



**FORUM PARA A
COMPETITIVIDADE**

NOTA DE CONJUNTURA Nº 114
OUTUBRO DE 2025

Esta Nota de Conjuntura, da responsabilidade
do Fórum para a Competitividade,
inclui informação publicada até 04.10.2025

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O PATROCÍNIO DE:

**Jerónimo
Martins**

RESUMO EXECUTIVO

- O FMI divulgou as suas novas previsões, com uma ligeira revisão em alta face a Abril, mas ainda em baixa face há 12 meses.
- O acordo comercial entre os EUA e a China vêm trazer algum alívio nas tensões internacionais, ainda que o seu carácter temporário implique a persistência de uma incerteza elevada, que tem sido um dos principais obstáculos ao crescimento.
- O BCE não se compromete, mas os mercados financeiros antecipam que o próximo corte, a acontecer, só chegará a partir do 2º semestre de 2026.
- Em Outubro, o clima económico em Portugal reduziu-se ligeiramente, mas permanecendo muito próximo do valor do mês anterior, quando tinha atingido um máximo desde Fevereiro de 2022.
- Em Agosto, as exportações de bens caíram 1,3% em termos homólogos, abrandando face ao mês anterior. Quando excluídas as transacções de trabalhos por encomenda, a quebra foi maior, de 5,5%.
- Em Setembro, o mercado de trabalho abrandou ligeiramente o dinamismo que vinha registando, mas mantendo-se muito significativo, quer em termos de população activa (aumento homólogo de 3,0%), quer de emprego (3,6%).
- O número de marcos e metas do PRR cumpridos subiu para 204 (47% do total), enquanto o aumento dos pagamentos a Beneficiários Directos e Finais do PRR acelerou para 417 milhões.
- Em termos homólogos, o PIB do 3º trimestre acelerou mais do que o esperado, de 1,8% para 2,4%. O contributo positivo da procura interna manteve-se próximo do observado no trimestre anterior, enquanto o contributo negativo da procura externa líquida foi menos acentuado.
- É mais provável que a média anual de crescimento do PIB de 2025 se acabe por fixar nos 1,9%, mas o valor de 2,0%, como inscrito no Orçamento de Estado para 2026, poderá ser ainda alcançado.
- Há unanimidade das diferentes instituições de que o crescimento em 2026 será ligeiramente melhor do que o registado em 2025.
- Em relação ao OE26, há unanimidade na antecipação de uma diminuição do rácio da dívida, quer em 2026, quer em 2027.
- Em relação aos grandes agregados, prevê-se uma ligeira redução da receita pública em percentagem do PIB, muito ligeira no caso da receita fiscal. Saliente-se a redução do IRC, de 20% para 19% em 2026, e o novo corte de taxas do IRS e escalões actualizados em 3,51%.

ÍNDICE

1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

Segurança	5
Previsões do FMI	5
EUA	7
China	7
Zona Euro	7

2. CONJUNTURA NACIONAL

Indústria e construção	9
Serviços	10
Turismo	11
Energia	12
Inflação	13
Exportações de bens	14
Contas externas	15
Mercado de trabalho	16
Fundos europeus	17
Contas públicas	17
PIB do 3º trimestre de 2025	19
Próximos trimestres	20

3. TEMAS EXTRA

Novas políticas nos EUA	22
Orçamento de Estado para 2026	23

4. MERCADOS FINANCEIROS 29

5. AGENDA 33



**- Cancelada cimeira
entre Trump e Putin**

- Ligeira revisão em alta

1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

Pedro Braz Teixeira¹

SEGURANÇA

Os EUA e a Rússia tinham planeado uma cimeira em Budapeste, Hungria, mas Trump acabou por cancelá-la, após as exigências excessivas apresentadas por Putin.

Teve início a troca de reféns e o cessar-fogo em Gaza, ainda que não tenha sido integralmente cumprido.

PREVISÕES DO FMI

O FMI divulgou as suas novas previsões², com uma ligeira revisão em alta face a Abril, mas ainda em baixa face há 12 meses. As tarifas não subiram tanto como se chegou a temer, mas o ambiente geral permanece volátil e os factores que beneficiaram o 1º semestre de 2025, tal como a antecipação de compras, estão a desvanecer-se.

O crescimento global deve desacelerar de 3,3% em 2024, para 3,2% em 2025 e 3,1% em 2026. Os riscos são sobretudo negativos: incerteza prolongada; mais proteccionismo; vulnerabilidades orçamentais; correcções potenciais nos mercados financeiros; erosão das instituições.

