



**FORUM PARA A
COMPETITIVIDADE**

NOTA DE CONJUNTURA Nº 113
SETEMBRO DE 2025

Esta Nota de Conjuntura, da responsabilidade
do Fórum para a Competitividade,
inclui informação publicada até 02.10.2025

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O PATROCÍNIO DE:

**Jerónimo
Martins**

RESUMO EXECUTIVO

- Nos EUA, este é o primeiro “shutdown” dos últimos sete anos, sendo de referir que este fenómeno ocorreu 20 vezes nos últimos 50 anos. Dada a intransigência nas negociações, é possível que a actual suspensão seja prolongada, adiando a divulgação de dados económicos importantes, como a inflação e o desemprego.
- Nas novas previsões do BCE sobre a zona euro, há agora maior optimismo sobre o PIB de 2025 (1,2% em vez de 0,9%), mas menor sobre 2026 (1,0% em vez de 1,1%),
- Em Portugal, em Setembro, o clima económico conheceu nova ligeira melhoria, atingindo o melhor valor desde Fevereiro de 2022, ainda que com um comportamento misto da confiança nos diferentes sectores.
- Em Setembro, a inflação caiu finalmente, de 2,8% para 2,4% (fechando quase toda a diferença face à da zona euro), tal como a inflação subjacente, de 2,4% para 2,0%, tendo a inflação média estabilizado nos 2,4%.
- Em Julho, as exportações de bens caíram 11,3% em termos homólogos, a maior quebra desde Março de 2024. Em termos de destinos, salientem-se as fortes quedas para a Alemanha (-46,4%) e para os EUA (-37,1%).
- Em Agosto, o mercado de trabalho permaneceu muito dinâmico, quer em termos de população activa (aumento homólogos de 3,1%), quer de emprego (3,4%). A subida marginal da taxa de desemprego, de 6,0% para 6,1%, acaba por não ter significado.
- A manterem-se estes crescimentos do emprego, bastariam aumentos modestos da produtividade para o PIB crescer em torno dos 4%.
- A Comissão Nacional de Acompanhamento do PRR passou a sinalizar como críticos 24 investimentos, um aumento de 20% face ao relatório anterior.
- Com a revisão em alta do PIB de 2024, o rácio da dívida pública baixou, de 94,9% para 93,6% do PIB. Em função disso, o governo baixou a estimativa para o final de 2025, de 91,5% para 90,2% do PIB, mantendo a meta de um excedente de 0,3% do PIB.
- O Forum para a Competitividade estima que o PIB do 3º trimestre tenha abrandado em cadeia de 0,7% para entre 0,3% e 0,5%, de que resultará, ainda assim, uma aceleração em termos homólogos, 1,8% de para entre 1,9% e 2,1%.
- Com a revisão em alta do PIB de 2024 para um crescimento de 2,1%, é praticamente garantido que 2025 será de desaceleração face ao ano anterior.
- Mais do que um problema económico, a França tem um problema orçamental e político, que poderá vir a contagiar o financiamento de outros países da zona euro.

ÍNDICE

1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

Segurança	5
EUA	5
China	6
Zona Euro	6

2. CONJUNTURA NACIONAL

Indústria e construção	7
Serviços	8
Turismo	9
Energia	10
Inflação	11
Exportações de bens	12
Contas externas	13
Mercado de trabalho	14
Fundos europeus	15
Contas públicas	15
PIB do 3º trimestre de 2025	17
Próximos trimestres	18

3. TEMAS EXTRA

Novas políticas nos EUA	20
Problemas em França	21

4. MERCADOS FINANCEIROS

5. AGENDA



- Drones russos invadiram a Polónia

- Mais dois cortes de taxas até ao final do ano

1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

Pedro Braz Teixeira¹

SEGURANÇA

Vários drones russos entraram no espaço aéreo da Polónia, o que foi considerado uma “violação sem precedentes” do seu território, e conduziu a consultas na NATO.

Aparentemente, Trump aproximou-se da Ucrânia, deixando as ideias anteriores de que este país deveria ceder território para alcançar a paz.

O presidente dos EUA também apresentou um plano de paz para o conflito em Gaza, com libertação dos restantes reféns, que parece já ter recebido o apoio do governo de Israel.

