



**FORUM PARA A
COMPETITIVIDADE**

NOTA DE CONJUNTURA Nº 112
AGOSTO DE 2025

Esta Nota de Conjuntura, da responsabilidade
do Fórum para a Competitividade,
inclui informação publicada até 03.09.2025

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O PATROCÍNIO DE:

**Jerónimo
Martins**

RESUMO EXECUTIVO

- Os mercados financeiros já não esperam que o BCE volte a cortar as taxas de juro até ao final do ano.
- França apresenta-se com um risco elevado, com possíveis contágios, por não se conseguir vislumbrar uma saída a médio prazo para a redução do défice público de quase 6% do PIB, ainda antes de enfrentar os novos compromissos com a NATO.
- A actividade turística gerou um contributo total (directo e indirecto) de 34 mil milhões de euros para o PIB em 2024, o que corresponde a 11,9% do PIB. Em 2022, o emprego neste sector foi de 9,8% do total, mas a remuneração média foi apenas 91,1% da média nacional.
- Em Junho, as exportações de bens estagnaram, após a subida modesta do mês anterior. Em termos de destinos, salientem-se as subidas para a Alemanha (16,4%) e Reino Unido (22,2%), e a forte queda para os EUA (-39,4%), possivelmente relacionado com as tarifas.
- No 2º trimestre, a população activa acelerou (de 2,2% para 2,7%), mas o emprego acelerou ainda mais (de 2,4% para 2,9%), de que resultou uma diminuição da taxa de desemprego, de 6,6% para 5,9%, o valor mais baixo desde o 2º trimestre de 2020.
- A agência S&P subiu a notação da República de Portugal, pela segunda vez em 2025, para A+ com perspectiva estável, acima de Espanha e Itália.
- No 2º trimestre, o PIB passou de uma queda de 0,4% para um crescimento de 0,6% em cadeia, de que resultou uma aceleração homóloga de 1,7% para 1,9%.
- A produtividade medida pelo rácio entre o PIB e o número de pessoas empregadas estabilizou nos 0,2%, um valor demasiado baixo, enquanto a produtividade medida com base no número de horas trabalhadas acelerou de 0,2% para 0,7%, o que é mais favorável, mas ainda insuficiente para uma genuína convergência com a UE.
- Os dados preliminares do 3º trimestre permanecem mistos, sugerindo alguma timidez no desempenho económico.
- Na preparação do Orçamento de Estado para 2026, o governo apresentou o Quadro de Políticas Invariantes, que contém compromissos já assumidos de 4449 milhões de euros. Isto condiciona as negociações do OE26, o que até pode ser uma vantagem para o governo, ao mostrar que não há margem para muitas concessões.
- Ainda assim, esperam-se reformas estruturais, muitas das quais sem grande impacto orçamental, que possam aumentar o potencial de crescimento da economia portuguesa.
- Ao colocar em causa a independência da Reserva Federal, Trump poderá fazer com que as expectativas de inflação deixem de estar “ancoradas” e que haja um forte aumento das taxas de juro de longo prazo.

ÍNDICE

1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

Segurança	5
EUA	5
China	6
Reino Unido	6
Zona Euro	6

2. CONJUNTURA NACIONAL

Indústria e construção	8
Serviços	9
Turismo	10
Energia	11
Inflação	12
Exportações de bens	13
Contas externas	14
Mercado de trabalho	15
Fundos europeus	16
Contas públicas	16
PIB do 2º trimestre de 2025	18
Próximos trimestres	19

3. TEMAS EXTRA

Novas políticas nos EUA	22
-------------------------	----

4. MERCADOS FINANCEIROS 24

5. AGENDA 28



**- Cimeira do Alasca
inconclusiva**

**- Corte de taxas
antecipado para 17 de
Setembro**

1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

Pedro Braz Teixeira¹

SEGURANÇA

Trump e Putin encontraram-se numa cimeira no Alasca, mas os resultados foram muito escassos, não tendo sido conseguido nenhum compromisso de cessar-fogo na Ucrânia, como chegou a ser antecipado.

EUA

Nas muito aguardadas declarações em Jackson Hole, o presidente da Reserva Federal reconheceu que a economia norte-americana estava a enfraquecer, o que gerou a percepção de que a próxima queda de taxas poderia ser antecipada para a reunião de 17 de Setembro. No entanto, também há a consciência de que isso dependerá dos dados que forem divulgados até então, em particular sobre desemprego e inflação.

