitada.



**- O ano de 2026,
que se anunciava
relativamente benigno,
mas com riscos
significativos, está
agora com perspectivas
mais negativas**

A subida do preço da energia tem um impacto ingrato para os bancos centrais. A subida da inflação recomendará uma subida das taxas de juro, enquanto o arrefecimento da economia recomendará o seu oposto, colocando o BCE numa posição difícil.

Olhando para os contratos futuros do petróleo, existe uma estabilização durante três meses, após os quais se regista uma diminuição dos preços desta matéria-prima. É como se os mercados considerassem que o conflito, ou pelo menos a sua fase mais intensa, durará cerca de um trimestre.

Se verificarmos o que se passa com as taxas Euribor, que quase não reagiram, também se retira a informação de que os mercados esperam que estas perturbações sejam temporárias, não justificando que o BCE suba as taxas de juro.

É claro que esta é a expectativa actual dos mercados financeiros, que, por um lado, podem estar enganados e, por outro, podem mudar de opinião a qualquer momento, face a desenvolvimentos futuros do actual confronto militar.

Finalmente, este conflito poderá provocar choques nos mercados financeiros, que estavam numa posição de alguma fragilidade, com avisos sucessivos sobre a eventual existência de uma bolha especulativa.

Em conclusão, há vários canais que nos poderão afectar, mas o nível de incerteza é ainda demasiado elevado para estimar o impacto em termos numéricos.

O ano de 2026, que se anunciava relativamente benigno, mas com riscos significativos, está agora com perspectivas mais negativas, quer com a materialização de alguns riscos quer com o surgimento inesperado das tempestades.



- Supremo Tribunal chumba tarifas e incerteza regressa

3. TEMA EXTRA

Pedro Braz Teixeira

NOVAS POLÍTICAS DOS EUA

O Supremo Tribunal dos EUA esclareceu que a lei não autoriza o Presidente a impor tarifas, sendo necessária uma “clara autorização do Congresso”.

Várias empresas vieram exigir a devolução das tarifas já cobradas, em cerca de 130 mil milhões de euros (cerca de 0,4% do PIB),

Após o chumbo do Supremo, Trump lançou tarifas gerais de 10%, depois ameaçadas de serem 15%, mas afinal de 10% quando entraram em vigor. Estes novos impostos têm uma duração máxima de 150 dias e terão que ser renovadas muito próximo das eleições intercalares de Novembro de 2026.

Para além disso, lançam dúvidas sobre os acordos negociados com vários Estados para que as tarifas não fossem tão elevadas. Mantêm-se em vigor ou desaparecem com as tarifas que os motivaram?

Em suma, a incerteza que rodeou inicialmente as tarifas regressa. Um dos argumentos para as tarifas é que elas trariam produção e emprego para a economia norte-americana. Sem clareza sobre as tarifas, é improvável que haja investimento e contratações significativos.

Segundo um estudo da Global Trade Alert⁴, da suíça Fundação St. Gallen para a Prosperidade através do Comércio, citado pelo Público⁵, Portugal poderá ser dos países mais afectados pelas tarifas aplicadas após o chumbo do Supremo. Ainda assim, a diferença não é muito significativa, com diminuição da tarifa média da UE de 1,29 pontos percentuais e subida de 0,27 pontos percentuais no caso português.

⁴ <https://globaltradealert.org/>

⁵ <https://www.publico.pt/2026/02/26/economia/noticia/portugal-risco-prejudicados-novas-tarifas-trump-2166072>



- Redução das taxas de juro de longo prazo

4. MERCADOS FINANCEIROS

Apesar da volatilidade geopolítica, as taxas de juro de longo prazo diminuíram. Nos EUA, um possível corte nas taxas de referência terá sido adiada para o Verão, de acordo com os mercados financeiros.

Taxas de juro a 10 anos (nível)

País	30-Set	31-Out	30-Nov	31-Dez	31-Jan	28-Fev
EUA	4,15	4,08	4,01	4,17	4,24	3,94
Alemanha	2,71	2,63	2,69	2,86	2,84	2,64

Fonte: Bloomberg

A Europa também beneficiou do movimento de acalmia nos mercados de taxa fixa, incluindo a generalidade dos países “periféricos”.

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

País	30-Set	31-Out	30-Nov	31-Dez	31-Jan	28-Fev
UE	12	11	5	1	-6	-1
França	82	79	72	71	58	58
Espanha	55	51	48	43	37	42
Itália	82	75	71	70	61	63
Portugal	41	36	32	30	36	36

Fonte: Bloomberg



- Euribors estáveis

A estabilidade cambial afastou a possibilidade de uma descida das taxas do BCE, conduzindo a uma estabilidade das taxas Euribor, mesmo após o início do conflito com o Irão.

Taxas Euribor (nível)

Prazo	30-Set	31-Out	30-Nov	31-Dez	31-Jan	28-Fev
3 meses	2,03	2,04	2,06	2,03	2,03	2,01
6 meses	2,10	2,14	2,11	2,11	2,16	2,13
12 meses	2,19	2,20	2,21	2,24	2,23	2,22

Fonte: Bloomberg

- Acalmia cambial

Após um pico de depreciação do dólar no início do mês, os mercados viveram uma estabilidade cambial, que já não era sentida há muito.

Taxas de câmbio (nível)

Moedas	30-Set	31-Out	30-Nov	31-Dez	31-Jan	28-Fev
EUR/USD	1,176	1,154	1,160	1,174	1,185	1,181
CAD/USD	0,718	0,714	0,716	0,729	0,735	0,733
GBP/USD	1,346	1,346	1,315	1,324	1,345	1,369
CHN/USD	7,127	7,123	7,071	6,979	6,958	6,863

Fonte: Bloomberg



- Geopolítica e Inverno

As tensões com o Irão e as tempestades próprias do Inverno do hemisfério Norte dominaram os mercados de energia em Fevereiro, tendo-se agravado já no início de Março, com o conflito aberto com aquele país.

Matérias primas (nível)

Matéria prima	30-Set	31-Out	30-Nov	31-Dez	31-Jan	28-Fev
Brent	67,0	65,1	63,2	60,9	70,7	72,5
Gás Natural	31,4	31,1	28,8	28,2	39,3	32,0
Ouro	3 859	4 003	4 239	4 319	4 894	5 279

Fonte: Bloomberg



- Tecnológicas prejudicadas

O esperado efeito negativo da IA sobre as empresas de software prejudicou muitas empresas tecnológicas, tendo as empresas da “velha economia” saído beneficiadas.

Mercados bolsistas (taxas de variação)

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

Fonte: Bloomberg



5. AGENDA

Data	Evento	Per.	Expectativa/observações
9-Mar	Vol. Negócios Indústria	Jan	
11-Mar	Inflação	Fev	
12-Mar	Comércio Internacional	Jan	
12-Mar	Produção da Construção	Jan	
13-Mar	Vol. Negócios Serviços	Jan	
18-Mar	Reserva Federal dos EUA		
19-Mar	Reunião do BCE		Manutenção das taxas
26-Mar	Contas Nacionais Trimestrais por Sector Institucional	4T	
27-Mar	Vol. Negócios Comércio a Retalho	Fev	
30-Mar	Inquéritos de Conjuntura	Mar	
31-Mar	Actividade turística – Estimativa Rápida	Fev	
31-Mar	Inflação – Estimativa Rápida	Mar	
31-Mar	Estimativas Mensais de Emprego e Desemprego	Fev	

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O APOIO DE:



ORDEM
DOS
ENGENHEIROS

