

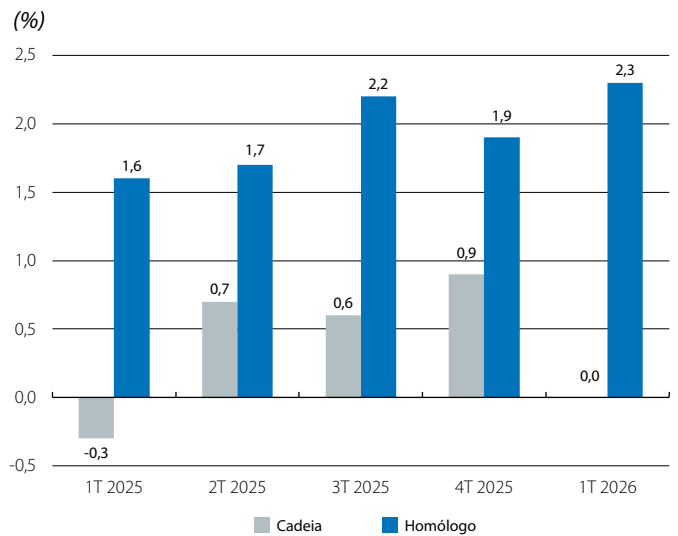
Os impactos do conflito começam a ser visíveis

Economia estagna no 1T. As tempestades de fevereiro e o impacto inicial da guerra no Irão contribuíram para a estagnação do PIB nos primeiros três meses do ano. Este comportamento refletiu a deterioração do contributo da procura externa, com recuperação das importações, provavelmente de bens de investimento. Com efeito, o contributo da procura interna passou a positivo, via aceleração do investimento (formação bruta de capital) que, no 4T 2025, tinha contraído em resultado da queda significativa na FBCF em equipamento de transporte e existências. Em termos homólogos, o PIB avançou 2,3%, mais 4 décimas do que no 4T. Este dado, associado ao aumento da incerteza por materialização dos riscos geopolíticos (conflito no Médio Oriente) e consequente aumento dos preços de energia tem impacto desfavorável na atividade ao longo dos próximos meses. Neste cenário, é provável que o rendimento disponível das famílias diminua (em termos reais) e que os custos de financiamento aumentem, tanto para particulares como para empresas; acresce que o aumento da incerteza propicia o adiamento de projetos de investimento e/ou decisões de consumo, colocando riscos em baixa à nossa previsão atual para o crescimento do PIB real em 2026 (2,1%). No mesmo sentido, a componente externa pode ser negativamente impactada pelo expectável aumento do défice energético, em resultado do aumento dos preços do Brent e do gás, e menor contributo das exportações afetadas por menor procura em alguns dos principais parceiros comerciais. Olhando para o indicador de sentimento económico da Comissão Europeia de abril, as perspetivas mostram-se pouco animadoras no início do 2T. Este indicador caiu para 100,4 pontos (pouco acima do nível indicativo de expansão), devido à quebra significativa da confiança nos consumidores e no setor industrial. Por fim, o 2T inicia em ambiente de grande incerteza negativamente pressionado pelo aumento dos preços dos combustíveis e ainda sem evidência do impacto positivo que poderá vir dos esforços de reconstrução das zonas afetadas pelas tempestades.

Inflação dispara em abril. A estimativa rápida do INE indica que em abril a inflação global avançou 0,7 p. p. face ao dado de março, superando a fasquia dos 3% (3,4%). A inflação subjacente também aumentou mas de forma mais moderada, +0,2 p. p. para 2,2%. Mais de 40% do incremento do IPC global é explicado pelo aumento muito forte da inflação dos produtos energéticos (taxa de 11,7%) e dos produtos alimentares não transformados (taxa de 7,5%). Estes aumentos, especialmente na energia, são indissociáveis do conflito no Médio Oriente e da disrupção nos mercados energéticos. Assim, tendo em conta este dado e a incerteza face à resolução do conflito, iremos proceder à revisão em alta da nossa previsão para a inflação média em 2026.

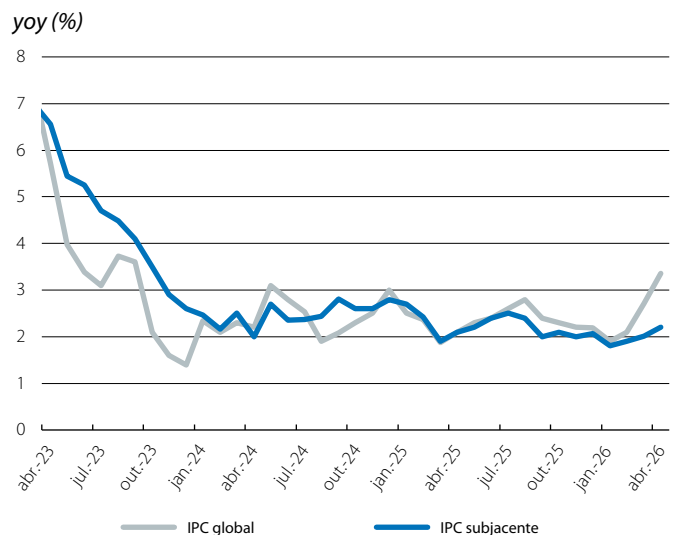
Emprego continua a crescer, mas a um ritmo menor. No 1T, a taxa de desemprego comportou-se como o esperado, aumentando em cadeia em 0,3 p. p., para 6,1% (o que compara com 6,6% no 1T 2025). Por sua vez, o emprego continuou a crescer no 1T (2,3% homólogo), um sinal positivo, mas que não deixa de evidenciar uma desaceleração face ao ritmo de crescimento regista-

Crescimento do PIB real



Fonte: BPI Research, com base em dados do INE.