Em Julho, a taxa de inflação manteve-se nos 2,7%, contra a expectativa de que voltasse a subir (2,8%), mas a inflação subjacente, mais relevante, subiu de 2,9% para 3,1%, mais do que o esperado (3,0%). A taxa de desemprego subiu de 4,1% para 4,2%, a criação de emprego baixou muito, mas o mais significativo foi a forte revisão em baixa da criação de emprego dos dois meses precedentes, que muito agravou a percepção das condições da economia.

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



**- BCE já não deve
cortar taxas este ano**

CHINA

Em Julho, as exportações da China aceleraram de 5,8% para 7,2%, o crescimento mais expressivo desde Abril. No entanto, a produção industrial abrandou, tal como as vendas a retalho.

REINO UNIDO

O Banco de Inglaterra baixou as suas taxas de referência, de 4,25% para 4%, mas tendo sido necessário realizar uma segunda volta, sem precedentes, para conseguir chegar a um acordo.

ZONA EURO

A presidente do BCE avisa que a desaceleração da zona euro é evidente e que irá agravar-se. As novas tarifas dos EUA começaram a ter o seu efeito, embora com elevada incerteza sobre o seu impacto, porque ainda não é claro as condições que se aplicam a semicondutores e produtos farmacêuticos.

Ainda assim, os mercados financeiros não esperam que haja mais cortes de taxas de juro nos próximos 12 meses.

- Nova melhoria da
actividade em Agosto

Contrariando os avisos do BCE, em Agosto, a actividade na zona euro melhorou de novo, atingindo o melhor valor dos últimos 15 meses, com forte avanço na indústria, mas abrandamento nos serviços. As novas encomendas cresceram finalmente, após um período de quedas que vinha desde Junho de 2024 e o emprego cresceu pelo sexto mês consecutivo. No entanto, a confiança dos empresários caiu ligeiramente.

Indicadores da zona euro

Indicador	Uni.	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
PMI total	-	50,2	50,2	50,9	50,4	50,2	50,6	50,9	51,1
Produção industrial	tvh	-0,5	0,8	3,7	0,2	3,1	0,2		
PMI na indústria	-	47,1	48,9	50,5	51,5	51,5	50,8	50,6	52,3
Vendas a retalho	tvh	1,9	1,9	1,9	2,7	1,9	3,1		
PMI nos serviços	-	51,3	50,6	51,0	50,1	49,7	50,5	51,0	50,7
Desemprego	%	6,3	6,3	6,4	6,3	6,4	6,3	6,2	

Fonte: Eurostat, IHS Markit.



- Melhoria do clima económico

2. CONJUNTURA NACIONAL

INDÚSTRIA E CONSTRUÇÃO

Em Agosto, o clima económico conheceu uma ligeira melhoria, apesar de já se encontrar num valor elevado, igualando o valor de Dezembro, mas com um comportamento misto da confiança nos diferentes sectores. A confiança na indústria melhorou de novo, enquanto a confiança na construção recuou, mas permanecendo forte.

Dados da indústria e construção

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

Fonte: INE, Banco de Portugal.



- Confiança dos consumidores recuou

SERVIÇOS

Em Agosto, a confiança dos consumidores recuou um pouco, mas para um valor superior ao de Abril; a confiança no comércio a retalho reverteu parte dos ganhos do mês anterior; a confiança nos serviços subiu para um máximo de sete meses; as perspectivas de procura no alojamento abrandaram, mas mantiveram-se acima do registado em Abril.

Dados dos serviços

Indicador	Uni.	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
Confiança dos consumidores	-	-15,2	-15,0	-18,0	-20,6	-16,0	-16,0	-15,1	-17,5
Vendas no Comércio a Retalho	tvh	5,5	5,0	4,0	3,0	4,3	5,8	6,2	
Confiança no comércio a retalho	-	3,7	4,8	3,9	2,0	1,6	2,2	3,6	2,8
Vendas veículos ligeiros de passageiros	tvh	-7,8	-5,1	10,3	8,2	18,6	14,8	20,6	9,9
Vendas de veículos comerciais ligeiros	tvh	-12,3	24,7	-8,5	-16,8	4,2	-21,9	10,6	-4,2
Volume de Negócios nos Serviços	tvh	7,1	4,6	1,2	4,7	3,8	3,0		
Confiança nos serviços	-	20,8	7,7	3,6	2,1	12,0	13,9	12,3	14,3
Procura nos próximos 3 meses – alojamento e restauração	-	13,3	15,2	10,2	3,3	17,5	22,4	28,4	13,0

Fonte: ACAP, INE.



