



**FORUM PARA A
COMPETITIVIDADE**

NOTA DE CONJUNTURA Nº 125
SETEMBRO DE 2026

Esta Nota de Conjuntura, da responsabilidade
do Fórum para a Competitividade,
inclui informação publicada até 07.10.2026

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O PATROCÍNIO DE:



**Jerónimo
Martins**

The logo for Jerónimo Martins features the name "Jerónimo Martins" in a bold, serif font. The "J" is large and prominent, and the "M" is also large and prominent. The text is arranged in two lines, with "Jerónimo" on the top line and "Martins" on the bottom line.

RESUMO EXECUTIVO

- As previsões intercalares da OCDE para as maiores economias revelam maior resiliência para 2026, mas menor optimismo para 2027. Para a zona euro, isto traduz-se na manutenção de um crescimento de 1,0% em ambos os anos, abaixo da tendência, de cerca de 1,5%.
- Em Setembro, registou-se um movimento generalizado de subida das taxas de juro, de curto e de longo prazo. Do aumento registado durante este ano, cerca de metade concentrou-se no último mês.
- O BCE subiu as taxas de referência e espera-se agora que haja mais quatro subidas nos próximos 12 meses.
- Em Setembro, o clima económico em Portugal recuou para o nível mais baixo desde Abril, com redução de confiança na maioria dos sectores. A confiança dos consumidores caiu pelo terceiro mês consecutivo, mas manteve-se acima dos valores de Maio.
- Em Setembro, a inflação subiu de 3,3% para 3,6%, um máximo de mais de três anos, devido a uma nova aceleração dos preços da energia.
- Em Julho, as exportações de bens abrandaram de 10,7% para 6,5%, mas crescendo pelo quinto mês consecutivo.
- Em Agosto, a taxa de desemprego manteve-se nos 5,7%, mas o emprego desacelerou pelo terceiro mês consecutivo, de 1,6% para 0,9%, quando em Maio chegou a crescer 2,8%.
- No 1º semestre, em contabilidade nacional, registou-se um excedente orçamental de 800 milhões de euros (0,3% do PIB anual), o que permite que no conjunto do ano possa registar-se um ligeiro excedente.
- O Forum para a Competitividade estima que no 3º trimestre o PIB tenha variado em cadeia entre 0,3% e 0,5% (0,8% no 2º trimestre), a que corresponde uma evolução homóloga entre 2,2% e 2,4% (2,5% no 2º trimestre).
- Com o crescimento robusto do 1º semestre próximo dos 2,5%, é quase inevitável que o crescimento para o conjunto de 2026 fique acima dos 2%.
- França é um dos riscos mais significativos para os próximos tempos. Portugal poderá ser afectado por duas vias: pelas exportações e pelas condições de financiamento.
- Do (pouco) que se sabe sobre o Orçamento para 2027, espera-se um ligeiro excedente e uma nova redução da dívida pública. Não deverá haver grandes medidas, destacando-se a já prometida redução do IRC para 19%.

ÍNDICE

1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

Segurança	5
Previsões da OCDE	5
EUA	7
China	7
Zona euro	7

2. CONJUNTURA NACIONAL

Indústria e construção	9
Serviços	10
Energia	11
Inflação	12
Exportações de bens	13
Turismo	15
Contas externas	15
Mercado de trabalho	17
Fundos europeus	18
Contas públicas	18
PIB do 3º trimestre de 2026	20
Próximos trimestres	22

3. TEMAS EXTRA

Orçamento de Estado para 2027	24
-------------------------------	----

4. MERCADOS FINANCEIROS

	26
--	----

5. AGENDA

	29
--	----



- Proposta do Irão recusada

- “Resiliência perante choques sucessivos”

1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

Pedro Braz Teixeira¹

SEGURANÇA

O Irão apresentou uma proposta de um cessar-fogo, que abriria o estreito de Ormuz em sete dias, baseado no entendimento conseguido em Junho. No entanto, os EUA recusaram a proposta, o que provocou uma nova escalada dos preços da energia.

Na Europa, têm aumentado os receios em relação à Rússia, com o surgimento de ataques “híbridos” sobre o território de vários países da UE.

PREVISÕES DA OCDE

A OCDE publicou o seu relatório intercalar², sobre as maiores economias, que inclui uma ligeira revisão em alta do crescimento em 2026 (de 2,8% para 2,9%), compensada por equivalente revisão em baixa para o próximo ano (de 3,1% para 3,0%). O crescimento mundial abrandou no 1º semestre, mas revelou-se mais resiliente do que o esperado. Os impactos do conflito no Médio Oriente foram contidos com o recurso às reservas de petróleo, à produção de outras regiões e aos apoios públicos. O investimento associado à IA também ajudou a sustentar a produção, o comércio e o crescimento, com destaque para os EUA.