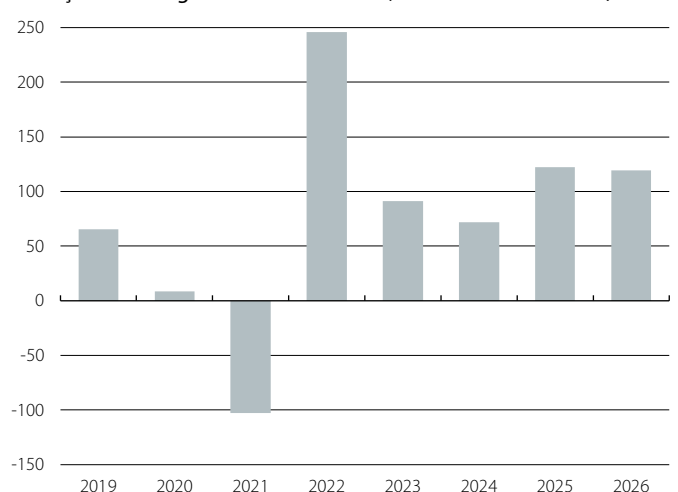
IPC



Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

População empregada

Varição homóloga no 1T de cada ano (milhares de indivíduos)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

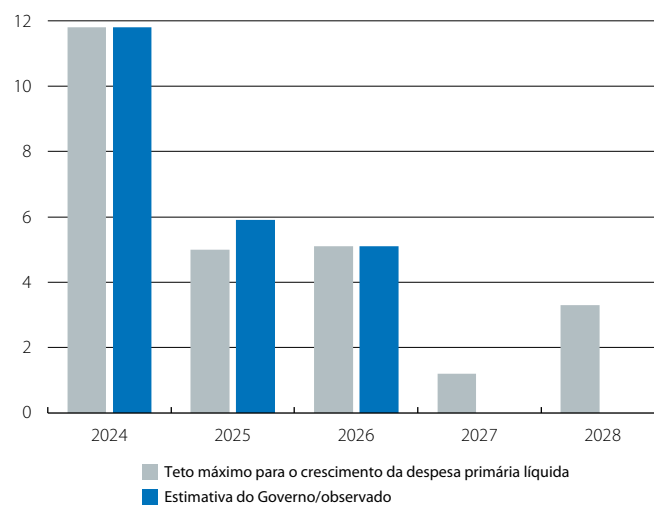
do em 2025 (3,2% no conjunto do ano). O dado acabou por nos surpreender pela negativa, uma vez que antecipávamos que o ritmo de crescimento do emprego no 1T rondasse os 3%, o que poderá implicar uma revisão em baixa da nossa previsão para o conjunto do ano (atualmente em 1,9%), com impacto potencialmente desfavorável na taxa de desemprego. Para os próximos meses, as empresas mantêm-se otimistas quanto às perspetivas de emprego: depois de uma redução em março em todos os sectores, provavelmente a refletir o efeito da maior incerteza quanto ao desenrolar do conflito no Médio Oriente, em abril, os indicadores voltaram a recuperar, afirmando-se claramente acima da média histórica no caso da construção, serviços e comércio. Isto parece apontar para uma evolução positiva do emprego, suportando a nossa perspetiva moderadamente favorável.

O comboio de tempestades e o conflito no Médio Oriente levam o Governo a rever ligeiramente em baixa a expectativa para o saldo orçamental.

No Relatório Anual de Progresso, o Executivo antecipa um saldo nulo para 2026, depois da expectativa de um ligeiro excedente de 0,1% do PIB inscrito no OGE 2026. A justificação prende-se com as tempestades que assolaram o país no início do ano (com impacto estimado nas contas públicas de 0,4% do PIB) e o conflito no Médio Oriente (onde se destaca o apoio em sede de ISP, que o Governo estima rondar os 0,1% do PIB). No entanto, a nossa visão é de um cenário menos otimista, mantendo a expectativa de que 2026 traga um ligeiro défice orçamental (ver o focus «O clima e a geopolítica ensombram o excedente orçamental», neste IM). Perante este contexto, o Governo considera que as regras fiscais europeias manter-se-ão com sinal positivo: em 2025, estima que tenha havido um desvio do crescimento da despesa primária líquida de 0,3 p. p. do PIB, em linha com o desvio permitido anualmente; para 2026, o Executivo espera que a despesa primária líquida cresça em linha com o acordado junto da Comissão Europeia (5,1%), não estando à espera de desvio adicional este ano. Adicionalmente, espera que o rácio de dívida pública diminua 2,1 p. p. em 2026, superando os 1 p. p. exigidos no âmbito das novas regras fiscais para países cujo rácio ultrapasse os 90% do PIB (situação na qual Portugal se encontrava em 2023).