- Aceleração nítida dos proveitos

- Contributo do turismo para o PIB desacelerou em 2024

TURISMO

Em Julho, os proveitos aceleraram de forma nítida (de 7,6% para 10,6%), apesar de uma melhoria modesta nas dormidas (de 3,1% para 3,5%), tanto no caso dos residentes como dos não residentes. Em termos de mercados, há a destacar a subida de 12,3% dos EUA e a queda de 10,0% de Espanha, o que fez que, em termos acumulados no ano, se registasse uma troca de posições, tendo a origem norte-americana subido para o segundo lugar e a espanhola recuasse para o terceiro, mantendo-se o Reino Unido na liderança.

Dados do turismo

Indicador	Uni.	Dez	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul
Proveitos no Turismo	tvh	9,3	13,9	3,7	0,3	12,6	8,7	7,6	10,6
Dormidas	tvh	2,9	6,3	-2,5	-3,0	9,2	1,3	3,1	3,5
Dormidas de residentes	tvh	-0,2	11,3	-0,8	2,4	12,2	5,9	5,6	6,7
Dormidas de não residentes	tvh	4,4	3,8	-3,1	-5,2	7,7	-0,2	2,0	2,2

Fonte: INE.

O VAB gerado pelo Turismo e Consumo do Turismo no Território Económico desaceleraram em 2024. Segundo, Conta Satélite do Turismo, a actividade turística gerou um contributo total (directo e indirecto) de 34 mil milhões de euros para o PIB em 2024, o que corresponde a 11,9% (12,0% em 2023 e 11,2% em 2022). Estes resultados reflectem um contributo de 0,3 pontos percentuais para o crescimento real do PIB em 2024 (1,9%).

Entre 2021 e 2022, o emprego no turismo registou um crescimento significativo (14,2%), acima do observado na economia nacional (5,7%), representando 9,8% do emprego total (9,0% em 2021). As remunerações representaram 8,4% do total, mas a remuneração média foi apenas 91,1% da média nacional.



- Aumento de produção da OPEP+

ENERGIA

De acordo com o calendário aprovado, a OPEP+ tem prosseguido o aumento da produção de petróleo, sobretudo por parte da Arábia Saudita, contribuindo para alguma queda nos preços da energia.

Os EUA aplicaram tarifas de 50% à Índia, como sanção pelas compras de petróleo russo. No entanto, se este país parasse as suas compras de entre 1,5 e 2 milhões de barris por dia à Rússia, isso conduziria a um forte aumento dos preços, com impacto na inflação nos EUA e outros países, o que não seria do agrado de Trump.

Dados de energia

Indicador	Uni.	Dez	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul
Consumo de energia eléctrica	tvh	0,2	1,6	2,7	1,4	3,3	0,0	3,2	2,1
Preço da gasolina 95	€/l	1,708	1,754	1,766	1,710	1,707	1,676	1,690	1,684
Preço do gasóleo	€/l	1,598	1,649	1,652	1,602	1,552	1,516	1,544	1,587
Preço do gás natural	€/MWh	45,2	48,4	50,3	41,8	35,2	35,3	36,6	33,8
Preço da electricidade por grosso	€/MWh	111,5	96,7	108,2	52,5	25,9	25,8	74,2	70,1

Fonte: DGEG, Bloomberg, OMIE.



- Nova subida da inflação em Agosto

INFLAÇÃO

Em Portugal, em Agosto, a inflação subiu de novo de 2,6% para 2,8%, enquanto a inflação subjacente (excluindo produtos energéticos e bens alimentares não transformados) estabilizou nos 2,5%, os preços dos bens alimentares não transformados aceleraram mais uma vez, de 6,1% para 7,0%, e a inflação média aumentou de 2,3% para 2,4%.

Indicadores de inflação, Zona euro e Portugal

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

Fonte: Eurostat, INE.

Na zona euro, em Agosto, a inflação subiu marginalmente de 2,0% para 2,1%, mas quer a inflação subjacente quer a dos serviços abrandaram, afastando preocupações.



