



**FORUM PARA A  
COMPETITIVIDADE**

**NOTA DE CONJUNTURA Nº 115**  
NOVEMBRO DE 2025

Esta Nota de Conjuntura, da responsabilidade  
do Fórum para a Competitividade,  
inclui informação publicada até 03.12.2025

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O PATROCÍNIO DE:

**Jerónimo  
Martins**

## RESUMO EXECUTIVO

- O eventual acordo de paz com a Ucrânia poderá conduzir a uma redução dos preços da energia, o que seria benéfico para Portugal, que ainda importa dois terços da energia que consome.
- A Comissão Europeia divulgou as suas novas previsões, com uma revisão em alta para 2025 (na zona euro, de 0,9% para 1,3%), mas em baixa para 2026 (de 1,4% para 1,2%), com um balanço global positivo.
- De acordo com a Comissão, em 2026, a dívida pública portuguesa deverá ficar abaixo da média da zona euro, pela primeira vez em 20 anos.
- Em 2026, a UE passará a aplicar tarifas sobre o carbono.
- Em Portugal, em Novembro, o clima económico subiu para o melhor valor desde a invasão da Ucrânia.
- Em Setembro, as exportações de bens registaram um forte crescimento, de 14,3%, o melhor desde Outubro de 2024 e após dois meses de quebras.
- A dívida externa líquida de Portugal diminuiu de 44,0% do PIB (127,3 mil milhões de euros), no final de 2024, para 39,2% do PIB (118,2 mil milhões de euros) no final de Setembro de 2025, o rácio mais baixo desde Setembro de 2001.
- Em Outubro, o mercado de trabalho registou um novo abrandamento ligeiro do dinamismo que vinha registando, mas mantendo-se muito significativo, quer em termos de população activa (aumento homólogo de 2,6%), quer de emprego (3,3%).
- Em termos homólogos, o PIB do 3º trimestre acelerou de 1,8% para 2,4%. Registou-se uma ligeira desaceleração do contributo positivo da procura interna, de 4,0% para 3,6% mas, sobretudo, uma forte diminuição do contributo negativo da procura externa líquida, de -2,2% para -1,2%.
- O emprego cresceu 2,8%, enquanto as horas trabalhadas subiram 3,0%, ambos acima do crescimento do PIB, o que significa que tivemos uma diminuição da produtividade, como já tinha ocorrido no trimestre anterior, uma evolução que é preocupante.
- Insistimos que, com este crescimento do emprego, bastaria um aumento não muito expressivo da produtividade para termos o PIB a crescer acima dos 3% e até próximo dos 4%.
- É quase certo que a taxa de variação homóloga do PIB do 4º trimestre será abaixo dos 2,4% do 3º trimestre e no conjunto do ano o crescimento deverá ser entre 1,9% e 2,0%.
- A nível nacional, mantém-se a unanimidade das diferentes instituições de que o crescimento em 2026 será ligeiramente melhor do que o registado em 2025.
- O banco de horas individual é um elemento importante de flexibilidade para a economia. Aguarda-se a reforma da formação profissional, para fazer face ao enorme défice de pessoal qualificado, um dos obstáculos principais ao aumento da produtividade.

# 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

27



**- Sanções à Rússia  
poderão ser levantadas**

**Revisão em alta para  
2025, mas em baixa  
para 2026**

## 1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

Pedro Braz Teixeira<sup>1</sup>

### SEGURANÇA

Está em discussão um plano de paz entre a Ucrânia e a Rússia, promovido pelos EUA, com 28 pontos (“Financial Times”<sup>2</sup>, para assinantes), que terá sido reduzido para 19 pontos. Em termos económicos, um dos mais importantes será:

“13. A Rússia será reintegrada na economia global:

“a. O levantamento das sanções será discutido e acordado por fases, numa base caso a caso.

“[...]”

“c. A Rússia será convidada a voltar a juntar-se ao G8.”

A consequência deste levantamento das sanções seria um forte aumento das exportações russas de energia, constituindo uma pressão para redução dos preços deste tipo de matérias primas.

### PREVISÕES DA COMISSÃO EUROPEIA

A Comissão Europeia divulgou as suas novas previsões<sup>3</sup>, com uma revisão em alta para 2025 (na zona euro, de 0,9% para 1,3%), mas em baixa para 2026 (de 1,4% para 1,2%), face às previsões da Primavera, mas com um balanço global positivo.