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

² <https://www.imf.org/en/Publications/WE0/Issues/2025/10/14/world-economic-outlook-october-2025>



Previsões do FMI, PIB

País	2024	2025	2026	2027
Alemanha	-0,5	0,2	0,9	1,5
Áustria	-1,0	0,3	0,8	1,6
Bélgica	1,0	1,1	1,0	1,3
Brasil	3,4	2,4	1,9	2,2
Canadá	1,6	1,2	1,5	1,9
China	5,0	4,8	4,2	4,2
Espanha	3,5	2,9	2,0	1,7
Estados Unidos	2,8	2,0	2,1	2,1
França	1,1	0,7	0,9	1,2
Índia	6,5	6,6	6,2	6,4
Itália	0,7	0,5	0,8	0,6
Japão	0,1	1,1	0,6	0,6
Países Baixos	1,1	1,4	1,2	1,4
Polónia	2,9	3,2	3,1	2,9
PORTUGAL	1,9	1,9	2,1	1,5
Reino Unido	1,1	1,3	1,3	1,5
Rússia	4,3	0,6	1,0	1,1
Zona Euro	0,9	1,2	1,1	1,4

**- Risco de bolha
especulativa**

Acrescentamos nós que, para além do FMI, é cada vez maior o número de instituições e analistas que chama a atenção para o risco de estarmos em presença de uma bolha especulativa, cujo rebentamento poderia provocar sérios problemas, não só financeiros, mas também económicos.



- Corte de Dezembro deixou de ser garantido

- Próximo corte do BCE
só no 2º semestre de
2026

EUA

Em Outubro, a Reserva Federal dos EUA cortou as taxas dos Fed funds de novo em 25 pb, para entre 3,75% e 4%, como esperado, mas o corte de Dezembro deixou de estar garantido. No entanto, dados os sinais de fraqueza no mercado de trabalho e as dificuldades de financiamento no mercado monetário, o processo de redução do balanço da Fed (“quantitative tightening”) em curso será interrompido a partir de Dezembro.

Em Setembro, a taxa de inflação subiu de 2,9% para 3,0%, menos do que o esperado (3,1%), enquanto a inflação subjacente diminuiu de 3,1% para 3,0%, também um valor inferior ao aguardado. Devido ao fecho (“shutdown”) da administração pública, não foram ainda divulgados os dados do mercado de trabalho daquele mês. O indicador de confiança dos consumidores da Universidade de Michigan caiu 24,0% em Outubro, enquanto as expectativas caíram ainda mais (-32,1%).

CHINA

O PIB chinês desacelerou no 3º trimestre, de 5,2% para 4,8%, contra uma meta anual de 5%. O objectivo não ficou colocado em causa, mas as condições para o próximo ano ficam mais difíceis. Ainda assim, o recente acordo com os EUA veio dissipar alguns dos piores receios.

ZONA EURO

Na reunião de Outubro, o BCE manteve as taxas, como esperado, salientando que “A inflação permanece num nível próximo do objetivo de médio prazo de 2%”; a economia continuou a crescer, apesar da “conjuntura mundial difícil”. Afirmou que a “robustez”



- Nova melhoria da actividade em Outubro

do mercado de trabalho e a “solidez” dos balanços no sector privado “permanecem importantes fontes de resiliência”.

Em relação a futuras mexidas de taxas, o BCE não se compromete, mas os mercados financeiros antecipam que o próximo corte, a acontecer, só chegará a partir do 2º semestre de 2026.

No 3º trimestre, o PIB da zona euro desacelerou em termos homólogos, de 1,5% para 1,3%, embora tenha melhorado em cadeia, de 0,1% para 0,2%. No conjunto da UE, em termos homólogos, destaque-se pela positiva a evolução de Espanha (2,8%), Rep. Checa (2,7%), Portugal (2,4%) e Suécia (2,4%); pela negativa, registem-se as evoluções de Finlândia (-0,9%), Alemanha (0,3%), Itália (0,4%) e França (0,9%).

Em Outubro, a actividade na zona euro melhorou pelo quinto mês consecutivo, com avanços quer na indústria quer nos serviços. As novas encomendas aumentaram ao melhor ritmo dos dois últimos anos e meio, o emprego cresceu, enquanto os empresários estão optimistas sobre o crescimento da produção durante o próximo ano.

Indicadores da zona euro

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

Fonte: Eurostat, IHS Markit.

- **Clima económico
recua, mas permanece
próximo de máximos**

2. CONJUNTURA NACIONAL

INDÚSTRIA E CONSTRUÇÃO

Em Outubro, o clima económico reduziu-se ligeiramente, mas permanecendo muito próximo do valor do mês anterior, quando tinha atingido um máximo desde Fevereiro de 2022. A confiança na indústria reverteu os ganhos dos últimos meses, ficando apenas acima dos valores de Janeiro, enquanto a confiança na construção recuperou parte das perdas dos dois meses anteriores.

Dados da indústria e construção

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

Fonte: INE, Banco de Portugal.