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.oecd.org/en/publications/oecd-economic-outlook-interim-report-september-2026/f751d02b-en.html>



Previsões da OCDE, PIB

País	2025	2026	2027
Mundo	3,4	2,9	3,0
Alemanha	0,3	1,1	1,1
Brasil	2,3	2,0	1,9
China	5,0	4,5	4,2
Coreia do Sul	1,1	3,7	2,6
Espanha	2,8	2,6	1,8
Estados Unidos	2,1	2,2	2,1
França	0,9	0,4	0,7
Índia	7,8	7,1	6,5
Itália	0,5	0,9	0,6
Japão	1,2	0,8	0,7
Reino Unido	1,3	1,1	1,0
Rússia	1,0	0,5	0,6
Turquia	3,7	2,7	3,6
Zona Euro	1,3	1,0	1,0



- Fed subiu taxas por unanimidade

EUA

A Reserva Federal subiu as suas taxas de referência, pela primeira vez desde 2023, e por unanimidade. Para além disso, o seu novo presidente adoptou um discurso mais duro, levando os mercados a antecipar mais uma subida até ao final do ano e quatro aumentos nos próximos 12 meses.

Em Agosto, a taxa de inflação estabilizou nos 3,4%, tal como o esperado, tendo a inflação subjacente caído de novo. Já a criação de emprego foi mais forte do que o esperado, embora em Setembro se tenha revelado fraca.

CHINA

Em Agosto, as vendas a retalho desaceleraram, de uma base muito baixa, enquanto o investimento agravou a queda, reforçando a debilidade da procura interna chinesa. No entanto, a produção industrial e as exportações aceleraram, reforçando a divergência entre estas partes da economia.

ZONA EURO

Como era largamente esperado, o BCE subiu as taxas de referência em 25 pontos base, tendo a taxa de depósito passado de 2,25% para 2,5%. Nas novas previsões, há um ligeiro aumento nas perspectivas de crescimento (de 0,8% para 0,9% em 2026 e de 1,2% para 1,4% em 2027) e maior pessimismo na inflação, não em relação a 2026 (nos 3,0%), em 2027 (de 2,3% para 2,5%) e 2028 (com a inflação a manter-se acima dos 2%, em particular no caso da inflação subjacente (2,3%). Como Lagarde explicitou, a inflação

- BCE subiu taxas em Setembro, como esperado



- Actividade com máximo de mais de três anos

durará mais do que o esperado. Os mercados estão agora convictos de que haverá uma nova subida de taxas até ao final do ano e provavelmente outra no 1º trimestre de 2027. A variação em cadeia do PIB da zona euro no 2º trimestre foi revisto em alta, de 0,4% para 0,6%, acelerando face aos 0% do 1º trimestre. Mais uma vez, foi a Irlanda que viu os valores revistos de forma extremamente significativa, de 3,9% para 10,2%, tornando difícil a leitura dos dados agregados. Em termos homólogos, registou-se uma aceleração, de 0,6% para 1,2%.

Em Setembro, a actividade na zona euro expandiu-se de novo, para um máximo de mais de três anos, desta feita com estabilização na indústria e um novo máximo de 10 meses da actividade nos serviços. Registou-se um novo aumento das novas encomendas, enquanto o emprego cresceu pouco. Apesar disso, verificou-se um novo recuo na confiança empresarial para um mínimo de três meses.

Indicadores da zona euro

Indicador	Uni.	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set
PMI total	-	51,9	50,7	48,8	48,5	50,0	52,0	52,0	53,1
Produção industrial	tvh	-1,0	-2,8	0,4	-0,2	-0,3	0,0		
PMI na indústria	-	51,9	51,6	52,2	51,3	51,7	52,9	53,3	53,4
Vendas a retalho	tvh	1,3	2,1	0,9	1,9	1,4	0,6		
PMI nos serviços	-	51,9	50,2	47,6	47,7	49,4	51,7	51,6	53,0
Desemprego	%	6,4	6,3	6,4	6,3	6,4	6,4		

Fonte: Eurostat, IHS Markit.



- Queda do clima económico

2. CONJUNTURA NACIONAL

INDÚSTRIA E CONSTRUÇÃO

Em Setembro, o clima económico recuou para o nível mais baixo desde Abril, com redução de confiança na maioria dos sectores. Na indústria, a confiança recuperou ligeiramente, enquanto na construção a confiança diminuiu para valores próximos dos registados em Março.