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

<sup>2</sup> <https://www.ft.com/content/79eefaf8-2fc1-47ac-9653-24cf6a0239f5>



Os primeiros nove meses de 2025 foram melhores do que o esperado, inicialmente com o aumento das exportações em antecipação do aumento das tarifas, mas conseguindo manter o crescimento posteriormente. Para os próximos anos, o desempenho da economia deverá permanecer “moderado”, com redução dos riscos que estavam a pressionar a UE.

### Previsões da Comissão Europeia, 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
UE	4,3	0,6	1,0	1,1
Zona Euro	0,9	1,2	1,1	1,4

<sup>3</sup> [https://economy-finance.ec.europa.eu/publications/european-economic-forecast-autumn-2025\\_en](https://economy-finance.ec.europa.eu/publications/european-economic-forecast-autumn-2025_en)



**- Corte de Dezembro  
voltou a ser muito  
provável**

Em relação a Portugal, perspectiva-se uma ligeira aceleração do PIB no próximo ano (de 1,9% em 2025 para 2,2% em 2026), praticamente mantendo o mesmo ritmo em 2027 (2,1%). De acordo com a Comissão, o nosso é um dos cinco países da UE menos exposto às tarifas dos EUA. Para além disso, em 2026, a dívida pública portuguesa deverá ficar abaixo da média da zona euro, pela primeira vez em 20 anos.

**EUA**

Os sinais de fraqueza no mercado de trabalho, sobretudo na dificuldade de encontrar novos empregos, tornaram quase certa uma nova redução das taxas de referência da Reserva Federal dos EUA, na reunião de 10 de Dezembro.

Com bastante atraso, devido ao “shutdown”, foram finalmente divulgados os dados do mercado de trabalho de Setembro, que vieram mistos, com a subida da taxa de desemprego de 4,3% para 4,4%, o valor mais elevado desde Outubro de 2021, mas também com maior criação do emprego do que o esperado. O indicador de confiança dos consumidores da Universidade de Michigan agravou a queda para 29,0% em Novembro, enquanto as expectativas se degradaram ainda mais (-33,7%).

**CHINA**

As exportações chinesas caíram pela primeira vez desde o início do conflito comercial com os EUA, em Abril, e apesar das tréguas entretanto negociadas. Em Outubro, as exportações caíram 1,1% em termos homólogos (medidas em dólares), contra uma expectativa de um crescimento de 3%, e após vários meses de forte aumento.



## - BCE junta-se aos avisos de bolha especulativa

### ZONA EURO

O BCE junta-se ao FMI e ao Banco de Inglaterra a avisar para os riscos de estarmos perante uma bolha especulativa em torno da IA. Parece que muitos investidores estão a ser afectados pelo “medo de ficar de fora” (FOMO, “fear of missing out”).

Em Novembro, a actividade na zona euro abrandou marginalmente, mas com um comportamento diferenciado: enquanto os serviços melhoraram de forma ligeira, para um máximo de 18 meses, a indústria abrandou de forma mais significativa, para o nível mais baixo dos últimos oito meses. As novas encomendas abrandaram e o emprego estabilizou, enquanto os empresários estão mais optimistas sobre o próximo ano.

#### 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.



**- Clima económico atinge o melhor valor desde a invasão da Ucrânia**

## 2. CONJUNTURA NACIONAL

### INDÚSTRIA E CONSTRUÇÃO

Em Novembro, o clima económico subiu para o melhor valor desde a invasão da Ucrânia. A confiança na indústria melhorou de forma significativa, para o melhor valor desde Fevereiro de 2022, enquanto a confiança na construção voltou a recuperar, ainda que de forma muito ligeira.

#### 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.



**- A confiança no comércio a retalho subiu para o melhor nível desde há mais de vinte anos**

## SERVIÇOS

Em Novembro, a confiança dos consumidores caiu um pouco, mas permaneceu acima do valor de Setembro; a confiança no comércio a retalho subiu para o melhor nível desde há mais de vinte anos; a confiança nos serviços baixou mais uma vez, mas ainda acima dos valores de Abril; as perspectivas de procura no alojamento recuperaram totalmente da forte perda de Setembro, conseguindo mesmo ultrapassar o nível de Agosto.

### 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.



## - Recuperação em Outubro

### TURISMO

Em Outubro, registou-se uma recuperação da actividade turística, em todos os indicadores. Os proveitos cresceram 7,3%, o melhor valor dos últimos três meses, como ocorreu com as dormidas, quer de residentes quer de não residentes. Neste segundo caso, há ainda a referir que voltaram a aumentar, depois de dois meses de quedas.