- Confiança dos consumidores atinge máximo de 15 meses

SERVIÇOS

Em Outubro, a confiança dos consumidores melhorou de novo, para um máximo de 15 meses; a confiança no comércio a retalho subiu para o melhor nível desde Julho de 2023; a confiança nos serviços baixou mais uma vez, mas ainda acima dos valores de Abril; as perspectivas de procura no alojamento recuperaram parcialmente da forte perda de Setembro, mas sem conseguirem atingir o nível de Agosto.

Dados dos serviços

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

Fonte: ACAP, INE.



- Nova desaceleração em Setembro

TURISMO

Em Setembro, registou-se uma nova desaceleração da actividade turística, em quase todos os indicadores, quer de proveitos quer de dormidas. A excepção ocorreu nas dormidas de residentes, que aceleraram. No caso dos não residentes, houve um agravamento da queda, com destaque para os mercados irlandês (-7,3%) e francês (-7,2%).

Dados do turismo

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

Fonte: INE.



- OPEP+ faz pausa na subida de produção

ENERGIA

Oito países da OPEP+ anunciaram que, após a subida de produção de Dezembro, não haveria novas subidas de produção no 1º trimestre de 2026, também por razões de sazonalidade.

As sanções dos EUA às companhias russas Rosneft e Lukoil não têm tido um impacto significativo no preço, porque o mercado não está convencido que sejam muito eficazes.

Dados de energia

Indicador	Uni.	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set
Consumo de energia eléctrica	tvh	2,7	1,4	3,3	0,0	3,2	2,0	2,1	1,4
Preço da gasolina 95	€/l	1,766	1,710	1,707	1,676	1,690	1,684	1,694	1,705
Preço do gasóleo	€/l	1,652	1,602	1,552	1,516	1,544	1,587	1,558	1,559
Preço do gás natural	€/MWh	50,3	41,8	35,2	35,3	36,6	33,8	32,7	32,3
Preço da electricidade por grosso	€/MWh	108,2	52,5	25,9	25,8	74,2	70,1	68,7	61,2

Fonte: DGEG, Bloomberg, OMIE.



- Nova queda da inflação em Outubro

INFLAÇÃO

Em Portugal, em Outubro, a inflação registou nova queda, de 2,4% para 2,3%, enquanto a inflação subjacente (excluindo produtos energéticos e bens alimentares não transformados) subiu ligeiramente, de 2,0% para 2,1%, tendo a inflação média permanecido nos 2,4%.

Indicadores de inflação, Zona euro e Portugal

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

Fonte: Eurostat, INE.

Na zona euro, em Outubro, a inflação baixou de 2,2% para 2,1%, enquanto a inflação subjacente estabilizou e a dos serviços subiu. Continuamos em presença de valores que não suscitam problemas, devendo permanecer assim nos próximos tempos.



- Recuperação para os EUA

EXPORTAÇÕES DE BENS

Em Agosto, as exportações de bens caíram 1,3% em termos homólogos, abrاندando face ao mês anterior. Quando excluídas as transacções de trabalhos por encomenda (sem transferência de propriedade), a quebra foi maior, de 5,5%. Em termos de destinos, a queda foi menor para a Alemanha e registou-se uma recuperação para os EUA (36,5%). Em termos de categorias de produtos, destaca-se o decréscimo das transacções de Combustíveis e lubrificantes (-25,6%), e um novo acréscimo das exportações de Material de transporte (+10,8%), maioritariamente Veículos e outro material de transporte.

As importações cresceram 3,1%, de que resultou um aumento homólogo do défice mensal da balança comercial de 313 milhões de euros para 2 983 milhões de euros.

Comércio externo de bens, taxas de variação homóloga

Indicador	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
Exportações - total	11,9	11,9	0,5	-6,2	2,3	0,2	-11,2	-1,3
Espanha	2,6	5,9	12,8	-3,1	7,1	1,5	0,9	-5,8
Alemanha	91,2	73,4	-3,5	-3,7	12,7	16,4	-46,4	-9,9
França	-5,4	2,1	-0,8	-1,8	2,4	-4,9	0,3	-3,7
EUA	-13,4	24,0	-8,6	2,4	2,7	-39,4	-37,1	36,5
Reino Unido	-2,3	-11,6	-6,6	-6,7	-9,5	22,2	15,3	6,7
Itália	-3,3	-0,8	2,3	-9,5	10,6	-0,9	4,9	10,6
Países Baixos	25,2	23,0	3,7	-15,6	-14,2	-7,6	8,1	-22,2
Bélgica	-3,9	-6,3	-32,3	7,6	4,1	23,3	-7,6	6,6
Polónia	2,3	19,0	-6,2	-4,6	-2,4	2,4	-4,6	3,8
Marrocos	-13,9	-13	-15,9	-20,3	-25	48,0	-27,4	30,3
Importações - total	8,6	3,3	8,4	2,4	13,6	3,7	3,0	3,1
Import. sem combustíveis	9,9	2,9	8,3	5,6	19,0	4,1	7,5	8,5
Importações combustíveis	-3,0	6,7	9,7	-22,7	-27,9	0,6	-29,4	-28,5

Fonte: INE.