Dados da indústria e construção

Indicador	Uni.	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set
Indicador de Clima Económico	-	2,8	2,5	2,7	2,8	2,9	2,8	2,9	2,7
Volume de Negócios na Indústria	tvh	-4,3	10,4	9,4	6,8	6,6	5,6		
Produção industrial	tvh	-3,9	4,1	0	-1,6	-1,1	-0,8	-3,8	
Confiança na Indústria Transformadora	-	-2,2	-1,7	-4,5	-4,4	-4,4	-4,1	-4,7	-4,1
Índice de Produção na Construção	tvh	0,7	3,1	3,0	2,7	2,0	1,8		
Vendas de cimento	tvh	-14,2	26,1	17,9	-1,6	12,2	6,8	9,9	
Confiança na Construção	-	2,6	2,0	4,2	5,1	3,6	5,1	6,1	2,3
Custos na Construção	tvh	4,8	5,7	6,0	6,9	7,4	6,8		

Fonte: INE, Banco de Portugal.



- Nova queda da confiança dos consumidores

SERVIÇOS

Em Setembro, a confiança dos consumidores caiu pelo terceiro mês consecutivo, mas manteve-se acima dos valores de Maio. A confiança no comércio a retalho retraiu-se muito ligeiramente, tendo melhorado de novo nos serviços, com excepção das perspectivas de procura no alojamento.

Dados dos serviços

Indicador	Uni.	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set
Confiança dos consumidores	-	-17,0	-25,4	-29,4	-26,4	-21,8	-19,5	-20,1	-22,3
Vendas no Comércio a Retalho	tvh	0,2	6,0	5,2	3,2	2,7	2,6	2,4	
Confiança no comércio a retalho	-	4,4	3,7	4,9	5,4	7,7	6,2	4,4	4,2
Vendas veículos ligeiros de passageiros	tvh	5,5	8,5	15,1	6,5	13,7	3,5	8,4	15,2
Vendas de veículos comerciais ligeiros	tvh	-25,3	14,0	7,7	13,0	22,5	25,8	21,8	4,7
Volume de Negócios nos Serviços	tvh	0,8	5,3	6,2	1,8	4,6	2,1		
Confiança nos serviços	-	7,4	8,6	7,7	8,7	9,2	7,4	8,6	10,5
Procura nos próximos 3 meses – alojamento e restauração	-	0,1	9,0	4,2	12,6	11,0	16,3	15,3	9,1

Fonte: ACAP, INE.



- Forte aumento de preços

ENERGIA

Registou-se um forte aumento de preços do petróleo bruto e dos produtos refinados, com o aumento do risco no Médio Oriente, em particular pela interrupção temporária do gasoduto da Arábia Saudita entre o Golfo Pérsico e o mar Vermelho. Para além disso, parece mais longínquo o final do conflito e mais provável que persistam as actuais dificuldades, após mais uma rejeição dos EUA do plano proposto pelo Irão.

Os EUA ameaçaram proibir a exportação de gasóleo, mas recuaram na intenção, também devido ao acordo de vários países europeus de libertarem 100 milhões de barris deste combustível das suas reservas estratégicas.

Dados de energia

Indicador	Uni.	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
Consumo de energia eléctrica	tvh	6,0	4,6	1,3	1,9	3,5	2,4	1,8	2,3
Preço da gasolina 95	€/l	1,659	1,675	1,818	1,917	1,993	1,907	1,929	1,958
Preço do gasóleo	€/l	1,547	1,586	1,868	2,050	1,972	1,837	1,880	2,030
Preço do gás natural	€/MWh	33,9	32,4	52,9	45,2	47,2	44,9	54,0	62,1
Preço da electricidade por grosso	€/MWh	71,2	16,4	40,8	42,4	54,1	70,3	107,0	121,4

Fonte: DGEG, Bloomberg, OMIE.



- Inflação em máximo de mais de três anos

INFLAÇÃO

Em Portugal, em Setembro, a inflação subiu de 3,3% para 3,6%, um máximo de mais de três anos, devido a uma nova aceleração dos preços da energia, de 12,2% para 15,4%. A inflação subjacente (excluindo produtos energéticos e bens alimentares não transformados) também aumentou, de 2,6% para 2,7%, tal como a inflação média, de 2,7% para 2,8%.