#### Dados do turismo

Indicador	Uni.	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.



## - Em 2026, a UE passará a aplicar tarifas sobre o carbono

### ENERGIA

Em 2026, a UE passará a aplicar tarifas sobre o carbono. O Mecanismo de Ajustamento Carbónico Fronteiriço<sup>4</sup> (Carbon Border Adjustment Mechanism – CBAM) destina-se a compatibilizar as exigências de descarbonização dentro na União Europeia com o nível diferenciado dos nossos parceiros comerciais. No entanto, há ainda pormenores a serem esclarecidos, embora já estejamos muito próximo da sua entrada em vigor.

Como já referimos, a possível diluição das sanções à Rússia está a fazer pressão para uma diminuição dos preços da energia. No caso do gás na Europa, os preços baixaram para um mínimo de 18 meses.

#### 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.

<sup>4</sup> [https://taxation-customs.ec.europa.eu/carbon-border-adjustment-mechanism\\_en](https://taxation-customs.ec.europa.eu/carbon-border-adjustment-mechanism_en)



## - Mais uma queda da inflação em Novembro

### INFLAÇÃO

Em Portugal, em Novembro, a inflação registou nova queda, de 2,3% para 2,2%, tal como a inflação subjacente (excluindo produtos energéticos e bens alimentares não transformados), de 2,1% para 1,9%, tendo a inflação média estabilizado nos 2,4%, como ocorre há quatro meses.

#### Indicadores de inflação, Zona euro e Portugal

Indicador	Uni.	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 Novembro, a inflação subiu de 2,1% para 2,2%, enquanto a inflação subjacente estabilizou nos 2,4% e a dos serviços subiu de novo. Para 2026, há consenso de que a inflação desça abaixo dos 2%.



## - Forte crescimento em Setembro

### EXPORTAÇÕES DE BENS

Em Setembro, as exportações de bens registaram um forte crescimento, de 14,3%, o melhor desde Outubro de 2024 e após dois meses de quebras. Quando excluídas as transacções de trabalhos por encomenda (sem transferência de propriedade), o aumento foi bastante menor, de 3,6%. Em termos de destinos, salientem-se os casos da Alemanha (97,5%, sobretudo medicamentos), da Bélgica (39,0%) e dos EUA (18,7%). Em termos de categorias de produtos, destaca-se o acréscimo das transacções de Fornecimentos industriais (+38,8%), maioritariamente produtos Químicos. As importações cresceram 9,4%, menos do que as exportações, o que permitiu uma redução do défice mensal da balança comercial de 59 milhões de euros para 2 588 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.

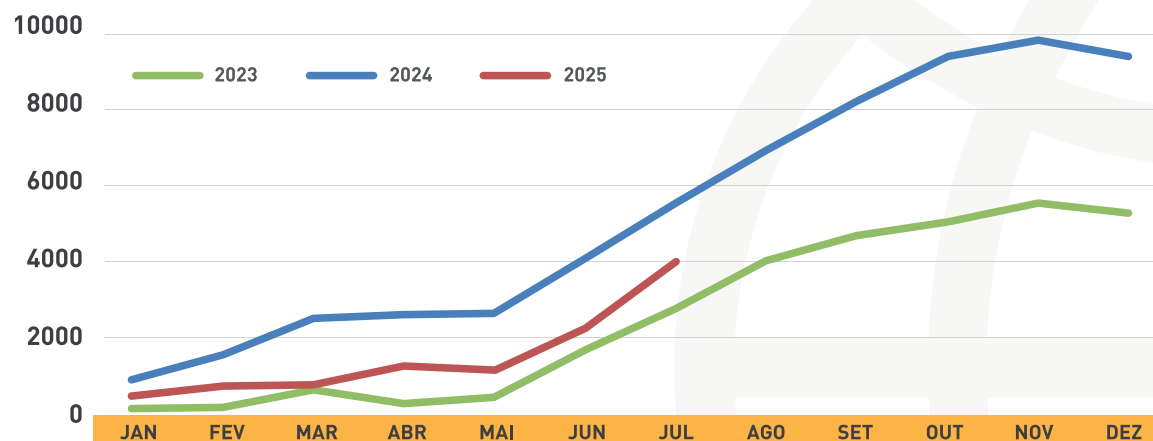


## - Continua a melhoria do excedente externo

### CONTAS EXTERNAS

Até Setembro, a economia portuguesa registou um excedente externo de 6 731 milhões de euros, melhor do que o registado até ao mês anterior, embora inferior ao excedente de 8 236 milhões de euros registado no período homólogo. Verificou-se um aumento de 3,6 mil milhões de euros do défice da balança de bens e um aumento de 1,5 mil milhões de euros do excedente da balança de serviços, devido maioritariamente ao saldo das viagens e turismo (+1,0 mil milhões de euros).