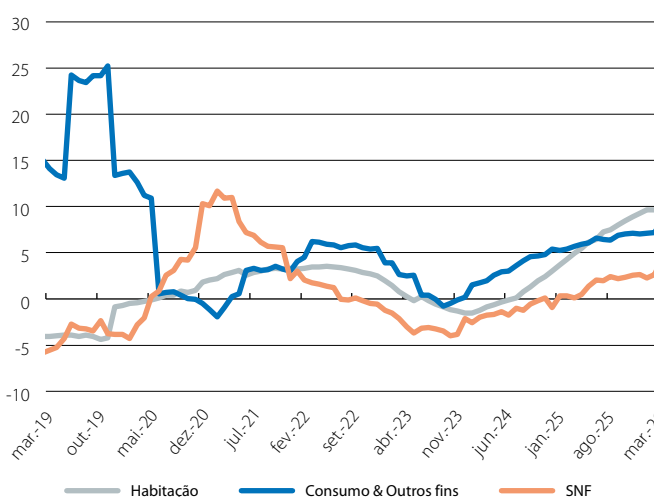
A carteira de crédito ao sector privado não financeiro voltou a acelerar em março. Mais concretamente, aumentou 7,7% homólogo (face a 6,8% no mês anterior), com a carteira de crédito à habitação a aumentar 9,9% homólogo. Para este dinamismo concorrem as novas operações, que aumentaram 11,3% homólogo no acumulado do 1T, dos quais mais de 1.400 milhões de euros são relativos à concessão de crédito para habitação própria e permanente com garantia jovem. Também os outros segmentos de crédito aceleraram em março: a carteira das empresas não financeiras aumentou 4,3% homólogo (2,7% em fevereiro) e a de consumo & outros fins acelerou para 8,4% (face a 7,2% no mês anterior). Esta dinâmica pode ser influenciada pelos novos empréstimos (34,5% e 13,0% homólogo no acumulado do 1T, respetivamente) e o impacto das moratórias concedidas às famílias e empresas afetadas pelas tempestades nas regiões em estado de calamidade. As perspetivas para o 2T reportadas pelos bancos no Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito apontam para um aumento da procura por parte das PME e uma redução da procura por parte dos particulares, com especial destaque para a habitação.

Trajetória para a despesa pública primária líquida
Taxa de crescimento anual (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Relatório Anual de Progresso.

Carteira de crédito ao sector privado não financeiro
Taxa de variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do BdP.

O clima e a geopolítica ensombram o excedente orçamental

As contas públicas voltaram a exceder as expectativas em 2025, mas 2026 é de novo um ano de desafios: para além das consequências do comboio de tempestades que assolou parte do país no início do ano, também o conflito no Médio Oriente obriga o Governo a tomar medidas adicionais para ajudar as famílias e empresas. Perante este contexto, as contas públicas portuguesas vão continuar a surpreender pela positiva?

As contas públicas encerram 2025 com chave de ouro...

As contas públicas portuguesas voltaram a exceder todas as expectativas: o saldo orçamental terminou 2025 acima do esperado pelo Governo (0,7%, face à previsão de 0,3% do PIB) e acabou até por superar ligeiramente o excedente de 2024 (0,6%). A surpresa positiva é explicada pela execução acima do esperado da receita fiscal e contributiva (+0,6 p. p. do PIB face à última estimativa do Governo, inscrita no Orçamento de Estado para 2026, ou seja, mais 1.796 milhões de euros), e, em sentido contrário, à menor execução da outra despesa corrente e investimento (-0,8 p. p. face à última estimativa do Governo). Em suma, o crescimento da receita acabou por superar ligeiramente o da despesa (6,7% e 6,6%, respetivamente).

Qual o destino deste excedente? A Lei de Enquadramento Orçamental (artigo 21º) estipula que os excedentes devem ser usados para amortizar dívida pública caso o rácio supere o valor de referência (60% do PIB). Esta amortização poderá resultar numa poupança com juros (possivelmente em torno de 70 milhões de euros em 2026) e contribui para uma avaliação positiva dos investidores internacionais e das agências de *rating* (o que permite, no atual contexto, que o prémio de risco se mantenha ligeiramente acima dos 40 p. b., o mais baixo entre os países periféricos) e consequentes efeitos positivos no custo de financiamento do Estado, empresas e famílias.

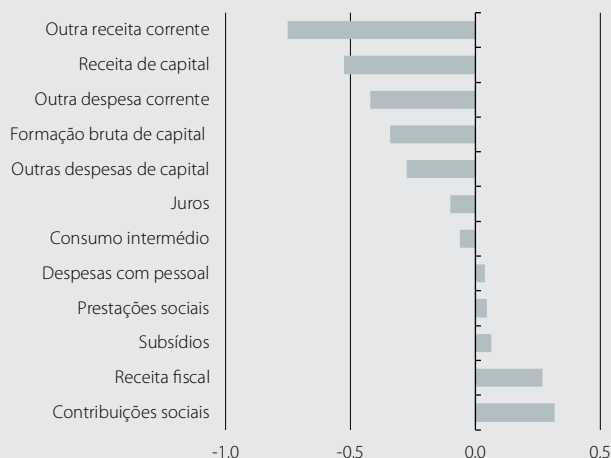
Apesar de não haver uma transposição direta entre a surpresa orçamental de 2025 e as contas de 2026, uma parte da boa execução do ano passado pode ter impactos positivos este ano. Neste sentido, considerando a execução de 2025, a evolução do PIB esperada para este ano e sem medidas adicionais, o saldo orçamental de 2026 beneficia de uma «folga» que poderá rondar os 900 milhões de euros (0,3% do PIB).¹

... mas o início do ano trouxe uma conjuntura sombria

De facto, o início de 2026 tem sido vasto em desafios que colocam em xeque a expectativa de excedente orçamental que o Governo antecipava para este ano no OGE 2026 (0,1% do PIB). O comboio de tempestades que devastou

1. Considerando as elasticidades da receita e despesa face ao andamento da economia.

Contas Públicas 2025: executado vs. estimativa (p. p. do PIB)



Nota: A comparação é feita entre o executado em cada rubrica e a estimativa do Governo inscrita no OGE 2026.

Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE e OGE 2026.

algumas regiões do país e o conflito no Médio Oriente juntam-se aos desafios já antecipados para 2026 (focos de tensão geopolítica já existentes, volatilidade das políticas comerciais dos EUA e a necessidade de investimento em defesa).