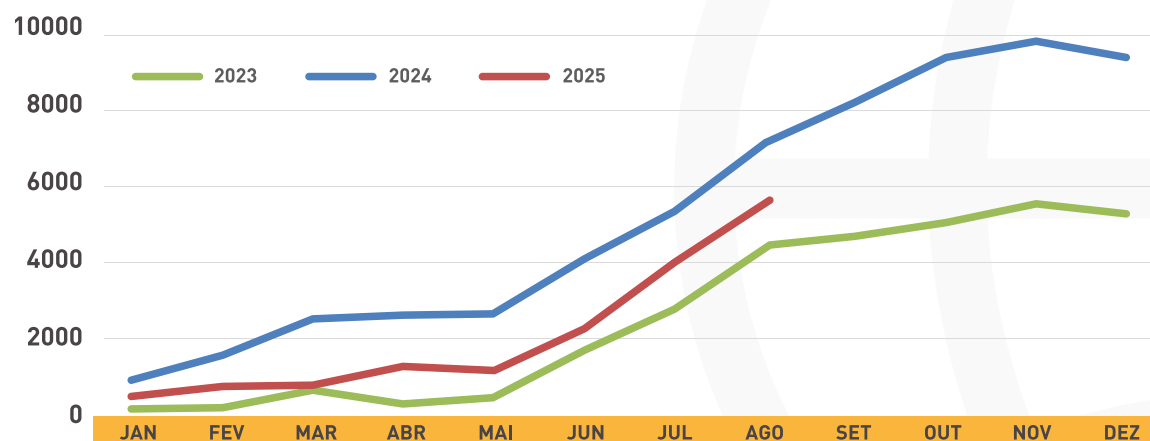
- Prossegue a melhoria do excedente externo

De acordo com o Ministério das Finanças, as tarifas dos EUA devem retirar 0,7 pontos percentuais (p.p.) ao crescimento das exportações em 2026 e 0,4 p.p. em 2027. O impacto sobre o PIB deverá ser de 0,15 p.p. e 0,6 p.p., respectivamente.

CONTAS EXTERNAS

Até Agosto, a economia portuguesa registou um excedente externo de 5 658 milhões de euros, melhor do que o registado até Julho, embora inferior ao excedente de 7 222 milhões de euros registado no período homólogo. Verificou-se um aumento de 3 mil milhões de euros do défice da balança de bens e um aumento de 1,2 mil milhões de euros do excedente da balança de serviços, devido maioritariamente ao saldo das viagens e turismo (+879 milhões de euros).

Balanças corrente e de capital (milhões de euros)



Fonte: Banco de Portugal.

- Abrandamento do
dinamismo

MERCADO DE TRABALHO

Em Setembro, o mercado de trabalho abrandou ligeiramente o dinamismo que vinha registando, mas mantendo-se muito significativo, quer em termos de população activa (aumento homólogo de 3,0%), quer de emprego (3,6%). Por isso, a subida marginal da taxa de desemprego, de 5,9% para 6,0%, não é inquietante.

Neste mês, a população empregada (5 286,7 mil) alcançou um novo máximo desde Fevereiro de 1998.

Mercado de trabalho

Indicador	Uni.	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set
Taxa de desemprego	%	6,4	6,2	6,1	5,9	5,8	5,9	6,0
Desempregados	milhares	353,5	347,5	340,5	329,5	323,5	332,9	337,2
Subutilização do trabalho	%	10,8	10,5	10,4	10,1	9,9	10,1	10,2
População activa	tvh	2,2	3,0	2,7	3,4	3,3	3,3	3,0
Emprego	tvh	2,4	3,2	2,9	3,8	4,1	3,7	3,6

Fonte: INE.

De acordo com a AIMA, a atribuição de autorização de residência a imigrantes aumentou 60% em 2025, com mais de 386 mil autorizadas concedidas, muitas das quais correspondem à redução dos atrasos que se vinham verificando. No entanto, em 2024, já se registou uma diminuição das entradas e no corrente ano a tendência é de uma nova quebra, da ordem dos 50%.



- Número de marcos e metas cumpridos subiu para 204

- Saldo orçamental permanece fortemente positivo

FUNDOS EUROPEUS

O número de marcos e metas cumpridos subiu para 204 (47% do total). O aumento dos pagamentos a Beneficiários Directos e Finais do PRR acelerou para 417 milhões, totalizando 9 508 milhões de euros (43% do total), mas os pagamentos a intermediários caíram em quase igual montante (390 milhões de euros).