#### Balanças corrente e de capital (milhões de euros)



Fonte: Banco de Portugal.

A dívida externa líquida de Portugal diminuiu de 44,0% do PIB (127,3 mil milhões de euros), no final de 2024, para 39,2% do PIB (118,2 mil milhões de euros) no final de Setembro de 2025, o rácio mais baixo desde Setembro de 2001.



## - Abrandamento do dinamismo

### MERCADO DE TRABALHO

Em Outubro, o mercado de trabalho registou um novo abrandamento ligeiro do dinamismo que vinha registando, mas mantendo-se muito significativo, quer em termos de população activa (aumento homólogo de 2,6%), quer de emprego (3,3%). A desaceleração da população activa até foi um pouco mais acentuada do que a do emprego, permitindo uma redução, ainda que pouco significativa, da taxa de desemprego, de 6,0% para 5,9%.

#### 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.

A remuneração bruta total mensal média por trabalhador desacelerou de 6,3% para 5,3% no 3º trimestre, mas subindo para 1 615 €. Em termos reais, a desaceleração foi de 3,4% para 2,6%.



## **- Pagamentos do PRR de novo a acelerar**

## **- Aumento do excedente orçamental**

### **FUNDOS EUROPEUS**

O aumento dos pagamentos a Beneficiários Directos e Finais do PRR acelerou de novo, desta feita para 553 milhões, totalizando 10 061 milhões de euros (45% do total).

Em relação aos projectos destinados às empresas, verificou-se uma subida muito significativa de 906 milhões de euros para 7 304 milhões de euros de projectos aprovados, e uma aceleração de 258 milhões de euros nos pagamentos para 3 672 milhões de euros (50% do montante aprovado).

### **CONTAS PÚBLICAS**

Até Outubro, o saldo orçamental registou um excedente de 4 154 milhões de euros em contabilidade pública (numa óptica de caixa), um aumento homólogo de 830 milhões de euros. A receita total permanece abaixo do orçamentado, quer devido à receita de capital, quer à receita corrente. A receita fiscal e de contribuições continua acima do projectado, de forma menos expressiva a primeira. Por seu turno, a despesa total continua abaixo do previsto, quer a despesa corrente (com as excepções da despesa com pessoal e com subsídios) quer o investimento público, embora este tenha acelerado um pouco.



### 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 <sup>6</sup> €	-1 794	-4 315	253	-4 066	-3 455	-4 701	-7 896
Saldo FSA	10 <sup>6</sup> €	1 159	1 458	1 216	1 874	1 839	1 496	-905
Saldo Local e Reg.	10 <sup>6</sup> €	394	630	1 124	526	728	809	1 453
Saldo Seg. Social	10 <sup>6</sup> €	1 832	2 361	17	3 674	3 215	4 408	5 659
Saldo Total	10 <sup>6</sup> €	1 592	135	597	2 009	2 328	2 011	-1 689

Fonte: DGO.



## - PIB do 3º trimestre acelerou pelo consumo privado

A Comissão Europeia validou o OE26, tal como o de outros 11 países. Ainda assim, a Comissão estima que o aumento da despesa primária líquida (5,2%) será superior ao permitido (5,1%). No entanto, o valor contido no orçamento (4,8%) respeita a referência comunitária.

O OE26 foi aprovado, com ligeiras alterações, que não colocam em causa as metas definidas pelo executivo.

### PIB DO 3º TRIMESTRE DE 2025

Em termos homólogos, o PIB do 3º trimestre acelerou de 1,8% para 2,4%. Registou-se uma ligeira desaceleração do contributo positivo da procura interna, de 4,0% para 3,6% mas, sobretudo, uma forte diminuição do contributo negativo da procura externa líquida, de -2,2% para -1,2%.

Na procura interna, registou-se uma aceleração do consumo privado (de 3,7% para 4,0%), uma estabilização do consumo público (de 1,6% para 1,7%), mas uma clara desaceleração do investimento (de 7,0% para 4,0%).