- Estagnação das exportações, com forte queda para os EUA

EXPORTAÇÕES DE BENS

Em Junho, as exportações de bens estagnaram, após a subida modesta do mês anterior. Em termos de categorias de produtos, destaca-se o decréscimo de Combustíveis e lubrificantes (-28,3%) e de Fornecimentos industriais (-10,8%), maioritariamente produtos Químicos exportados para os Estados Unidos. Assinala-se o acréscimo das exportações de Material de transporte (+19,9%), sobretudo Veículos e outro material de transporte. Em termos de destinos, salientem-se as subidas para a Alemanha (16,4%) e Reino Unido (22,2%), e a forte queda para os EUA (-39,4%), possivelmente relacionado com as tarifas. As importações cresceram 3,9%, de que resultou um aumento homólogo do défice da balança comercial de 337 milhões de euros para 2 348 milhões de euros.

Comércio externo de bens, taxas de variação homóloga

Indicador	Nov	Dez	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun
Exportações - total	-1,7	-2,3	11,9	11,9	0,5	-6,2	2,6	-0,1
Espanha	0,0	1,9	2,6	5,9	12,8	-3,1	7,1	1,5
Alemanha	19,7	13,7	91,2	73,4	-3,5	-3,7	12,7	16,4
França	-10,7	3,8	-5,4	2,1	-0,8	-1,8	2,4	-4,9
EUA	17,6	-45,7	-13,4	24,0	-8,6	2,4	2,7	-39,4
Reino Unido	-13,6	17,6	-2,3	-11,6	-6,6	-6,7	-9,5	22,2
Itália	-14,4	4,5	-3,3	-0,8	2,3	-9,5	10,6	-0,9
Países Baixos	-2,3	28,3	25,2	23,0	3,7	-15,6	-14,2	-7,6
Bélgica	-0,9	17,3	-3,9	-6,3	-32,3	7,6	4,1	23,3
Polónia	5,8	18,4	2,3	19,0	-6,2	-4,6	-2,4	2,4
Marrocos	72,8	-45,5	-13,9	-13	-15,9	-20,3	-25,01	48,0
Importações - total	5,5	4,6	8,6	3,3	8,4	2,4	13,2	3,9
Import. sem combustíveis	6,9	2,5	9,9	2,9	8,3	5,6	18,6	4,1
Importações combustíveis	-8,9	21,4	-3,0	6,7	9,7	-22,7	-28,4	1,4

Fonte: INE.

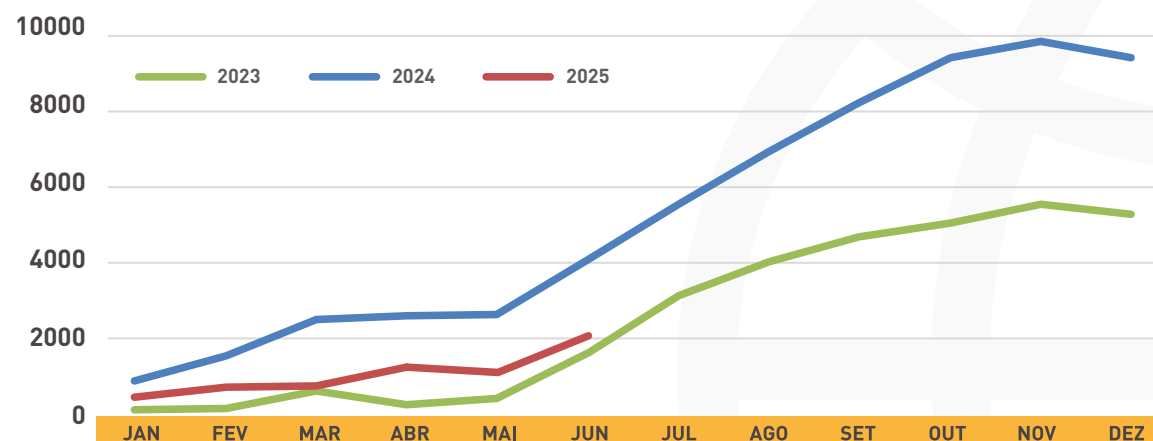


- Melhoria do excedente externo

CONTAS EXTERNAS

No 1º semestre, a economia portuguesa registou um excedente externo de 2 265 milhões de euros, melhor do que o registado até Maio, embora inferior ao excedente de 4 241 milhões de euros registado no período homólogo. Verificou-se um aumento de 2 748 milhões de euros do défice da balança de bens e um aumento de 754 milhões de euros do excedente da balança de serviços, devido maioritariamente ao saldo das viagens e turismo (+489 milhões de euros).