EUA

A Reserva Federal dos EUA cortou as taxas dos Fed funds em 25 pb, como esperado, e sinalizou que as baixaria duas outras vezes até ao final do ano. Foi considerado que o mercado de trabalho tinha abrandado, com forte queda das contratações, enquanto a probabilidade de persistência da inflação se tinha atenuado.

Em Agosto, a taxa de inflação subiu de 2,7% para 2,9%, como esperado, e a inflação subjacente manteve-se nos 3,1%, também como aguardado. A taxa de desemprego subiu de 4,2% para 4,3%, e a criação de emprego (22 mil) foi ainda menor do que o baixo valor esperado (75 mil).

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



- BCE mais optimista sobre 2025, mas não sobre 2026

- Nova melhoria da actividade em Setembro

CHINA

Em Agosto, as exportações da China desaceleraram de 7,2% para 4,4% em termos homólogos, com queda de 33% para os EUA, enquanto as importações abrandaram de 4,1% para 1,3%. Ainda assim, o excedente comercial subiu para 102 mil milhões de dólares.

ZONA EURO

Na reunião de Setembro, o BCE manteve as taxas, tal como o deve fazer até ao final do ano, segundo esperam os mercados. Nas novas previsões, há agora maior optimismo sobre o PIB de 2025 (1,2% em vez de 0,9%), mas menor sobre 2026 (1,0% em vez de 1,1%), tendo a inflação de 2026 e 2027 sido muito ligeiramente revistas, prevendo-se valores abaixo de 2% em ambos os casos (para 1,7% e 1,9%, respectivamente).

Em Setembro, a actividade na zona euro melhorou pelo quarto mês, com avanço nos serviços, mas abrandamento na indústria. As novas encomendas estabilizaram, tal como o emprego, enquanto a confiança dos empresários baixou para um mínimo de quatro meses.

Indicadores da zona euro

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

Fonte: Eurostat, IHS Markit.

- Nova melhoria do
clima económico

2. CONJUNTURA NACIONAL

INDÚSTRIA E CONSTRUÇÃO

Em Setembro, o clima económico conheceu nova ligeira melhoria, atingindo o melhor valor desde Fevereiro de 2022, ainda que com um comportamento misto da confiança nos diferentes sectores. A confiança na indústria melhorou mais uma vez, para um máximo desde Março de 2023, enquanto a confiança na construção recuou de novo.

Dados da indústria e construção

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

Fonte: INE, Banco de Portugal.



- Confiança dos consumidores recuperou ligeiramente

SERVIÇOS

Em Setembro, a confiança dos consumidores recuperou parte da queda do mês anterior, com um valor superior ao de Abril; a confiança no comércio a retalho subiu para o melhor nível de sete meses; a confiança nos serviços baixou, mas ficou acima dos valores de Abril; as perspectivas de procura no alojamento recuaram de novo, baixando para o nível mais baixo desde Março de 2021.

Dados dos serviços

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

Fonte: ACAP, INE.



- Desaceleração generalizada em Agosto

TURISMO

Em Agosto, registou-se uma desaceleração generalizada da actividade turística, em todos os indicadores: proveitos e dormidas, quer de residentes quer de não residentes. No caso destes, registou-se inclusive uma quebra ligeira (-0,5%), não obstante o crescimento dos EUA (+9,8%), mas sofrendo com baixas significativas no caso de Espanha (-9,1%) e de Itália (-6,9%).

Dados do turismo

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

Fonte: INE.



- Produtores dos EUA pessimistas

ENERGIA

Segundo um estudo da Reserva Federal de Dallas², o sector petrolífero está inquieto com a elevada incerteza e custos elevados. Os executivos estão sobretudo preocupados com o apoio da administração dos EUA aos preços baixos e as tarifas que aumentaram custos, afastando investidores. Para o resto do mundo, isto reforça as perspectivas de preços estáveis em dólares.