No consumo privado, houve uma aceleração moderada em quase todas as suas componentes: sobretudo nos bens duradouros (de 8,2% para 9,7%) mas também nos bens não duradouros e serviços (de 3,2% para 3,4%), com excepção dos bens alimentares (de 2,9% para 2,4%), que são uma componente dos bens não duradouros.

A desaceleração do investimento deveu-se às existências, já que a Formação Bruta de Capital Fixo estabilizou nos 3,5%, embora com uma recomposição muito significativa. O Equipamento de Transporte passou de uma forte queda (-9,2%) para um crescimento ainda mais substancial (19,6%), mais 28,8% no trimestre, embora não haja



**- 4º trimestre com  
sinais mistos**

esclarecimentos sobre esta evolução, que poderá ser meramente pontual. No extremo oposto, as Outras Máquinas e Equipamentos passaram de 1,6% para uma queda muito acentuada (-10,0%). Já a construção acelerou de 5,8% para 7,0%.

As exportações melhoraram, de -0,1% para 1,2%, mas apresentando um comportamento decepcionante, quer no caso dos bens (1,3%), quer dos serviços (1,0%). As importações abrandaram, de 4,6% para 3,7%, devido à componente de bens, já que os serviços aceleraram, mas dentro de valores muito contidos. Os termos de troca melhoraram de novo no 3º trimestre (2,0%).

O emprego cresceu 2,8%, enquanto as horas trabalhadas subiram 3,0%, ambos acima do crescimento do PIB, o que significa que tivemos uma diminuição da produtividade, como já tinha ocorrido no trimestre anterior, uma evolução que é preocupante.

Insistimos que, com este crescimento do emprego, bastaria um aumento não muito expressivo da produtividade para termos o PIB a crescer acima dos 3% e até próximo dos 4%.

### PRÓXIMOS TRIMESTRES

O indicador diário de actividade, calculado pelo Banco de Portugal, abrandou no 3º trimestre (ao contrário do PIB), caiu em Outubro e recuperou muito ligeiramente em Novembro. O clima económico, avaliado pelo INE, acelerou no 3º trimestre, em linha com a evolução do PIB, tendo recuado marginalmente em Outubro e mais do que recuperado no mês que findou. Ou seja, os sinais sobre o início do 4º trimestre são mistos, não sendo ainda evidente a sua tendência.



### 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.

Em Outubro, a prestação do crédito à habitação registou a décima queda homóloga consecutiva (-2,5%), enquanto a taxa de juro média diminuiu pela 21ª vez, de 3,23% para 3,18%, com uma queda acumulada de 1,48 pontos percentuais, muito próxima do valor de Abril de 2023.

A alteração das tabelas de retenção do IRS teve um efeito excepcional no 3º trimestre, mas já não terá um efeito tão forte no 4º trimestre, pelo que será provável que o consumo privado não consiga manter o crescimento muito forte do trimestre precedente.

O 4º trimestre de 2024 foi muito forte, com um crescimento em cadeia de 1,2%, que dificilmente poderá ser repetido este ano. Assim, é quase certo que a taxa de variação homóloga do PIB será abaixo dos 2,4% do 3º trimestre e no conjunto do ano o crescimento deverá ser entre 1,9% e 2,0%.

A conjuntura internacional continua com elevada incerteza, merecendo destaque duas novidades: a proximidade de um acordo de paz na Ucrânia e a introdução de tarifas sobre o carbono da UE.

**- PIB de 2025 deverá crescer entre 1,9% e 2,0%**



## **- Acordo de paz sobre a Ucrânia poderá beneficiar Portugal**

Como já referido, é provável que o fim das hostilidades permita uma trajectória de normalização das exportações russas de energia, mesmo que não no imediato, contribuindo para uma diminuição dos preços da energia. Isto deverá beneficiar o nosso país, dado que ainda importamos cerca de dois terços da energia que consumimos.

Os termos do acordo de paz também poderão ter reflexo na evolução da despesa com a defesa, que é de forte aumento na próxima década. Se as negociações trouxerem tranquilidade sobre as futuras intenções da Rússia, o calendário de aumento daquela despesa poderá ser suavizado. Se, em contrapartida, aumentarem os receios sobre uma futura ameaça russa, aquela trajectória até poderá ser acelerada. Para esclarecer esta questão – muito importante – será necessário aguardar pelo desfecho diplomático e em que medida a UE o conseguirá moldar.