A avaliação do impacto das medidas de apoio às populações e empresas após as tempestades é de difícil quantificação. Para além das linhas de crédito disponíveis (que totalizam 2.000 milhões de euros, sem impacto no saldo orçamental), outras medidas (por exemplo, a possibilidade de recurso ao *layoff*, apoios financeiros para a reconstrução de casas e moratórias fiscais), já terão impacto no saldo orçamental e a estimativa do Governo aponta para um custo a rondar os 1.200 milhões (0,4% do PIB).² No entanto, poderá haver efeitos no saldo orçamental por via indireta, mas a sua contabilização é de difícil estimação. O CFP elucida esta complexidade num artigo,³ referindo os impactos visíveis nas infraestruturas (como a rede de eletricidade) e na riqueza das famílias e empresas (destruição de habitações, fábricas, *stocks*), mas também implicam perda de atividade económica (pela destruição das fábricas, dificuldade de circulação das pessoas e bens, possibilidade de insolvências), danos reputacionais (falha nas entregas de encomendas) e impactos na saúde física e mental dos indivíduos. Por todos estes fatores, uma correta avaliação do efeito do comboio de tempestades no saldo orçamental é de extrema complexidade.

2. Estimativa incorporada no Relatório Anual de Progresso, de abril de 2026.

3. Para mais informações, consultar o seguinte link: <https://www.cfp.pt/pt/blogue/transicao-climatica/impactos-plausiveis-do-estado-de-calamidade>

Do lado do conflito no Médio Oriente, também os canais de transmissão às contas públicas são diversos: o aumento do preço dos produtos energéticos e do agravamento da inflação pode, por um lado, ter um efeito positivo (mais receita fiscal, como IVA e ISP), mas, em sentido inverso, contribui para a perda de dinamismo da atividade económica (aumento do custo das matérias-primas, custos de financiamento, deterioração da confiança dos agentes económicos e adiamento de decisões de consumo e investimento), o que pode gerar menor receita. Ao mesmo tempo, se, por um lado, uma eventual aceleração das remunerações (perante o agravamento do custo de vida) poderia implicar um crescimento da receita com IRS e contribuições sociais, a desaceleração da atividade económica poderia, por sua vez, aumentar o desemprego. Para além disso, os apoios do Governo às famílias e empresas para enfrentarem o agravamento dos custos (na aquisição de produtos energéticos ou outros) terão um impacto negativo na despesa. Por fim, o agravamento das *yields* da dívida pública implica um aumento dos custos de financiamento e, perante o aumento das Euribor, também no agravamento dos custos com os produtos de retalho (como os Certificados de Aforro).

Os efeitos são muitos e afetam de distintas maneiras as contas públicas. Neste sentido, iremos limitar a nossa análise à evolução do preço do Brent e às medidas atualmente em vigor para ajudar empresas e famílias a suportarem o aumento do preço dos combustíveis.

Antes de mais, no OGE 2026, o Executivo conclui que um aumento de 20% do preço do Brent (o que resultaria num preço médio de cerca de 78,5 dólares por barril no conjunto de 2026) tem um impacto residual nas contas públicas (não medido). Atualmente, considerando os dados conhecidos no final de abril e os futuros para o resto do ano, o preço médio do Brent aponta para cerca de 96 dólares no conjunto de 2026, ou seja, cerca de 17 dólares acima da avaliação de sensibilidade feita pelo Governo; perante o contexto incorporado nos mercados, o impacto nas contas públicas não deverá ser despiciente (embora impossível de concretizar sem mais detalhes).

Por sua vez, o Governo implementou um conjunto de medidas para ajudar as famílias e empresas a suportarem o aumento dos preços dos combustíveis. A primeira medida anunciada foi a devolução do aumento da receita de IVA através da redução do ISP quando o preço dos combustíveis supera em mais de 10 cêntimos por litro o preço da semana de referência (2-6 março); estimamos, baseado numa medida semelhante implementada em 2022 (quando a Rússia invadiu a Ucrânia), que esta medida poderá ter um impacto inferior a 400 milhões de euros (cerca de 0,1% do PIB), em linha com o antecipado pelo Executivo no Relatório Anual de Progresso. Ao mesmo tempo, o Governo também decidiu aumentar a comparticipação na compra da botija de gás solidária (de 15 euros para 25 euros) durante 3 meses, da qual poderá resultar um custo de cerca de 3,2 milhões de

euros (impacto residual em percentagem do PIB). Por fim, o Executivo também avançou com um apoio equivalente a 150 milhões de euros por mês para determinados sectores,⁴ que estará em vigor, pelo menos, entre abril e junho (ou seja, com um custo total de 450 milhões de euros, 0,1% do PIB). Mais recentemente, o Executivo avançou com a concessão de um cheque entre 114 e 420 euros por veículo a empresas de transporte de mercadorias, pronto-socorro e cooperativas agrícolas, com um custo estimado de 30 milhões de euros. A estas, somam-se a linha de crédito Portugal Resiliência Energética (de 600 milhões de euros), que apoia as empresas cuja despesa com energia represente mais de 20% dos custos de produção. Em conclusão, as medidas de apoio às famílias e empresas para mitigar os efeitos negativos do conflito no Médio Oriente totalizam, até ao momento, cerca de 1.460 milhões de euros (0,5% do PIB); o impacto no saldo orçamental (excluindo a linha de crédito) deverá rondar os 0,3% do PIB.