Dados de energia

Indicador	Uni.	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
Consumo de energia eléctrica	tvh	1,6	2,7	1,4	3,3	0,0	3,2	2,0	2,1
Preço da gasolina 95	€/l	1,754	1,766	1,710	1,707	1,676	1,690	1,684	1,694
Preço do gasóleo	€/l	1,649	1,652	1,602	1,552	1,516	1,544	1,587	1,558
Preço do gás natural	€/MWh	48,4	50,3	41,8	35,2	35,3	36,6	33,8	32,7
Preço da electricidade por grosso	€/MWh	96,7	108,2	52,5	25,9	25,8	74,2	70,1	68,7

Fonte: DGEG, Bloomberg, OMIE.

² <https://www.dallasfed.org/research/surveys/des/2025/2503#tab-report>



- Queda da inflação em Setembro

INFLAÇÃO

Em Portugal, em Setembro, a inflação caiu finalmente, de 2,8% para 2,4% (fechando quase toda a diferença face à da zona euro), tal como a inflação subjacente (excluindo produtos energéticos e bens alimentares não transformados), de 2,4% para 2,0%, tendo a inflação média estabilizado nos 2,4%.

Indicadores de inflação, Zona euro e Portugal

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

Fonte: Eurostat, INE.

Na zona euro, em Setembro, a inflação subiu de 2,0% para 2,2%, incluindo um aumento marginal da inflação subjacente e da dos serviços. No entanto, como já se disse, para 2026 e 2027, o BCE espera que caia abaixo dos 2%, pelo que estamos em presença de meras flutuações de muito curto prazo.

- Quebra das exportações, com nova queda para os EUA

EXPORTAÇÕES DE BENS

Em Julho, as exportações de bens caíram 11,3% em termos homólogos, a maior quebra desde Março de 2024. Quando excluídas as transacções de trabalhos por encomenda (sem transferência de propriedade), registou-se um acréscimo de 0,3% (+2,3%, em Junho). Em termos de destinos, salientem-se as fortes quedas para a Alemanha (-46,4%) e para os EUA (-37,1%), neste caso repetindo um recuo semelhante anterior. Em termos de categorias de produtos, destaca-se o decréscimo das transacções de Fornecimentos industriais (-29,3%), maioritariamente produtos Químicos exportados para a Alemanha e para os Estados Unidos, correspondentes, sobretudo, a transacções por encomenda. Assinala-se o acréscimo das exportações de Material de transporte (+17,8%), maioritariamente Veículos e outro material de transporte. As importações cresceram 2,8%, de que resultou um aumento homólogo do défice mensal da balança comercial de 1 173 milhões de euros para 3 293 milhões de euros.

Comércio externo de bens, taxas de variação homóloga

Indicador	Dez	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul
Exportações - total	-2,3	11,9	11,9	0,5	-6,2	2,3	0,2	-11,3
Espanha	1,9	2,6	5,9	12,8	-3,1	7,1	1,5	0,9
Alemanha	13,7	91,2	73,4	-3,5	-3,7	12,7	16,4	-46,4
França	3,8	-5,4	2,1	-0,8	-1,8	2,4	-4,9	0,3
EUA	-45,7	-13,4	24,0	-8,6	2,4	2,7	-39,4	-37,1
Reino Unido	17,6	-2,3	-11,6	-6,6	-6,7	-9,5	22,2	15,3
Itália	4,5	-3,3	-0,8	2,3	-9,5	10,6	-0,9	4,9
Países Baixos	28,3	25,2	23,0	3,7	-15,6	-14,2	-7,6	8,1
Bélgica	17,3	-3,9	-6,3	-32,3	7,6	4,1	23,3	-7,6
Polónia	18,4	2,3	19,0	-6,2	-4,6	-2,4	2,4	-4,6
Marrocos	-45,5	-13,9	-13	-15,9	-20,3	-25	48,0	-27,4
Importações - total	4,6	8,6	3,3	8,4	2,4	13,6	3,7	2,8
Import. sem combustíveis	2,5	9,9	2,9	8,3	5,6	19,0	4,1	7,2
Importações combustíveis	21,4	-3,0	6,7	9,7	-22,7	-27,9	0,6	-29,4

Fonte: INE.