Indicadores de inflação, Zona euro e Portugal

Indicador	Uni.	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set
Inflação (euro)	tvh	2,6	3,0	3,2	2,8	2,9	3,2	3,8
Inflação subjacente (euro)	tvh	2,2	2,1	2,3	2,1	2,2	2,1	2,2
Preços serviços (euro)	tvh	3,2	3,0	3,5	3,2	3,3	3,0	3,2
Preços energia (euro)	tvh	5,1	10,8	10,8	8,5	10,3	14,3	18,8
Inflação	tvh	2,7	3,3	3,3	3,2	3,0	3,3	3,6
Inflação subjacente	tvh	2,0	2,2	2,2	2,5	2,6	2,6	2,7
Preços aliment. não transf.	tvh	6,4	7,5	5,7	5,1	3,7	3,4	3,6
Preços energia	tvh	5,7	11,7	13,1	9,1	8,7	12,2	15,4
Inflação média	tvh	2,3	2,4	2,5	2,6	2,6	2,7	2,8
Diferencial Portugal - euro		0,2	0,4	0,1	0,4	0,1	0	-0,2
Câmbio Euro - dólar	tvh	6,9	4,4	3,5	0	-2,2	-0,3	-1,9
Preços na produção industrial (PPI)	tvh	0	3,8	5,1	5,1	5,7	7,2	

Fonte: Eurostat, INE.



- Abrandamento das exportações em Julho

Na zona euro, a aceleração da inflação foi ainda mais intensa, de 3,2% para 3,8% (ultrapassando a portuguesa, o que já não ocorria desde Abril de 2025), também para um máximo de três anos, devido aos preços da energia, enquanto a inflação subjacente subiu apenas uma décima, de 2,1% para 2,2%, mantendo-se muito contida.

EXPORTAÇÕES DE BENS

Em Julho, as exportações de bens abrandaram de 10,7% para 6,5%, mas crescendo pelo quinto mês consecutivo. Excluídos os trabalhos por encomenda, o crescimento foi um pouco maior (7,0% em vez de 6,5%).

De acordo com o INE, “por categorias de produtos, para além dos Combustíveis e lubrificantes, destacaram-se também os aumentos das exportações de Fornecimentos industriais (+8,1%), principalmente de Metais comuns, e de Máquinas e outros bens de capital (+12,5%), maioritariamente Máquinas e Aparelhos. Em sentido contrário, salienta-se o decréscimo do Material de transporte (-9,3%), sobretudo de Automóveis de passageiros.”

As importações de combustíveis continuaram com muito elevadas taxas de crescimento (42,7%), mas o total quase estagnou, o que permitiu um desagravamento do défice da balança comercial de bens em 393 milhões de euros, para 3 052 milhões de euros.



Comércio externo de bens, taxas de variação homóloga

Indicador	Dez	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul
Exportações – total	0,3	-14,8	-14,5	11,3	16,0	5,4	10,7	6,5
Espanha	1,5	-7,4	-9,2	6,3	11,1	2,3	13,2	11,0
Alemanha	3,7	-44,3	-42,1	19,1	12,0	16,6	6,2	5,3
França	7,5	-0,8	-3,8	7,9	12,5	-4,4	4,8	1,1
EUA	-25,9	-13,0	-34,4	-25,1	-8,7	-7,0	12,2	2,6
Reino Unido	-21,5	-24,9	-21,3	19,9	20,2	-0,9	-13,0	-10,3
Itália	5,7	-2,8	-0,3	17,3	12,0	-1,6	-3,3	0,3
Países Baixos	-20,7	-6,2	-5,2	-0,9	26,0	1,3	-0,8	-12,1
Bélgica	-14,9	-27,9	2,1	24,1	12,7	56,0	-19,3	5,1
Polónia	11,9	5,9	-4,6	-0,6	18,8	12,8	24,4	12,9
Angola	-3,2	-12,2	-0,7	19,4	32,7	-0,3	34,5	3,4
Importações – total	-1,2	0,8	-4,2	13,7	9,8	-1,9	19,6	0,6
Import. sem combustíveis	6,4	1,1	-1,0	14,6	7,1	-7,3	16,5	-3,1
Importações combustíveis	-52,7	-2,7	-31,3	5,4	39,1	67,8	50,1	42,7

Fonte: INE.



- Quase estabilização em Agosto

- Prossegue a diminuição do excedente externo

TURISMO

Em Agosto, registou-se uma quase estabilização da actividade, com abrandamento muito ligeiro quer dos proveitos quer do total de dormidas. O que variou foi a composição destas, com um forte abrandamento no caso dos residentes e aceleração dos não residentes.