Ou seja, assumindo que o cenário económico e geopolítico não sofre mais disrupções, no conjunto (entre tempestades e o conflito no Médio Oriente), o impacto negativo no saldo orçamental rondará os 0,7% do PIB em 2026. Isto significa que, na nossa expectativa, o saldo orçamental poderia registar um défice em torno de 0,6% do PIB em 2026. No entanto, a distribuição de lucros por parte da Caixa Geral de Depósitos atenua este défice: os 1.250 milhões de euros (0,4% do PIB) poderão suportar um défice a rondar os 0,2% do PIB em 2026 (o Governo estima agora um saldo nulo em percentagem do PIB, no Relatório Anual de Progresso).

Ainda assim, caso o conflito no Médio Oriente se intensifique e seja mais prolongado (o que implicaria uma maior desaceleração da economia, um agravamento do desemprego, uma subida da inflação e, conseqüentemente, das taxas de juro), o défice orçamental poderia rondar os 1,0% do PIB em 2026 (o efeito adverso seria atenuado pela subida da inflação) e superar os 1,5% em 2027 (refletindo efeitos mais prolongados do conflito, nomeadamente um agravamento gradual do mercado de trabalho e a correção da inflação).

Vânia Duarte

4. Este pacote inclui: apoio de 10 cêntimos por litro para o gasóleo profissional para veículos de transportes de passageiros e mercadorias, 10 cêntimos para o gasóleo colorido e mercado destinados à agricultura, floresta, pescas e aquicultura, em ambos os casos sempre que o preço supere em 10 cêntimos o preço médio da semana de referência; apoio direto às associações humanitárias de bombeiros de 360 euros por veículo pesado e 120 euros nos restantes, 120 euros por veículo no caso dos táxis e um apoio de 600 euros às instituições particulares de solidariedade social.

O apetite de um economista: o PIB potencial português

Imaginemos um economista. Agora imaginemos um economista com fome. O economista com fome dirige-se ao seu restaurante de bairro. Que prato escolherá para repor as energias e entregar-se, plenamente restabelecido, ao seu ofício de interpretação da realidade? Gastronomicamente falando, o PIB é o prato principal do economista. A sua comida de conforto e à qual ele sempre regressa. Todos gostamos de comer a nossa iguaria favorita no ponto adequado de sal. O economista também. Ensaíamos esta alegoria ancorada em metáforas como ponto de partida para ilustrar um conceito que é também ele uma construção teórica: o PIB potencial.

O PIB potencial é a refeição do economista que não está demasiado salgada nem demasiado insossa. Pode ser definido como o nível de produto no qual os recursos de uma economia são empregues na totalidade, dito de outra forma, uma situação em que o desemprego é igual à sua taxa natural. Se o «prato PIB» está demasiado salgado, isto pode provocar pressões inflacionistas e outros desequilíbrios, como elevar o défice externo ou bolhas especulativas em determinados ativos. Se o «prato PIB» está insosso, o risco é uma inflação a situar-se abaixo do objetivo e a taxa de desemprego acima do que é habitual.

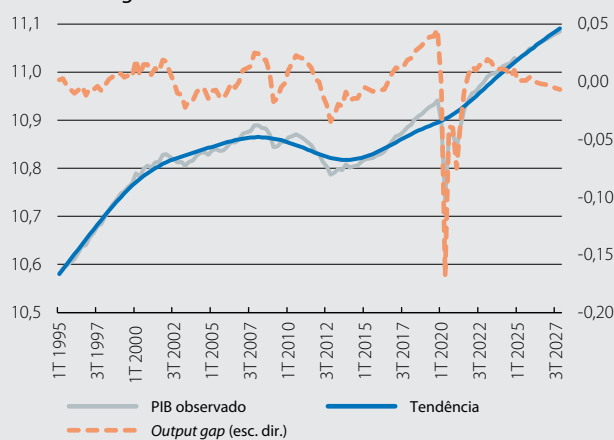
Infelizmente, o restaurante de bairro do nosso economista não consegue replicar este «ponto de sal teórico» de forma perfeita numa base diária. A cada refeição há um ponto de sal diferente. A diferença entre esse ponto de sal que se observa a cada dia e o ponto de sal teórico chamamos hiato do produto, ou *output gap*. Ou seja, o *output gap* é a diferença entre o PIB que a contabilidade nacional observa e regista e o PIB potencial. Se o *output gap* é positivo, o PIB observado é superior ao potencial. O prato até pode parecer «intenso» numa primeira impressão, mas tende a ser desconfortável e pode estragar o equilíbrio. Há neste caso excesso de procura. Se o *output gap* é negativo o PIB observado é inferior ao potencial – falta intensidade ao prato, com capacidade instalada que está desaproveitada. Há falta de procura. Em suma, o *output gap* evidencia sobreaquecimento ou folga na economia face ao seu potencial.

Cálculo do PIB potencial através do filtro de Hodrick-Prescott (HP)

Como já frisámos, o PIB potencial é um valor teórico e não observável. No entanto, é importante para as autoridades que exercem política económica e monetária a determinação deste valor para desenhar a sua estratégia e atuação. Um método amplamente utilizado para determinar o PIB potencial, com natureza estatística, é o filtro HP. O filtro HP calcula a componente tendência de qualquer série cronológica através de um processo de média móvel bilateral ponderada, que tem subjacente a minimização de

Filtro de Hodrick-Prescott aplicado ao PIB

Séries em logaritmo



Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

uma função de perda quadrática. Esta função penaliza quer os desvios da série observada face à tendência calculada, quer a volatilidade da própria tendência. Desta forma, o filtro HP obtém uma estimativa do produto potencial a partir do cálculo de médias móveis ponderadas usando valores passados e futuros do produto observado.