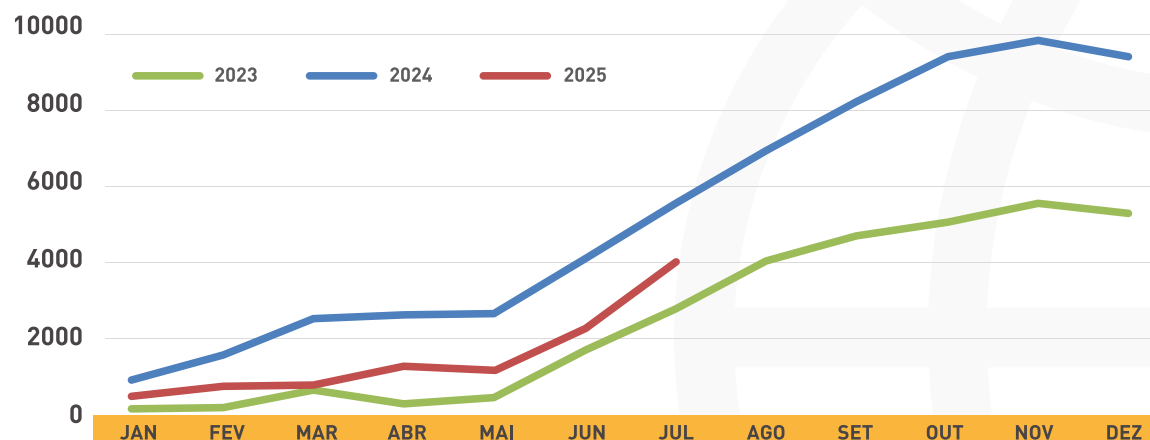


- Nova melhoria do excedente externo

CONTAS EXTERNAS

Até Julho, a economia portuguesa registou um excedente externo de 4 065 milhões de euros, melhor do que o registado até Junho, embora inferior ao excedente de 5442 milhões de euros registado no período homólogo. Verificou-se um aumento de 2,8 mil milhões de euros do défice da balança de bens e um aumento de 1,1 mil milhões de euros do excedente da balança de serviços, devido maioritariamente ao saldo das viagens e turismo (+704 milhões de euros).

Balanças corrente e de capital (milhões de euros)



Fonte: Banco de Portugal.



- Novo máximo do emprego

MERCADO DE TRABALHO

Em Agosto, o mercado de trabalho permaneceu muito dinâmico, quer em termos de população activa (aumento homólogos de 3,1%), quer de emprego (3,4%). A subida marginal da taxa de desemprego, de 6,0% para 6,1%, acaba por não ter significado, até porque se mantém próximo do limite inferior das estimativas da taxa de desemprego natural. Neste mês, a população empregada (5 265,4 mil) alcançou o valor mais elevado desde Fevereiro de 1998.

A manterem-se estes crescimentos do emprego, bastariam aumentos modestos da produtividade para o PIB crescer em torno dos 4%.

Mercado de trabalho

Indicador	Uni.	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
Taxa de desemprego	%	6,4	6,4	6,2	6,2	6,1	6,0	6,1
Desempregados	milhares	356,1	353,5	347,5	347,4	339,9	333,6	341,3
Subutilização do trabalho	%	10,9	10,8	10,5	10,5	10,3	10,1	10,4
População activa	tvh	2,4	2,2	3,0	2,8	3,5	3,5	3,1
Emprego	tvh	2,6	2,4	3,2	2,9	3,8	4,1	3,4

Fonte: INE.



**- Aumento de 20%
do número de
investimentos críticos**

**- Saldo orçamental
continua claramente
positivo**

FUNDOS EUROPEUS

O aumento dos pagamentos a Beneficiários Directos e Finais do PRR abrandou para 292 milhões, totalizando 9 091 milhões de euros (41% do total).

Em relação aos projectos destinados às empresas, verificou-se uma subida muito reduzida, de apenas 20 milhões de euros nos pagamentos para 3 229 milhões de euros (51% do montante aprovado).

A Comissão Nacional de Acompanhamento do PRR passou a sinalizar como críticos 24 investimentos, um aumento de 20% face ao relatório anterior.