Em relação aos projectos destinados às empresas, verificou-se uma subida significativa de 185 milhões de euros nos pagamentos para 3 414 milhões de euros (53% do montante aprovado).

CONTAS PÚBLICAS

Até Setembro, o saldo orçamental registou um excedente de 6 304 milhões de euros em contabilidade pública (numa óptica de caixa), um aumento homólogo de 611 milhões de euros. A receita total permanece abaixo do orçamentado, mas agora quer devido à receita de capital, quer à receita corrente. Ainda assim, a receita fiscal e de contribuições continua acima do projectado. Destaque-se o comportamento da receita de IRS (7,1%), que abrandou, mas que continua a contrariar a expectativa de queda para o conjunto do ano (-2,4%), apesar da redução das retenções na fonte. Por seu turno, a despesa total continua abaixo do previsto, quer a despesa corrente (com a excepção principal da despesa com pessoal) quer o investimento público, embora o investimento no SNS tenha melhorado, mas ainda de forma insuficiente para cumprir a meta anual.



Execução orçamental (contabilidade pública, valores acumulados)

Componente	Uni.	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	OE25
Receita corrente	tvh	10,1	12,2	13,9	7,0	8,1	6,6	7,1
Receita fiscal	tvh	11,6	13,2	20,0	6,9	9,1	6,2	4,2
IVA	tvh	12,3	9,3	11,6	9,3	9,4	8,7	6,1
IRS	tvh	9,1	17,8	11,9	14,4	16,5	7,1	-2,4
IRC	tvh	12,0	38,7	221,9	-9,6	-7,5	-4,3	5,6
Contribuições SS	tvh	8,1	8,2	8,3	8,3	8,2	8,3	-5,1
Receita de capital	tvh	4,9	14,9	13,3	12,2	4,2	6,1	94,0
Receita total	tvh	9,9	12,3	13,9	7,1	8,0	6,6	9,8
Despesa corrente	tvh	2,3	3,6	4,1	4,8	5,9	6,4	7,1
Pessoal	tvh	8,6	8,6	8,5	8,8	9,3	8,7	5,3
Bens e serviços	tvh	2,5	3,1	-0,4	2,7	1,8	3,2	10,3
Juros	tvh	-8,4	-5,9	1,0	-1,0	-1,2	-1,1	2,6
Transferências	tvh	0,7	2,3	2,8	3,5	5,0	6,2	4,0
Subsídios	tvh	19,2	23,2	24,3	30,6	37,6	36,4	28,5
Investimento	tvh	13,2	14,6	15,6	19,0	17,8	17,8	23,4
Investimento SNS	tvh	19,2	28,7	15,5	15,4	21,2	28,6	54,1
Despesa total	tvh	3,3	4,5	4,5	5,1	6,1	6,3	11,5
Saldo Estado	10^6 €	-4 315	253	-4 066	-3 455	-4 701	-1 328	-7 896
Saldo FSA	10^6 €	1 458	1 216	1 874	1 839	1 496	1 561	-905
Saldo Local e Reg.	10^6 €	630	1 124	526	728	809	1 326	1 453
Saldo Seg. Social	10^6 €	2 361	17	3 674	3 215	4 408	4 745	5 659
Saldo Total	10^6 €	135	597	2 009	2 328	2 011	6 304	-1 689

Fonte: DGO.



**- PIB do 3º trimestre
acelerou mais do que
o esperado, de 1,8%
para 2,4%**

PIB DO 3º TRIMESTRE DE 2025

Em termos homólogos, o PIB do 3º trimestre acelerou mais do que o esperado, de 1,8% para 2,4%. O contributo positivo da procura interna manteve-se próximo do observado no trimestre anterior, com uma aceleração do consumo privado e uma desaceleração do investimento. O contributo negativo da procura externa líquida foi menos acentuado, reflectindo a aceleração das exportações de bens e serviços e uma ligeira desaceleração das importações de bens e serviços, uma combinação que não é habitual e que poderá ter ajudado aos bons resultados do período.

Em cadeia, a aceleração foi menos pronunciada, de 0,7% para 0,8%. O contributo positivo da procura interna aumentou, fruto da aceleração do consumo privado. Por outro lado, o contributo da procura externa líquida foi mais negativo, tendo a aceleração das importações de bens e serviços sido mais pronunciada que a das exportações de bens e serviços.

A estimativa rápida do Comércio Internacional de bens do 3º trimestre de 2025 indica um ligeiro decréscimo de 0,1% (-1,2% no 2º trimestre) nas exportações e um acréscimo de 5,2% nas importações, em termos nominais e face ao período homólogo (6,5% no 2º trimestre). Quando excluídos os trabalhos por encomenda, a variação das exportações foi nula e o acréscimo nas importações foi menor (3,0%).