Assim, este método assume que o PIB pode ser decomposto numa componente com uma natureza estrutural e numa componente conjuntural. A componente estrutural é a que se costuma designar por PIB potencial. A segunda componente, mais cíclica, é o que costumamos designar como *output gap* e que inclui os elementos de natureza temporária, que refletem não apenas a evolução do ciclo económico, mas também flutuações de muito curto prazo.

Representamos o resultado deste exercício no primeiro gráfico.¹ Valores acima ou abaixo de 0 para a representação do *output gap* no gráfico mostram crescimentos acima ou abaixo do crescimento potencial motivados por situações conjunturais. Aqui destaca-se evidentemente a quebra relacionada com o período da pandemia COVID, um evento *one-off* com carácter muito agressivo e alheio à tendência

1. Por ponderar observações passadas e futuras, a utilização do filtro HP levanta problemas nos extremos da amostra, levando a que a tendência estimada siga de perto o valor observado do produto. Isto é relevante, pois por vezes o objetivo reside em medir o produto potencial nos anos mais recentes. A literatura determina que para ultrapassar este problema é conveniente prolongar a amostra com previsões de valores futuros do produto. Assim, a nossa amostra de valores compreende o período que vai do 1T 1995 ao 4T 2027, sendo que a partir do 4T 2025 estamos a usar valores trimestrais do PIB associados às previsões do BPI Research em vigor no cenário central à data de Março de 2026. Atendendo a que partimos de dados trimestrais do PIB, na literatura encontra-se estabelecida a utilização de um fator de suavização de $\lambda = 1600$. Ver o artigo original de Hodrick e Prescott: Hodrick, R. J. e E. C. Prescott (1997): «Postwar U.S. business cycles: an empirical investigation», *Journal of Money Credit and Banking* 29, 1-16.

de andamento da economia portuguesa, que originou o *output gap* mais acentuado deste período no 2T 2020.

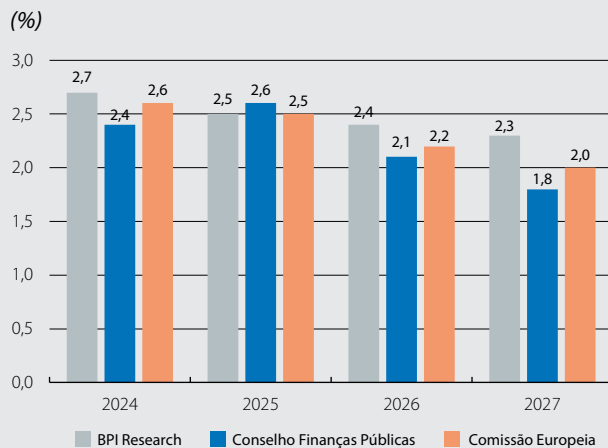
Outras abordagens ao PIB potencial e comparativo

Existem outros métodos para estimar o PIB potencial. De facto, existe uma metodologia oficial da Comissão Europeia baseada numa função de produção,² que estabelece uma relação teórica entre o *output* de um país, os seus fatores de produção e a sua tecnologia. Este método é de mais complexa implementação e implica um conjunto inicial de pressupostos mais vastos para estimar o próprio potencial de cada fator de produção e da tecnologia, pelo que as estimativas de produto potencial daqui resultantes também podem variar em função do «apetite» dos economistas que as desenharem. Vemos isto no segundo gráfico, onde apresentamos as estimativas do produto potencial estimadas por nós (via filtro HP), pelo Conselho de Finanças Públicas (CFP) e pela Comissão Europeia (CE), ambas utilizando uma função de produção. Mesmo com método igual entre CFP e CE, os números obtidos são diferentes, embora exista uma certa similitude dos resultados entre todas as abordagens, com diferenças em cada ano que no mínimo são de 0,1 p. p. e no máximo 0,4 p. p.

Na nossa abordagem, considerando as estimativas desde o início deste século, temos em média um PIB potencial de 1,2% (que pode ser considerado uma aproximação ao «PIB potencial de longo prazo»). Nos anos mais recentes e num futuro próximo (até 2027), o valor do PIB potencial que estimamos é mais elevado, sendo em média 2,5% entre 2024 e 2027. Os saldos migratórios positivos, com impacto no fator trabalho (emprego), têm vindo a suportar o crescimento do PIB potencial nos últimos anos. O exercício do CFP, decompondo os contributos para o PIB potencial, espelha bem isto (ver último gráfico). Perspetiva-se que diminua este contributo em virtude da expectativa de evolução para a população em idade ativa e para a taxa de atividade, esperando-se por sua vez um maior contributo da produtividade³ que refletirá possivelmente avanços tecnológicos, inovações e melhorias na gestão associados aos resultados da aplicação do PRR.

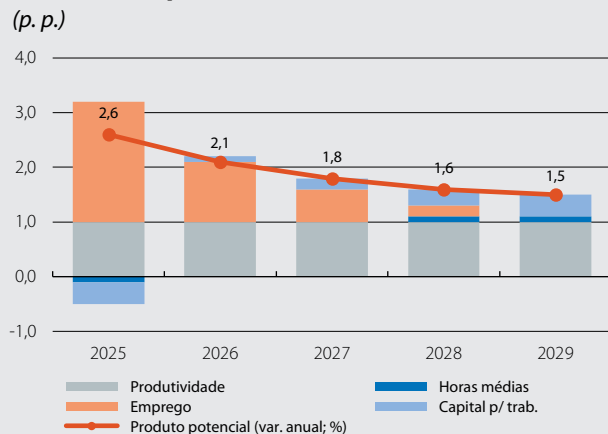
Tiago Belejo Correia

Estimativa do PIB Potencial



Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE, CE (Ameco), CFP (documento «Perspetivas económicas e orçamentais 2025-2029», setembro de 2025).