CONTAS PÚBLICAS

Até Agosto, o saldo orçamental registou um excedente de 2 011 milhões de euros em contabilidade pública (numa óptica de caixa), um aumento homólogo de 1 487 milhões de euros. A receita total permanece abaixo do orçamentado, sobretudo devido à receita de capital, já que a receita fiscal e de contribuições continua acima do projectado. Destaque-se o forte aumento da receita de IRS (16,5%), muitíssimo superior ao esperado para o conjunto do ano (-2,4%), apesar da redução das retenções na fonte, embora para os próximos meses se espere uma deterioração desta componente. Por seu turno, a despesa total continua abaixo do previsto, quer a despesa corrente (o que é uma boa notícia) quer o investimento público (o que já não é positivo).



Execução orçamental (contabilidade pública, valores acumulados)

Componente	Uni.	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	OE25
Receita corrente	tvh	9,7	10,1	12,2	13,9	7,0	8,1	7,1
Receita fiscal	tvh	11,7	11,6	13,2	20,0	6,9	9,1	4,2
IVA	tvh	18,2	12,3	9,3	11,6	9,3	9,4	6,1
IRS	tvh	4,8	9,1	17,8	11,9	14,4	16,5	-2,4
IRC	tvh	22,7	12,0	38,7	221,9	-9,6	-7,5	5,6
Contribuições SS	tvh	8,2	8,1	8,2	8,3	8,3	8,2	-5,1
Receita de capital	tvh	6,4	4,9	14,9	13,3	12,2	4,2	94,0
Receita total	tvh	9,6	9,9	12,3	13,9	7,1	8,0	9,8
Despesa corrente	tvh	1,6	2,3	3,6	4,1	4,8	5,9	7,1
Pessoal	tvh	9,0	8,6	8,6	8,5	8,8	9,3	5,3
Bens e serviços	tvh	3,4	2,5	3,1	-0,4	2,7	1,8	10,3
Juros	tvh	-11,2	-8,4	-5,9	1,0	-1,0	-1,2	2,6
Transferências	tvh	-0,8	0,7	2,3	2,8	3,5	5,0	4,0
Subsídios	tvh	20,3	19,2	23,2	24,3	30,6	37,6	28,5
Investimento	tvh	11,0	13,2	14,6	15,6	19,0	17,8	23,4
Investimento SNS	tvh	28,0	19,2	28,7	15,5	15,4	21,2	54,1
Despesa total	tvh	2,9	3,3	4,5	4,5	5,1	6,1	11,5
Saldo Estado	10 ⁶ €	-1 794	-4 315	253	-4 066	-3 455	-4 701	-7 896
Saldo FSA	10 ⁶ €	1 159	1 458	1 216	1 874	1 839	1 496	-905
Saldo Local e Reg.	10 ⁶ €	394	630	1 124	526	728	809	1 453
Saldo Seg. Social	10 ⁶ €	1 832	2 361	17	3 674	3 215	4 408	5 659
Saldo Total	10 ⁶ €	1 592	135	597	2 009	2 328	2 011	-1 689

Fonte: DGO.



- PIB do 3º trimestre terá abrandado

Com a revisão em alta do PIB de 2024, o rácio da dívida pública baixou, de 94,9% para 93,6% do PIB. Em função disso, o governo baixou a estimativa para o final de 2025, de 91,5% para 90,2% do PIB, mantendo a meta de um excedente de 0,3% do PIB.

De acordo com a Conselho de Finanças Públicas³, o saldo orçamental deverá baixar de 0,7% do PIB em 2024, para zero em 2025 e para um défice de 0,6% em 2026, num cenário de políticas invariantes.

PIB DO 3º TRIMESTRE DE 2025

O indicador diário de actividade, calculado pelo Banco de Portugal, abrandou no 1º trimestre e de novo no 2º trimestre, apresentou valores modestos em Julho e em Agosto e valores negativos em Setembro. O clima económico, avaliado pelo INE, também abrandou no 1º trimestre, bastante menos do que o PIB, mas melhorou marginalmente no 2º trimestre e um pouco mais no 3º trimestre. Esta disparidade de indicadores sobre o 3º trimestre, a somar a outros já conhecidos, sugere um abrandamento da actividade económica.