- 4º trimestre inicia-se com ligeiro abrandamento

PRÓXIMOS TRIMESTRES

O indicador diário de actividade, calculado pelo Banco de Portugal, abrandou no 3º trimestre (ao contrário do PIB) e caiu em Outubro. O clima económico, avaliado pelo INE, acelerou no 3º trimestre, em linha com a evolução do PIB, tendo recuado marginalmente em Outubro. Ou seja, é possível que tenha havido algum abrandamento da actividade no início do 4º trimestre, mas não muito significativo, sendo necessário aguardar por mais sinais e indicadores para confirmar esta eventual tendência.

Indicador diário de actividade e clima económico

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

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

Em Setembro, a prestação do crédito à habitação registou a nona queda homóloga consecutiva (-2,7%), enquanto a taxa de juro média diminuiu pela vigésima vez, de 3,31% para 3,23%, com uma queda acumulada de 1,43 pontos percentuais, baixando para o valor mais baixo desde Abril de 2023.

Como se pode ver da tabela abaixo, de simulação do PIB do 4º trimestre, é mais provável que a média anual de 2025 se acabe por fixar nos 1,9%, mas o valor de 2,0%, como inscrito no Orçamento de Estado para 2026, poderá ser ainda alcançado.



- Perspectivas internacionais continuam com risco elevado

-2026 deverá ser um pouco melhor do que 2025

Simulações para PIB para o 4º trimestre

Variação em cadeia	homóloga	2025
0,4%	1,6%	1,8%
0,5%	1,7%	1,9%
0,6%	1,8%	1,9%
0,7%	1,9%	1,9%
0,8%	2,0%	1,9%
0,9%	2,1%	2,0%
1,0%	2,2%	2,0%

O acordo comercial entre os EUA e a China vêm trazer algum alívio nas tensões internacionais, ainda que o seu carácter temporário implique a persistência de uma incerteza elevada, que tem sido um dos principais obstáculos ao crescimento.

Na UE, destaque-se as dificuldades de aprovação do orçamento em França e as suas fortes implicações políticas e financeiras, com risco de se contagiarem a outros Estados.

A nível nacional, há unanimidade das diferentes instituições de que o crescimento em 2026 será ligeiramente melhor do que o registado em 2025. A conjuntura externa deverá melhorar e esperam-se os primeiros sinais das reformas estruturais que têm vindo a ser anunciadas, começando a contribuir para um aumento do potencial de crescimento da nossa economia, embora este segundo elemento não esteja a ser incorporado em várias das previsões.

O consumo deverá continuar suportado por um apreciável crescimento do emprego, por um aumento dos salários reais, mas já sem alívio fiscal e quase sem redução adicional das taxas de juro.



Segundo um estudo do Ministério das Finanças, as tarifas norte-americanas deverão retirar sete décimas ao crescimento das exportações portuguesas em 2026.

No entanto, também se espera alguma aceleração da actividade na generalidade dos nossos principais parceiros europeus, com a importante excepção de Espanha.

Dado que o governo não tem uma base parlamentar maioritária, as próximas eleições presidenciais, cuja primeira volta ocorre a 18 de Janeiro, poderão ter alguma relevância para o quadro governativo dos próximos anos.

3. TEMA EXTRA

NOVAS POLÍTICAS NOS EUA

Pedro Braz Teixeira

Política comercial

Os EUA chegaram a um acordo parcial com a China, após uma cimeira na Coreia do Sul. As restrições à exportação de metais raros, por parte da potência asiática foram suspensas por um ano, enquanto as exportações norte-americanas de semicondutores e outros produtos são retomadas, também pelo mesmo prazo.

O Supremo Tribunal está a avaliar a legalidade das tarifas de Trump, havendo muita pressão empresarial para que sejam consideradas ilegais, em particular da Câmara do Comércio, a maior associação empresarial dos EUA.



**- Cenário
macroeconómico
ligeiramente mais
optimista do que a
generalidade das
instituições**

Reserva Federal

No último mês, abrandaram os ataques à independência da Reserva Federal, o que aliviou os mercados financeiros.

Shutdown

Prossegue o braço de ferro entre o Presidente e os Democratas sobre o orçamento, sendo provável que se ultrapasse o máximo de 34 dias que se verificou em 2018. No início de Novembro, começou a redução do apoio alimentar às famílias mais pobres, o que deverá aumentar a pressão política para se chegar a um acordo. 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.

ORÇAMENTO DE ESTADO PARA 2026

Cenário macroeconómico

O Relatório Orçamento de Estado para 2026³, tem um cenário macroeconómico que é ligeiramente mais optimista do que a generalidade das instituições. Há unanimidade de que o crescimento em 2026 será um pouco melhor do que o registado em 2025, que acabou por decepcionar um pouco, até porque o PIB de 2024 foi revisto em alta, de 1,9% para 2,1%. No entanto, a diferença é suficientemente pequena para não colocar em causa as perspectivas sobre as contas públicas.