Contributos para o PIB Potencial



Nota: O contributo da produtividade refere-se à produtividade total dos fatores (TFP).
 Fonte: BPI Research, com base nos dados do Conselho de Finanças Públicas («Perspetivas económicas e orçamentais 2025-2029»).

2. Ver Economic Papers 535 (November 2014), da Comissão Europeia: «The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates & Output Gaps».
 3. Designada na literatura económica por TFP: Total Factor Productivity.

O que nos traz o Plano de Transformação, Recuperação e Resiliência?

Na sequência das tempestades registadas na primeira quinzena de fevereiro, o governo lançou o Plano de Transformação, Recuperação e Resiliência (PTRR) com uma dotação de 22,6 mil milhões de euros (7% do PIB), que se distribuirão entre 2026 e 2034. Para além da perspetiva de curto prazo, que visa a reconstrução das áreas afetadas pelas intempéries, o plano prevê a resolução de debilidades estruturais acumuladas nos últimos anos, sobretudo ao nível das infraestruturas.

Assim, este plano assenta em três pilares – Recuperar, Proteger e Responder – que têm como finalidade fazer face aos danos causados pelas tempestades, reforçar e preparar o país para responder a futuras situações de catástrofes. Está distribuído em três períodos temporais: curto, médio e longo prazo, que grosso modo corresponderão a 2026, 2027-2029 e 2030-2034, tendo como fontes de financiamento a administração pública, empresas públicas, setor privado e fundos europeus.

A administração pública será o seu principal financiador com uma contribuição equivalente a 37% do total do Plano, maioritariamente destinado ao reforço da resiliência das infraestruturas a choques adversos (pilar «Proteger») e à reconstrução dos danos sofridos no 1T 2026 (pilar «Recuperar»). Em segundo lugar no *ranking surge* o setor privado (que inclui parcerias público-privadas e concessões), com um contributo estimado de aproximadamente 34%.

O pilar «Proteger» surge como o mais estrutural, na medida em que visa o reforço da resiliência a choques adversos, estando especialmente focado no médio e longo prazo. O total deste ascende a cerca de 15 mil milhões de euros (mme), equivalente a cerca de 4,5% do PIB, destacando-se os investimentos nas áreas da i) energia (4,7 mme) para redução da dependência externa do território; ii) 3,2 mme para redução de vulnerabilidades estruturais existentes na própria estrutura territorial; iii) 1,2 mme no setor empresarial, complementando o esforço de redução de desertificação do território, através da captação de investimento produtivo para regiões com maior grau de desertificação económica e demográfica; e iv) 2,6 mme em investimentos no setor da água, nomeadamente na construção de novas barragens e reforço da resiliência das infraestruturas de saneamento e de abastecimento de água.

O pilar «Responder», com uma dotação de 2,3 mil milhões de euros, foca-se na reposição da capacidade de resposta em situações de emergência, com investimentos que se concentrarão maioritariamente no médio prazo.

O primeiro pilar (Recuperar) foca-se na reposição das infraestruturas afetadas pelas recentes tempestades, incluindo as medidas de apoio a famílias e empresas já em

Fontes de financiamentos

(Milhões de euros)

	Recuperar	Proteger	Responder	TOTAL	Estrutura (%)
Administrações Públicas	2.500	3.956	1.939	8.395	37,1
do qual: Orçamento do Estado	1.300	3.074	1.822	6.196	27,4
Global Parques e ADP	–	2.407	–	2.407	10,6
Fundos europeus	110	3.721	378	4.209	18,6
Privados/PPPs/Concessões	2.720	4.882	0	7.602	33,6
Total	5.330	14.966	2.317	22.613	100
Por Horizonte Temporal					
Curto Prazo	5.330	152	134	5.616	24,8
Médio Prazo	–	7.083	2.130	9.213	40,7
Longo Prazo		7.731	53	7.784	34,4

Fonte: BPI Research com base no PTRR - Portugal Transformação, Recuperação e Resiliência

vigor. A sua implementação está programada para o curto prazo, isto é, maioritariamente em 2026, beneficiando de uma dotação equivalente aos prejuízos estimados, 5,3 mme, incluindo uma série de medidas programadas imediatamente após as tempestades, como por exemplo as linhas de crédito a empresas (2 mil milhões de euros), a reconstrução de estradas e caminhos de ferro e o apoio à reconstrução de habitações.

O PTRR representa essencialmente um choque de investimento no âmbito da reconstrução de estruturas destruídas nas tempestades, de modernização e desenvolvimento de infraestruturas, sendo expectável que impacte positivamente a atividade económica no que concerne à dinamização do mercado de crédito, criação de emprego e o crescimento real do PIB.

O impacto no crédito foi já evidente na aceleração do ritmo de crescimento do crédito a empresas durante março, admitindo-se a possibilidade de que o maior dinamismo se mantenha pelo menos até junho, quando terminam as linhas.¹

No emprego, o PTRR surge também como um fator de suporte, sobretudo em áreas ligadas à construção. No cur-

1. Através do Banco Português de Fomento foram criadas duas linhas de crédito com dotação de 1.000 milhões de euros cada, para apoio à reconstrução, uma direcionada para a realização de investimentos na reconstrução de infraestruturas afetadas pelas tempestades e outra para fazer face a problemas de tesouraria. No âmbito da linha direcionada para investimento há uma cobertura a 100% dos danos não cobertos por seguro, tem maturidade de 10 anos e 12 meses de carência de utilização. A linha de apoio à tesouraria atribui a cada empresa um montante entre os 100.000 e 2.500.000 euros, dependendo da dimensão da empresa.

to prazo com o esforço de reconstrução, no médio e longo prazo com a melhoria das infraestruturas.