Indicador diário de actividade e clima económico

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

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

³ <https://www.cfp.pt/pt/publicacoes/perspetivas-economicas-e-orcamentais/perspetivas-economicas-e-orcamentais-2025-2029-atualizacao>



- Forum para a Competitividade estima que o PIB do 3º trimestre tenha abrandado em cadeia de 0,7% para entre 0,3% e 0,5%

- Perspectivas internacionais continuam com risco elevado

Os indicadores de consumo permaneceram significativos, os do investimento nem tanto, em particular a construção, e as exportações iniciaram o trimestre em queda.

No 2º trimestre, a taxa de poupança das famílias subiu para 12,6%, um novo máximo desde o 4º trimestre de 2003, se exceptuarmos o período excepcional da pandemia. É também um valor muito superior à média de 7,0% registado entre 2014 e 2019.

Em Agosto, a prestação do crédito à habitação registou a oitava queda homóloga (-2,5%), enquanto a taxa de juro média diminuiu pela décima nona vez, de 3,39% para 3,31%, com uma queda acumulada de 1,35 pontos percentuais, baixando para o valor mais baixo desde Abril de 2023.

O PIB de 2024 foi revisto em alta, de um crescimento de 1,9% para 2,1%.

Em resumo, o Forum para a Competitividade estima que o PIB do 3º trimestre tenha abrandado em cadeia de 0,7% para entre 0,3% e 0,5%, de que resultará, ainda assim, uma aceleração em termos homólogos, 1,8% de para entre 1,9% e 2,1%.

PRÓXIMOS TRIMESTRES

O ambiente internacional continua com um nível elevado de risco, embora também se tenha que acrescentar que está assim há vários anos, sem impactos muito significativos, à excepção do caso da pandemia.

Em relação às novidades referidas no mês passado, os ataques à independência da Reserva Federal e os riscos em França, pode-se dizer que, por enquanto, os riscos permanecem circunscritos.



- É praticamente garantido que 2025 será de desaceleração face ao ano anterior

Em termos gerais, as perspectivas não são as melhores, mas também não parecem especialmente preocupantes em geral, embora possam ser mais desafiantes em alguns sectores, mais afectados, directa ou indirectamente, pelos conflitos comerciais iniciados pelos EUA.

Na UE, é chocante que, um ano após a divulgação do relatório Draghi, apenas 11% das suas propostas tenham sido concretizadas. No papel, parece que há consciência dos desafios comunitários, mas depois a acção política não é consequente.

Em resumo, Portugal não pode contar com o enquadramento externo para ter um bom ano de 2026 e seguintes, precisa de fazer o trabalho de casa, sobretudo no investimento e nas exportações, para ter bons resultados.

Aliás, com a revisão em alta do PIB de 2024 para um crescimento de 2,1%, é praticamente garantido que 2025 será de desaceleração face ao ano anterior.

Como dissemos, com o crescimento do emprego acima dos 3%, não seriam necessários grandes ganhos da produtividade para termos o PIB a crescer em torno dos 4%.

Na verdade, existe um conflito entre crescimento do emprego e crescimento da produtividade, embora a relação seja indirecta. Portugal tem um défice de investimento, que se está a traduzir numa quebra do capital por trabalhador. Com este baixo investimento, quanto maior for o número de empregos criados, mais problemas teremos em aumentar o capital por trabalhador, o mesmo é dizer, nas condições para aumentar a produtividade. Se o PIB continuar a aumentar pelo via do emprego, e não tanto pela produtividade, continuaremos a ter um crescimento muito modesto dos salários.

Por isso, voltamos sempre à necessidade das reformas estruturais, quer para aumentar a produtividade, quer para desbloquear o investimento.



- Produtos farmacêuticos da UE escapam a tarifas de 100%

- Prossegue o ataque à Reserva Federal

3. TEMA EXTRA

NOVAS POLÍTICAS NOS EUA

Pedro Braz Teixeira

Política comercial

Trump anunciou tarifas de 100% sobre os produtos farmacêuticos de marca. No entanto, posteriormente esclareceu que, no caso da UE e Japão, se manteria a taxa máxima de 15%. Isto é uma boa notícia para Portugal, que tem exportado muitos fármacos para os EUA.

Imigração

A administração anunciou um pagamento de 100 mil dólares para imigrantes qualificados (visa H-1B), que assustou as empresas tecnológicas, muito dependentes deste tipo de trabalhadores.