³ <https://www.oe.gov.pt/media/caijtnil/relatorio-oe2026.pdf>



Metas orçamentais

Em relação ao saldo orçamental, o governo estima conseguir um excedente em 2025 e 2026, um valor um pouco mais optimista do que o das restantes instituições. Este optimismo fundar-se-á num crescimento económico superior, bem como na margem discricionária de que o ministro dispõe, que não é incluída nas outras estimativas. Na verdade, o excedente de uma décima do PIB é muito mais simbólico do que economicamente relevante. Mesmo os défices projectados pela Comissão Europeia e pelo Conselho das Finanças Públicas não colocam em causa a trajectória de redução da dívida pública estimada por estas entidades.

Perspectivas sobre a dívida pública (% do PIB)

Item	Data	2025	2026	2027
Comissão Europeia	mai-25	91,7	89,7	
Conselho das Finanças Públicas	set-25	91,2	89,4	88,1
Ministério das Finanças	out-25	90,2	87,8	
FMI	out-25	90,9	86,9	83,9

**- Unanimidade na
diminuição do rácio
da dívida**

É curioso que o FMI esteja ainda mais optimista do que o governo na redução da dívida e no valor no final de 2026. De qualquer forma, o mais importante a salientar é que há unanimidade na antecipação de uma diminuição do rácio da dívida, quer em 2026, quer em 2027 (nos casos em que há previsões). No caso do FMI, esta contracção da dívida é para continuar, pelo menos até 2030, último ano das previsões, atingindo então os 77,4% do PIB.



- Muito ligeira redução da receita fiscal

Perspectivas sobre a dívida pública (% do PIB)

Item	Data	2025	2026	2027
Comissão Europeia	mai-25	91,7	89,7	
Conselho das Finanças Públicas	set-25	91,2	89,4	88,1
Ministério das Finanças	out-25	90,2	87,8	
FMI	out-25	90,9	86,9	83,9

Contas Públicas

Em relação aos grandes agregados, prevê-se uma ligeira redução da receita pública em percentagem do PIB, muito ligeira no caso da receita fiscal (de 24,3% para 24,1% do PIB). A despesa pública diminui também, mas muito ligeiramente, no consumo intermédio. Já a despesa com pessoal estabiliza e as prestações aumentam um pouco. Há também um ligeiro aumento do investimento, mas que poderia ser mais significativo, face ao recuo registado nos últimos anos.



Proposta de OE26 (% do PIB)

Item	2024	2025	2026
Receita corrente	42,2	42,4	41,9
Receita fiscal	24,5	24,3	24,1
Receita total	43,1	44,2	43,8
Despesa corrente	39,0	39,4	39,1
Consumo intermédio	5,2	5,2	5,0
Pessoal	10,5	10,6	10,6
Prestações sociais	18,0	18,0	18,1
Investimento	2,7	3,3	3,4
Despesa total	42,6	43,9	43,7
Saldo orçamental	0,5	0,3	0,1
Dívida pública	93,6	90,2	87,8

Principais medidas

“A proposta de orçamento para 2026 apresenta como prioridades a continuação do alívio da carga fiscal; a valorização das políticas de emprego público, através da dignificação do estatuto e das carreiras dos trabalhadores da Administração Pública; a proteção das pessoas em situação de maior vulnerabilidade, como os idosos com baixos recursos; a prestação de serviços públicos de qualidade, com a promoção de medidas de simplificação e digitalização; a captação e valorização de talento e a criação de melhores condições e oportunidades para a juventude; e a aceleração da execução dos projetos no âmbito do Plano de Recuperação e Resiliência (PRR), intensificando o investimento público, sobretudo na área da habitação.” (p. 43)

No seu conjunto, estas medidas têm um impacto orçamental muito inferior ao dos anos anteriores, pelo que se pode dizer que não há mudanças significativas, pelo menos em termos de implicações imediatas sobre as contas públicas.



- Redução do IRC

Fiscalidade

Listam-se algumas das medidas principais:

IRC

- **Redução do IRC.** Ainda que as medidas no IRC ocorram em processos legislativos autónomos, o Governo reitera o compromisso em reduzir novamente em 1 p.p a taxa de IRC de 20% para 19% em 2026, voltando a baixar para 18% e 17%, nos dois anos seguintes.

IRS

- **Novo corte de taxas do IRS e escalões actualizados em 3,51%.** As taxas do IRS vão ter um novo corte de 0,3 pontos percentuais entre o 2.º e 5.º escalão e os escalões vão ser actualizados em 3,51%.
- **Isenção de IRS e TSU nos prémios de produtividade.**

ISP

- **Fim dos descontos no ISP.** O desconto aplicado ao ISP, que vigora desde 2022, vai ser eliminado gradualmente, devendo o governo aproveitar “momentos de baixa dos preços”.