Balanças corrente e de capital (milhões de euros)



Fonte: Banco de Portugal.

A dívida externa líquida de Portugal reduziu-se de 44,3% do PIB no final de 2024 (126,3 mil milhões de euros) para 43,3% do PIB no final de Junho de 2025 (126,7 mil milhões de euros), o rácio mais baixo desde Dezembro de 2004.



- Nova aceleração do emprego, que atingiu máximos desde 1998

MERCADO DE TRABALHO

No 2º trimestre, a população activa acelerou (de 2,2% para 2,7%), mas o emprego acelerou ainda mais (de 2,4% para 2,9%), de que resultou uma diminuição da taxa de desemprego, de 6,6% para 5,9%, o valor mais baixo desde o 2º trimestre de 2020, que tinha sido muito influenciado pela pandemia. Praticamente todos os indicadores tiveram uma evolução favorável, incluindo a taxa de desemprego dos jovens e o número de desempregados de longa duração.

Mercado de trabalho

Indicador	Uni.	1T24	2T24	3T24	4T24	1T25	2T25
População activa	tvh	2,3	2,2	1,2	1,4	2,2	2,7
Taxa de actividade	%	60,1	60,0	60,3	60,5	60,6	60,7
Emprego	tvh	2,7	2,2	1,2	1,3	2,4	2,9
Desemprego	%	6,8	6,1	6,1	6,7	6,6	5,9
Desempregados	milhares	369,6	332,0	334,7	368,3	365,8	329,5
Subutilização do trabalho	%	11,7	10,6	10,4	11,1	11,1	10,1
Desemprego de jovens	%	23,0	22,0	19,7	21,8	21,2	18,1
Desemprego longa duração (há 12 e mais meses)	milhares	122,3	130,2	127,2	138,1	135,0	126,3

Fonte: INE.

Já em Julho, a taxa de desemprego mensal diminuiu de 6,1% para 5,8% e o número de trabalhadores empregados subiu para 5 260,4 milhares, o valor mais elevado desde Fevereiro de 1998.



- Abrandamento dos pagamentos a beneficiários

FUNDOS EUROPEUS

O aumento dos pagamentos a Beneficiários Directos e Finais do PRR abrandou para 311 milhões, após o valor muito elevado do mês anterior, totalizando 8 799 milhões de euros (40% do total).

Em relação aos projectos destinados às empresas, verificou-se uma subida de 165 milhões de euros nos pagamentos para 3 209 milhões de euros (50% do montante aprovado).

- Saldo orçamental permanece claramente positivo

CONTAS PÚBLICAS

Até Julho, o saldo orçamental registou um excedente de 2 328 milhões de euros em contabilidade pública (numa óptica de caixa). A receita total ficou abaixo do orçamentado, sobretudo devido à receita de capital, já que a receita fiscal e de contribuições permanece acima do projectado. Por seu turno, a despesa total continua abaixo do previsto, com excepção da despesa com pessoal e dos subsídios. Infelizmente, o investimento público também permanece longe da meta anual, em especial o referente ao SNS.



Execução orçamental (contabilidade pública, valores acumulados)

Componente	Uni.	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	OE25
Receita corrente	tvh	11,8	9,7	10,1	12,2	13,9	7,0	7,1
Receita fiscal	tvh	15,3	11,7	11,6	13,2	20,0	6,9	4,2
IVA	tvh	26,7	18,2	12,3	9,3	11,6	9,3	6,1
IRS	tvh	4,1	4,8	9,1	17,8	11,9	14,4	-2,4
IRC	tvh	33,2	22,7	12,0	38,7	221,9	-9,6	5,6
Contribuições SS	tvh	7,8	8,2	8,1	8,2	8,3	8,3	-5,1
Receita de capital	tvh	-9,8	6,4	4,9	14,9	13,3	12,2	94,0
Receita total	tvh	11,1	9,6	9,9	12,3	13,9	7,1	9,8
Despesa corrente	tvh	3,3	1,6	2,3	3,6	4,1	4,8	7,1
Pessoal	tvh	8,2	9,0	8,6	8,6	8,5	8,8	5,3
Bens e serviços	tvh	0,7	3,4	2,5	3,1	-0,4	2,7	10,3
Juros	tvh	-13,6	-11,2	-8,4	-5,9	1,0	-1,0	2,6
Transferências	tvh	4,9	-0,8	0,7	2,3	2,8	3,5	4,0
Subsídios	tvh	7,8	20,3	19,2	23,2	24,3	30,6	28,5
Investimento	tvh	11,8	11,0	13,2	14,6	15,6	19,0	23,4
Investimento SNS	tvh	4,5	28,0	19,2	28,7	15,5	15,4	54,1
Despesa total	tvh	4,1	2,9	3,3	4,5	4,5	5,1	11,5
Saldo Estado	10^6 €	-527	-1 794	-4 315	253	-4 066	-3 455	-7 896
Saldo FSA	10^6 €	1 006	1 159	1 458	1 216	1 874	1 839	-905
Saldo Local e Reg.	10^6 €	392	394	630	1 124	526	728	1 453
Saldo Seg. Social	10^6 €	1 227	1 832	2 361	17	3 674	3 215	5 659
Saldo Total	10^6 €	2 098	1 592	135	597	2 009	2 328	-1 689