Reserva Federal

A administração norte-americana tem prosseguido o ataque à independência da Reserva Federal, mas o Supremo Tribunal decidiu que a governadora Lisa Cook não pode ser despedida enquanto o seu caso não for ouvido. No entanto, os mercados têm permanecido relativamente calmos, “complacentes” segundo vários analistas.

Shutdown

A 1 de Outubro, iniciou-se a suspensão (“shutdown”) de várias actividades da administração pública nos EUA, devido ao facto de republicanos e democratas não terem chegado a acordo.



- Mais do que um problema económico, a França tem um problema orçamental e político

Este é o primeiro “shutdown” dos últimos sete anos, sendo de referir que este fenómeno ocorreu 20 vezes nos últimos 50 anos. Em 11 destes casos, a duração foi inferior a seis dias, mas em 2018 teve a duração máxima, de 34 dias, aquando da primeira presidência de Trump. Dada a intransigência nas negociações, é possível que a actual suspensão seja prolongada, adiando a divulgações de dados económicos importantes, como a inflação e o desemprego.

PROBLEMAS EM FRANÇA

A economia francesa tem tido um potencial de crescimento relativamente baixo, cerca de 1%, mas não se pode dizer que esteja com grandes dificuldades conjunturais. Em 2025, o PIB deverá crescer um pouco abaixo da média recente, mas a taxa de desemprego, abaixo dos 8%, está nos melhores valores dos últimos trinta anos. Ou seja, a situação económica não é especialmente desafiante.

O que torna as questões orçamentais mais intratáveis. Se os problemas de contas públicas decorressem de uma conjuntura difícil, então, uma recuperação, que surgiria mais tarde ou mais cedo, ajudaria ao equilíbrio orçamental. Infelizmente, não se podem esperar grandes ajudas da economia.

Em 2019, o défice estava controlado (2% do PIB) e a dívida estava relativamente estável, nos 98% do PIB. Com a pandemia, a situação complicou-se, como na generalidade dos países, com subida da dívida para 115% do PIB em 2020, mas posterior correcção para 110% do PIB em 2023. No entanto, o défice permaneceu acima dos 5% do PIB, enquanto a economia deixou de ter margem para crescer acima do potencial. Desde então instalou-se uma trajectória insustentável de subida da dívida, que deverá atingir os 116% do PIB este ano e chegaria aos 130% do PIB em 2030, de acordo com o FMI, se nada mudar.



**- Que pressões
financeiras surgirão
nos outros países,
incluindo Portugal?**

Talvez se possam tomar algumas medidas para aumentar o potencial de crescimento da economia gaulesa, mas não pode haver grandes ilusões sobre os seus resultados. Uma das vias, o aumento da imigração, é politicamente proibitiva, para além de que apenas produziria resultados económicos e orçamentais no curto e médio prazo.

Ou seja, mais do que um problema económico, a França tem um grave problema orçamental. Para o resolver serão necessários, em geral, aumentos de impostos e cortes na despesa. Dado que o peso do Estado é já dos maiores da UE, parece que não há grande margem para aumentar a receita fiscal (fala-se num imposto sobre as grandes fortunas), mas parece que o essencial da correcção terá que vir pelo lado da redução da despesa pública.

Impostos sobre uma minoria rica poderão não ser difíceis politicamente, mas a austeridade é sempre dinamite política. Em qualquer país, isto já seria muito exigente, mas a conjuntura política francesa é especialmente ingrata. Ao contrário, por exemplo, da Alemanha, onde há maleabilidade para formar maiorias com as mais variadas geometrias, o espaço partidário francês está dividido em três grupos (esquerda, direita moderada e extrema direita), de dimensão semelhante, mas em posições irreduzíveis.

O mais provável é que a coligação que controle o défice público poderá contar com um longo jejum posterior de poder, pelo que nenhum grupo está disposto a apoiar o que é necessário fazer, preferindo resguardar-se para depois colher os frutos. É muito desafiante imaginar como se resolverá esta questão, por mais que mude o primeiro-ministro, o parlamento ou o presidente.