Em relação à introdução das tarifas sobre o carbono a nível da UE, planeadas para o início de 2026, mas que poderão ser adiadas, há o risco de reacender o conflito comercial com os EUA, como já referimos. Aqui, de novo, o problema é duplo: a redução das exportações para o mercado norte-americano devido a um eventual aumento das tarifas; a incerteza durante o processo negocial, que se poderá arrastar, paralisando um conjunto significativo de investimentos e contratações de pessoal, arrefecendo a economia europeia.

Na UE, espera-se alguma clarificação da proposta, a ser apresentada a 10 de Dezembro, de uma auto-suficiência de 70% em relação a alguns produtos da UE, nomeadamente automóveis, para diminuir a dependência da China. Aqui, mais uma vez, há o risco de esta proposta gerar conflitos não intencionados com os EUA.



**- 2026 deverá ser  
um pouco melhor  
do que 2025**

A nível nacional, mantém-se a unanimidade das diferentes instituições de que o crescimento em 2026 será ligeiramente melhor do que o registado em 2025. A conjuntura externa poderá melhorar, havendo algumas expectativas em relação às reformas propostas por Draghi.

Também se aguardam os primeiros sinais das reformas estruturais que têm vindo a ser anunciadas pelo governo português, começando a contribuir para um aumento do potencial de crescimento da nossa economia.

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.

O investimento tem condições para uma forte aceleração, se as prometidas alterações ao licenciamento se concretizarem, nomeadamente a preferência pelo deferimento tácito.

As exportações não têm tido um comportamento muito favorável e serão necessárias reformas para a melhoria da competitividade, para conseguirmos melhores resultados, através de um aumento das quotas de mercado, sobretudo naqueles onde a nossa posição é ainda muito baixa.



- O banco de horas individual é um elemento importante de flexibilidade para a economia

### 3. TEMA EXTRA

Pedro Braz Teixeira

#### NOVAS POLÍTICAS NOS EUA

Pressionado pela subida dos preços dos alimentos, Trump decidiu recuar num conjunto significativo de tarifas sobre os produtos agrícolas, embora faltem ainda esclarecer alguns detalhes.

#### CÓDIGO DO TRABALHO

O governo apresentou uma proposta de revisão da legislação laboral<sup>5</sup>, que se encontra ainda em negociação. As principais medidas são: .

**Contratos a termo.** A duração mínima dos contratos a termo passa dos actuais seis meses para um ano e a duração máxima dos actuais dois para três nos contratos a termo certo e de quatro para cinco anos nos contratos a termo incerto.

**Banco de horas individual.** Reposta a possibilidade do banco de horas individual, um elemento importante de flexibilidade para a economia.

**Outsourcing após despedimentos.** Fim das restrições criadas em 2023.

**Despedimentos mais simples.** Nas micro e pequenas empresas.

**Serviços mínimos nas greves.** Maior exigência na sua fixação.

<sup>5</sup> <https://www.portugal.gov.pt/pt/gc25/comunicacao/documento?i=trabalho-xxi-flexibilizar-para-valorizar-e-crescer-anteprojecto-de-reforma-da-legislacao-laboral>



## - Corte de Dezembro quase certo

Aguarda-se a reforma da formação profissional, para fazer face ao enorme défice de pessoal qualificado, um dos obstáculos principais ao aumento da produtividade. Para além disso, também seria conveniente uma reforma do trabalho no sector público, onde a flexibilidade é muitíssimo inferior à do sector privado, com graves consequências para a eficiência do Estado.

### 4. MERCADOS FINANCEIROS

Um novo corte de taxas pelo Fed, em Dezembro, é quase certo, esperando-se mais três cortes até final de 2026.

#### 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



Na UE, esperando-se estabilidade das taxas de juro do BCE, quase não houve alterações nos diferenciais de taxas de juro.

### 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

Aquela estabilidade também se tem traduzido em movimentos mínimos das taxas Euribor, como vem ocorrendo já há vários meses.

### 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



## - Câmbios estáveis

Apesar da perspectiva de cortes pela Fed, isso não tem tido reflexo nos câmbios, que tiveram um mês de baixa volatilidade.

### 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

## - Preços da energia em queda ligeira

As perspectivas de acordo na Ucrânia e de aumento das vendas de energia pela Rússia conduziram a uma queda ligeira dos seus preços.

### 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



## - Elevada volatilidade

Novembro foi de elevada volatilidade no mercado accionista, sobretudo nas tecnológicas, muito marcadas pela IA, com o NASDAQ a chegar a cair 8%, para recuperar no final do mês, também animado pelos bons resultados daquelas empresas.

### 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