Fonte: DGO.



- Nova subida de rating de Portugal

A agência S&P subiu a notação da República de Portugal, pela segunda vez em 2025, para A+ com perspectiva estável, acima de Espanha e Itália.

No 2º trimestre, o número de trabalhadores nas administrações públicas atingiu um novo máximo, de 760,7 milhares. O crescimento continua a ser mais expressivo na administração local (+3,4%) do que na administração central (1,3%).

- Recuperação do PIB

PIB DO 2º TRIMESTRE DE 2025

No 2º trimestre, o PIB passou de uma queda de 0,4% para um crescimento de 0,6% em cadeia, de que resultou uma aceleração homóloga de 1,7% para 1,9%.

Na variação trimestral, o contributo da procura externa líquida foi menos negativo (de -0,7% para -0,2%), enquanto o contributo da procura interna acelerou, de 0,3% para 0,8%, sobretudo devido ao consumo.

Registou-se uma recuperação em cadeia do consumo privado, de -1,0% para 0,9%, quer nos bens duradouros (de -2,9% para 1,9%) quer nos bens não duradouros e serviços (de -0,8% para 0,8%). A Formação Bruta de Capital Fixa também passou de uma queda para um crescimento trimestral (de -2,1% para 2,1%), sobretudo no caso do Equipamento de Transporte (de -7,7% para 2,4%) e na Construção (de -1,7% para 2,9%).

As exportações evoluíram de -0,4% para 0,2%, devido à evolução da componente de bens, já que nos serviços houve uma deterioração (de 0,9% para -1,1%), enquanto as importações abrandaram (de 1,1% para 0,7%), em ambas as suas componentes.

A produtividade medida pelo rácio entre o PIB e o número de pessoas empregadas estabilizou nos 0,2%, um valor demasiado baixo, enquanto a produtividade medida com base no número de horas trabalhadas acelerou de 0,2% para 0,7%, o que é mais favorável, mas ainda insuficiente para uma genuína convergência com a UE.



- 3º trimestre permanece com sinais mistos

PRÓXIMOS TRIMESTRES

O indicador diário de actividade, calculado pelo Banco de Portugal, abrandou no 1º trimestre e de novo no 2º trimestre, apresentou um valor marginalmente negativo em Julho e deteriorou-se em Agosto. O clima económico, avaliado pelo INE, também abrandou no 1º trimestre, bastante menos do que o PIB, mas melhorou marginalmente no 2º trimestre, estabilizou em Julho e aumentou ligeiramente em Agosto. Estamos, ainda, perante uma disparidade significativa nos indicadores sobre o 3º trimestre, o que recomenda alguma prudência na sua leitura.

Indicador diário de actividade e clima económico

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

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

Em Julho, a prestação do crédito à habitação registou a sétima queda homóloga (-2,7%), enquanto a taxa de juro média diminuiu pela décima oitava vez, de 3,48% para 3,39%, com uma queda acumulada de 1,27 pontos percentuais, baixando para o valor mais baixo desde Abril de 2023.



- Perspectivas internacionais com risco elevado

- França em suspenso

O ambiente internacional continua com um nível muito elevado de risco, a que somam dois factores mais recentes: os ataques à Reserva Federal e os riscos em França.

Como desenvolvemos na próxima secção, atacar a independência da Reserva Federal pode fazer com que as expectativas de inflação deixem de ficar “ancoradas”, um aspecto que foi essencial na recente redução da inflação sem haver recessão. No início de Setembro, as taxas de juro a 30 anos nos EUA ultrapassaram os 5%, regressando aos níveis de Julho, com receios generalizados também sobre os défices públicos.