Os mercados financeiros estão, naturalmente, inquietos, tendo os juros da dívida francesa ultrapassado, de forma inédita, os da italiana. Que pressões financeiras surgirão nos outros países, incluindo Portugal? O que terá o BCE que fazer? Que tensões surgirão na própria UE? São questões com que teremos que nos ocupar nos próximos tempos.



- Fed corta taxas,
como esperado

- Revisões de “rating”

4. MERCADOS FINANCEIROS

Como esperado, a Reserva Federal cortou as taxas, sinalizando dois novos cotes até ao final do ano.

Taxas de juro a 10 anos (nível)

País	31-Dez	31-Mar	30-Jun	31-Jul	31-Ago	30-Set
EUA	4,57	4,21	4,23	4,41	4,23	4,15
Alemanha	2,37	2,74	2,61	2,69	2,72	2,71

Fonte: Bloomberg

As dívidas soberanas de Portugal, Espanha e Itália viram o “rating” ser melhorado, enquanto o de França se deteriorou, tendo os diferenciais de taxas seguido evolução idêntica.

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

País	31-Dez	31-Mar	30-Jun	31-Jul	31-Ago	30-Set
UE	37	26	19	11	12	12
França	83	72	68	66	79	82
Espanha	69	63	64	59	61	55
Itália	116	113	87	82	86	82
Portugal	48	52	45	42	46	41

Fonte: Bloomberg



As Euribors prosseguiram estáveis, sem alteração das perspectivas de manutenção das taxas directoras do BCE.

Taxas Euribor (nível)

Prazo	31-Dez	31-Mar	30-Jun	31-Jul	31-Ago	30-Set
3 meses	2,71	2,34	1,94	2,02	2,06	2,03
6 meses	2,57	2,34	2,05	2,10	2,07	2,10
12 meses	2,46	2,31	2,07	2,13	2,12	2,19

Fonte: Bloomberg

Após vários meses de valorização face ao dólar, o euro estabilizou a um nível relativamente elevado.

Taxas de câmbio (nível)

Moedas	31-Dez	31-Mar	30-Jun	31-Jul	31-Ago	30-Set
EUR/USD	1,035	1,081	1,176	1,160	1,169	1,176
CAD/USD	0,695	0,696	0,734	0,729	0,728	0,718
GBP/USD	1,252	1,291	1,371	1,338	1,350	1,346
CHN/USD	7,335	7,264	7,159	7,183	7,122	7,127

Fonte: Bloomberg



- Ouro atinge máximos históricos

O preço do ouro atingiu máximos históricos, como refúgio de investidores privados e bancos centrais, com o euro a revelar-se incapaz de beneficiar do desvio de fundos da divisa norte-americana.

Matérias primas (nível)

Matéria prima	31-Dez	31-Mar	30-Jun	31-Jul	31-Ago	30-Set
Brent	74,6	74,7	67,6	70,0	68,1	67,0
Gás Natural	48,9	40,7	32,9	32,9	31,6	31,4
Ouro	2 625	3 124	3 303	3 315	3 448	3 859

Fonte: Bloomberg



- Mercado impulsionado pela IA

O investimento em Inteligência Artificial tem sido muito significativo, contribuindo para um desempenho favorável dos mercados accionistas, sobretudo nos EUA, onde aquele é mais significativo.

Mercados bolsistas (taxas de variação)

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

Fonte: Bloomberg



5. AGENDA

Data	Evento	Per.	Expectativa/observações
9-Out	Vol. Negócios Indústria	Ago	
10-Out	Comércio Internacional	Ago	
10-Out	Inflação	Set	
10-Out	Vol. Negócios Serviços	Ago	
13-Out	Produção da Construção	Ago	
29-Out	Estimativas Mensais de Emprego e Desemprego	Set	
29-Out	Reserva Federal dos EUA		
30-Out	PIB – Estimativa Rápida	3T	
30-Out	Inquéritos de Conjuntura	Out	
30-Out	Vol. Negócios Comércio a Retalho	Set	
30-Out	Reunião do BCE		
31-Out	Actividade turística – Estimativa Rápida	Set	
31-Out	Inflação – Estimativa Rápida	Out	

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O APOIO DE:



ORDEM
DOS
ENGENHEIROS