No que diz respeito à economia portuguesa como um todo, o impacto deste esforço de investimento tenderá a refletir-se positivamente no crescimento. Para estimar tal impacto utilizámos os multiplicadores da FBCF calculados pelo INE,² concluindo que o impacto poderá traduzir-se num PIB em 2034 superior em cerca de +2,5% face a um cenário sem plano. Para tal, assumimos que a taxa de execução do Plano rondará os 60%, em linha com os dados disponíveis para a execução do PRR, que termina este ano. Admitimos que o impacto será mais significativo em 2026, refletindo o esforço de reconstrução das áreas destruídas. Num cenário mais otimista, a qual atribuímos menor probabilidade, em que o plano seria integralmente cumprido, o incremento do PIB poderia rondar os 4%.

Teresa Gil Pinheiro

Principais medidas do pilar Recuperar (Milhões de euros)

	Dotação
Linhas de apoio à reconstrução e liquidez das empresas	2.000
Recuperação de estradas e ferrovia	400
Apoio às famílias e recuperação imediata de habitações, escolas e outras infraestruturas	250
Apoios aos setores agrícola, florestas e pescas	193,5
Linhas de apoio à reindustrialização	150
Apoios de emergência pós-calamidades através do Fundo Ambiental	137
Intervenções na orla costeira	126
Intervenções em rios e linhas de água	49
Incentivo financeiro extraordinário à manutenção dos postos de trabalho e regime de <i>lay-off</i> simplificado	40
Apoio à recuperação de património cultural	20
Moratórias de crédito à habitação própria permanente	–

Fonte: BPI Research com base no PTRR - Portugal Transformação, Recuperação e Resiliência

2. Matrizes simétricas Input-Output, 2017.

Indicadores de atividade e emprego

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto quando é especificado o contrário

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	02/26	03/26	04/26
Índice coincidente para a atividade	2,0	2,0	1,8	2,0	2,2	2,1	2,1	2,0	...
Indústria									
Índice de produção industrial	0,8	0,5	1,2	2,8	0,3	...	-4,4	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-6,2	-4,0	-4,8	-3,4	-2,8	-2,0	-2,1	-2,4	-2,7
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	6,5	20,6	20,3	8,9	16,1	...	-9,3	...	...
Compra e venda de habitações	14,5	15,5	15,5	3,8	-4,7	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária)	8,5	17,4	17,4	18,2	18,4	17,5	17,2	16,5	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	6,3	1,9	4,1	2,6	1,9	2,2	1,7	2,2	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	5,6	10,1	6,6	12,9	8,4	4,9	5,0	5,0	6,2
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	3,3	4,8	4,8	5,4	4,4	...	4,9	...	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,8	3,4	3,5	3,1	3,1	3,0	3,0	2,8	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-18,0	-16,2	-17,9	-16,2	-15,2	-16,2	-15,3	-18,7	-23,9
Mercado de trabalho									
População empregada	1,2	3,2	2,9	3,7	3,7	...	2,2	2,2	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,4	6,0	5,9	5,8	5,8	...	5,8	5,8	...
PIB	2,2	1,9	1,7	2,2	1,9	...	-	-	-

Preços

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto quando é especificado o contrário

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	02/26	03/26	04/26
Inflação global	2,4	2,3	2,2	2,6	2,2	2,2	2,1	2,7	3,4
Inflação subjacente	2,5	2,2	2,3	2,3	2,1	1,9	1,9	2,0	2,2

Setor externo

Saldo acumulado durante os últimos 12 meses em mil milhões de euros, exceto quando é especificado o contrário

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	02/26	03/26	04/26
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	2,0	0,6	4,2	2,0	0,6	...	-3,8	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	2,0	4,0	7,0	6,7	4,0	...	2,3	...	...
Saldo corrente	6,5	3,8	3,5	3,0	3,8	...	3,3	...	...
Bens e serviços	6,4	3,7	4,0	3,5	3,7	...	3,3	...	...
Rendimentos primários e secundários	0,1	0,1	-0,5	-0,5	0,1	...	-0,1	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	9,6	8,3	6,9	7,0	8,3	...	7,8	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto quando é especificado o contrário

	2024	2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	02/26	03/26	04/26
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	7,5	5,4	5,4	6,3	5,4	6,4	5,1	6,4	...
À ordem	-0,3	8,1	5,1	8,6	8,1	7,9	8,0	7,9	...
A prazo e com pré-aviso	15,3	3,1	5,8	4,3	3,1	5,2	2,6	5,2	...
Depósitos das Adm. Públicas	26,7	28,7	39,6	-0,5	28,7	20,4	29,2	20,4	...
TOTAL	7,9	6,0	6,4	6,1	6,0	6,9	5,9	6,9	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	1,9	6,6	4,9	5,8	6,6	7,7	6,8	7,7	...
Empresas não financeiras	-1,0	2,6	2,0	2,2	2,6	4,3	2,7	4,3	...
Famílias - habitação	3,0	9,3	6,4	8,0	9,3	9,9	9,6	9,9	...
Famílias - outros fins	5,4	7,0	6,6	6,9	7,0	8,4	7,2	8,4	...
Administrações Públicas	0,6	6,4	3,8	4,8	6,4	3,2	4,9	3,2	...
TOTAL	1,9	6,6	4,8	5,7	6,6	7,5	6,7	7,5	...
Taxa de incumprimento (%)²	2,4	2,1	2,3	2,3	2,1	...	-	-	-

Notas: 1. Residentes em Portugal. As variáveis de crédito incluem titularizações. 2. Dado fim do período.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE, do Banco de Portugal e Refinitiv.