A 8 de Setembro, o governo francês enfrentará um voto de confiança, que é muito provável que não consiga vencer, que se tem reflectido na subida dos diferenciais de taxa de juro deste país. No actual quadro parlamentar parece muito difícil conseguir maiorias que apoiem a necessária redução do défice orçamental, próximo dos 6% do PIB. O mais inquietante é que mesmo novas eleições legislativas antecipadas deverão produzir uma assembleia legislativa próxima da actual, incapaz de resolver, entre outros, os graves problemas de contas públicas, ainda antes de enfrentar os novos compromissos com a NATO.

O risco principal é que isso afecte também as outras economias da zona euro, quer em termos de crescimento económico, quer em termos de taxa de juro.

Na UE, supostamente, haverá respostas em preparação aos actuais desafios – melhoria do mercado interno; aumento do investimento digital, como alternativa aos EUA; investimento em defesa – mas há sérias dúvidas sobre a sua concretização, sobretudo no curto prazo. Ou seja, as dificuldades presentes poderiam actuar como uma “chicotada psicológica” que levasse a agir, mas será ingénuo estar muito optimista.

Ainda assim, neste momento, as expectativas dominantes são que 2026 será um ano mais dinâmico do que 2025.



**- Reformas estruturais
são essenciais para
crescer mais**

Em Portugal, o consumo deverá continuar a beneficiar do aumento muito significativo do emprego, da alteração das tabelas do IRS mas já não da descida das taxas de juro. O investimento poderá relançar-se, mas será necessária uma clarificação das perspectivas internacionais, de que as exportações também estão dependentes.

Na preparação do Orçamento de Estado para 2026, o governo apresentou o Quadro de Políticas Invariantes, que contém compromissos já assumidos de 4449 milhões de euros (5,1 mil milhões do lado da despesa e -700 milhões de euros do lado da receita), um valor abaixo do do ano anterior (5,8 mil milhões de euros).

De qualquer forma, existe um condicionamento claro sobre as negociações do OE26, o que até pode ser uma vantagem para o governo, ao mostrar que não há margem para muitas concessões.

Ainda assim, esperam-se reformas estruturais, muitas das quais sem grande impacto orçamental, que possam aumentar o potencial de crescimento da economia portuguesa. Não podemos ter grandes expectativas sobre a conjuntura, pelo que terá que ser pela via das mudanças estruturais que conseguiremos um bom desempenho da economia.



- Tribunal de recurso considera tarifas ilegais

3. TEMA EXTRA

NOVAS POLÍTICAS NOS EUA

Pedro Braz Teixeira

Política comercial

O tribunal de recurso considerou as tarifas lançadas por Trump como ilegais, por excederem a autoridade presidencial, mas aceitou que se mantivessem em vigor até uma decisão do Supremo Tribunal.

A 11 de Agosto, o presidente dos EUA prolongou a trégua comercial com a China por mais 90 dias, o que é um alívio para ambos os países, mas prolonga a incerteza.

O Canadá deixou cair várias das suas medidas de retaliação, para reduzir as tensões com o vizinho, o que sugere que a estratégia da UE de não retaliar foi apropriada.

As pequenas embalagens, até 800 dólares, deixaram de ficar isentas, o que gerou incerteza nos serviços postais europeus, que interromperam temporariamente os envios para os EUA, devido à falta de clareza das novas normas.

O acordo entre a UE e os EUA ainda não está completamente esclarecido, mas foi assinado um acordo conjunto², a 21 de Agosto, que estabelece que os sectores automóvel, farmacêutico e de semicondutores terá uma tarifa máxima de 15%. Os medicamentos genéricos e a cortiça ficarão isentos de tarifas, o que é benéfico para Portugal.

² https://policy.trade.ec.europa.eu/news/joint-statement-united-states-european-union-framework-agreement-reciprocal-fair-and-balanced-trade-2025-08-21_en



- Reserva Federal em risco de perder a independência

Estatísticas

Trump despediu o presidente das estatísticas do trabalho, após os resultados desfavoráveis divulgados, lançando dúvidas sobre a credibilidade futura destes dados.

Reserva Federal

A pressão sobre a Reserva Federal também tem sido intensa, desde críticas abertas ao seu presidente até à tentativa de despedir a governadora Lisa Cook, por uma eventual fraude cometida muito antes de chegar ao actual cargo.