Outras medidas

- **Jovens vão acumular salário com subsídio de desemprego.** Os jovens desempregados, com idade inferior a 30 anos, que encontrem um trabalho vão poder acumular até 35% do valor mensal do subsídio de desemprego com o salário.



Reforma do Estado

Em relação à reforma do Estado, para a qual há significativas expectativas, os objectivos e instrumentos parecem estar bem definidos, faltando aguardar a sua concretização e resultados.

“Com o objetivo último de eliminar barreiras à atividade económica, é prioridade do Governo a desburocratização e aceleração dos regimes de licenciamento, através da introdução de deferimentos tácitos e da eliminação de pareceres, pedidos, passos processuais e decisões desnecessárias ou redundantes, a começar já em 2026.” (p. 4).



- Corte de Dezembro em dúvida

4. MERCADOS FINANCEIROS

Novo corte de taxas pelo Fed, em Dezembro, deixou de estar garantido, esperando-se apenas mais três cortes até final de 2026.

Taxas de juro a 10 anos (nível)

País	31-Mar	30-Jun	31-Jul	31-Ago	30-Set	31-Out
EUA	4,21	4,23	4,41	4,23	4,15	4,08
Alemanha	2,74	2,61	2,69	2,72	2,71	2,63

Fonte: Bloomberg

Algum alívio da tensão política em França permitiu uma ligeira redução do diferencial de taxas de juro.

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

País	31-Mar	30-Jun	31-Jul	31-Ago	30-Set	31-Out
UE	26	19	11	12	12	11
França	72	68	66	79	82	79
Espanha	63	64	59	61	55	51
Itália	113	87	82	86	82	75
Portugal	52	45	42	46	41	36

Fonte: Bloomberg



- BCE sem cortes à vista

As taxas Euribor mantiveram a estabilidade e a proximidade entre si, por haver uma reduzida probabilidade de cortes nos próximos 12 meses.

Taxas Euribor (nível)

Prazo	31-Mar	30-Jun	31-Jul	31-Ago	30-Set	31-Out
3 meses	2,34	1,94	2,02	2,06	2,03	2,04
6 meses	2,34	2,05	2,10	2,07	2,10	2,14
12 meses	2,31	2,07	2,13	2,12	2,19	2,20

Fonte: Bloomberg

- Câmbios estáveis

A ausência de cortes pelos bancos centrais e o recuo de Trump nos ataques ao Fed, permitiram alguma estabilidade cambial.

Taxas de câmbio (nível)

Moedas	31-Mar	30-Jun	31-Jul	31-Ago	30-Set	31-Out
EUR/USD	1,081	1,176	1,160	1,169	1,176	1,154
CAD/USD	0,696	0,734	0,729	0,728	0,718	0,714
GBP/USD	1,291	1,371	1,338	1,350	1,346	1,315
CHN/USD	7,264	7,159	7,183	7,122	7,127	7,123

Fonte: Bloomberg



- Ouro continua a bater recordes

As compras de ouro por bancos centrais parecem explicar a subida sucessiva do seu preço, batendo novos recordes.

Matérias primas (nível)

Matéria prima	31-Mar	30-Jun	31-Jul	31-Ago	30-Set	31-Out
Brent	74,7	67,6	70,0	68,1	67,0	65,1
Gás Natural	40,7	32,9	32,9	31,6	31,4	31,1
Ouro	3 124	3 303	3 315	3 448	3 859	4 003

Fonte: Bloomberg



- Tecnológicas voltam a brilhar

Os bons resultados das empresas tecnológicas justificaram novos fortes ganhos das empresas deste sector.

Mercados bolsistas (taxas de variação)

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

Fonte: Bloomberg



5. AGENDA

Data	Evento	Per.	Expectativa/observações
5-Nov	Estatísticas do Emprego	3T	
10-Nov	Vol. Negócios Indústria	Set	
10-Nov	Comércio Internacional	Set	
11-Nov	Vol. Negócios Serviços	Set	
12-Nov	Inflação	Out	
12-Nov	Produção da Construção	Set	
27-Nov	Inquéritos de Conjuntura	Nov	
28-Nov	Estimativas Mensais de Emprego e Desemprego	Out	
28-Nov	PIB	3T	
28-Nov	Actividade turística – Estimativa Rápida	Out	
28-Nov	Inflação – Estimativa Rápida	Nov	
2-Dez	Vol. Negócios Comércio a Retalho	Out	
10-Dez	Reserva Federal dos EUA		
18-Dez	Reunião do BCE		

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O APOIO DE:



ORDEM
DOS
ENGENHEIROS