Existe um debate em curso sobre em que medida os mercados estão com mais stress do que aparentam (visível na subida das taxas de juro a 30 anos) ou se estão ainda muito complacentes com estes riscos.

Um dos problemas principais é em que medida a perda de independência da Reserva Federal gerará expectativas de inflação sustentadamente mais elevadas, que depois ficarão muito mais difíceis de contrariar.

Contas Públicas

O CBO (entidade orçamental independente) estima que as tarifas proporcionem receitas de 4 milhões de milhões de dólares na próxima década, reduzindo o défice que resulta da restante diminuição de impostos. No entanto, se as tarifas forem suspensas, os problemas com as contas públicas regressarão.



- Possível corte em Setembro

4. MERCADOS FINANCEIROS

Nos EUA, a Reserva Federal deu indicação de que poderia cortar as taxas na reunião de Setembro, se os próximos dados não inverterem as perspectivas actuais.

Taxas de juro a 10 anos (nível)

País	31-Dez	31-Mar	31-Mai	30-Jun	31-Jul	31-Ago
EUA	4,57	4,21	4,40	4,23	4,41	4,23
Alemanha	2,37	2,74	2,50	2,61	2,69	2,72

Fonte: Bloomberg

As dificuldades políticas em França tiveram um nítido reflexo nas taxas de juro deste país.

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

País	31-Dez	31-Mar	31-Mai	30-Jun	31-Jul	31-Ago
UE	37	26	22	19	11	12
França	83	72	66	68	66	79
Espanha	69	63	59	64	59	61
Itália	116	113	98	87	82	86
Portugal	48	52	48	45	42	46

Fonte: Bloomberg



- Mercados deixaram de esperar mais cortes do BCE

Dado que os mercados deixaram de esperar mais cortes do BCE, as taxas Euribor mantiveram-se estáveis.

Taxas Euribor (nível)

Prazo	31-Dez	31-Mar	31-Mai	30-Jun	31-Jul	31-Ago
3 meses	2,71	2,34	2,00	1,94	2,02	2,06
6 meses	2,57	2,34	2,07	2,05	2,10	2,07
12 meses	2,46	2,31	2,09	2,07	2,13	2,12

Fonte: Bloomberg

- Valorização do euro

A perspectiva de cortes nos EUA e não na zona euro contribuíram para a valorização da divisa europeia.

Taxas de câmbio (nível)

Moedas	31-Dez	31-Mar	31-Mai	30-Jun	31-Jul	31-Ago
EUR/USD	1,035	1,081	1,135	1,176	1,160	1,169
CAD/USD	0,695	0,696	0,728	0,734	0,729	0,728
GBP/USD	1,252	1,291	1,346	1,371	1,338	1,350
CHN/USD	7,335	7,264	7,205	7,159	7,183	7,122

Fonte: Bloomberg



O aumento de produção da OPEP+ tem levado a uma diminuição dos preços da energia.

Matérias primas (nível)

Matéria prima	31-Dez	31-Mar	31-Mai	30-Jun	31-Jul	31-Ago
Brent	74,6	74,7	63,9	67,6	70,0	68,1
Gás Natural	48,9	40,7	34,2	32,9	32,9	31,6
Ouro	2 625	3 124	3 289	3 303	3 315	3 448

Fonte: Bloomberg



- Subida dos mercados dos EUA

As perspectivas de cortes de taxas de referência nos EUA, aliada aos bons resultados das empresas, têm animado os mercados bolsistas norte-americanos.

Mercados bolsistas (taxas de variação)

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

Fonte: Bloomberg



5. AGENDA

Data	Evento	Per.	Expectativa/observações
8-Set	Vol. Negócios Indústria	Jul	
9-Set	Comércio Internacional	Jul	
10-Set	Inflação	Ago	
11-Set	Vol. Negócios Serviços	Jul	
11-Set	Reunião do BCE		
12-Set	Produção da Construção	Jul	
17-Set	Reserva Federal dos EUA		
23-Set	Contas Nacionais Trimestrais por Sector Institucional	2T	
29-Set	Inquéritos de Conjuntura	Set	
30-Set	Actividade turística – Estimativa Rápida	Ago	
30-Set	Inflação – Estimativa Rápida	Set	
1-Out	Estimativas Mensais de Emprego e Desemprego	Ago	
1-Out	Vol. Negócios Comércio a Retalho	Ago	

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O APOIO DE:



ORDEM
DOS
ENGENHEIROS