Dados do turismo

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

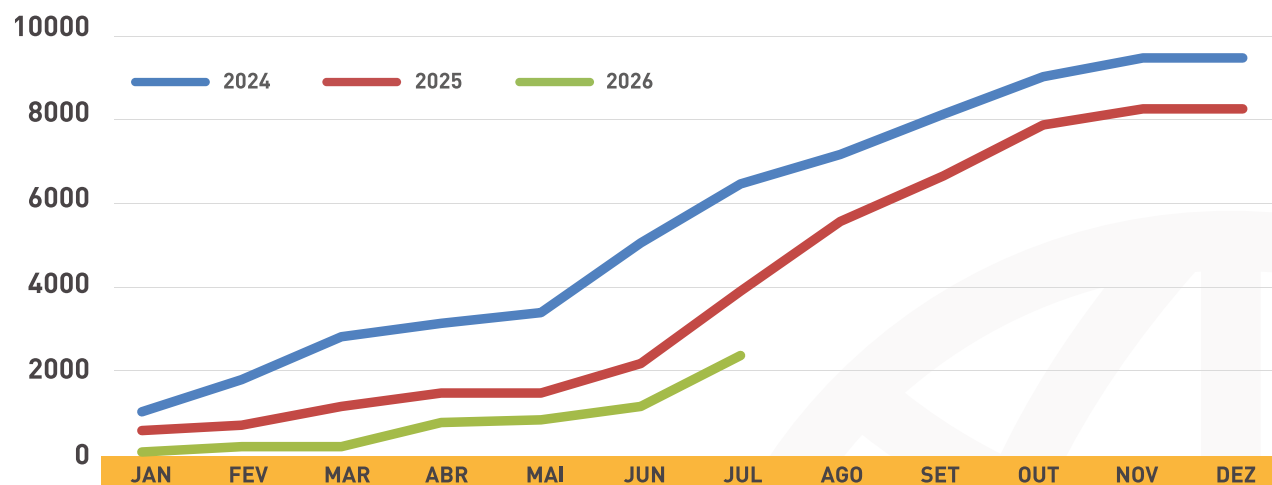
Fonte: INE.

CONTAS EXTERNAS

Até Julho, a economia portuguesa registou um excedente externo de 2 397 milhões de euros, inferior ao excedente de 3 960 milhões de euros registado no período homólogo. Verificou-se um aumento de 2,7 mil milhões de euros do défice da balança de bens, bem como uma subida de 1,3 mil milhões de euros do excedente da balança de capital, que reflecte o incremento dos recebimentos de indemnizações de resseguros provenientes do exterior, assim como pelo crescimento das atribuições aos beneficiários finais, de fundos do PRR.



Balanças corrente e de capital (milhões de euros)



Fonte: Banco de Portugal.



- Emprego a desacelerar

MERCADO DE TRABALHO

Em Agosto, a taxa de desemprego manteve-se nos 5,7%, mas o emprego desacelerou pelo terceiro mês consecutivo, de 1,6% para 0,9%, quando em Maio chegou a crescer 2,8%. O que permitiu a manutenção da taxa de desemprego foi a desaceleração da população activa, que abrandou de 2,1% em Maio para 0,8% em Agosto.

Mercado de trabalho

Indicador	Uni.	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
Taxa de desemprego	%	6,0	5,9	5,7	5,6	5,7	5,7	5,7
Desempregados	milhares	335,9	332,5	323,4	315,8	323,0	320,6	324,6
Subutilização do trabalho	%	9,9	9,8	9,7	9,5	9,3	9,6	9,7
População activa	tvh	1,9	2,1	1,7	2,1	1,8	1,5	0,8
Emprego	tvh	2,2	2,5	2,3	2,8	2,1	1,6	0,9

Fonte: INE.



- Manutenção de excedente

FUNDOS EUROPEUS

O aumento dos pagamentos a Beneficiários Directos e Finais do PRR até 23 de Setembro foi de 1 138 milhões, totalizando 15 601 milhões de euros (71% do total).

Em relação aos projectos destinados às empresas, verificou-se um incremento de 202 milhões de euros nos pagamentos para 5 417 milhões de euros (60% do montante aprovado).

CONTAS PÚBLICAS

Até Agosto, o saldo orçamental registou um excedente de 249 milhões de euros em contabilidade pública (numa óptica de caixa), um valor apenas ligeiramente abaixo do verificado no mês anterior. O crescimento da receita corrente (7,0%) permaneceu um pouco acima do orçamentado, ao contrário da receita de capital, enquanto a despesa total foi quase igual ao previsto, quer na componente corrente quer na de capital. Destaque-se a aceleração do investimento público, em particular o investimento no SNS, que mais do que triplicou.



Execução orçamental (contabilidade pública, valores acumulados)

Componente	Uni.	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	OE26
Receita corrente	tvh	6,1	5,6	4,3	6,8	7,0	7,0	6,6
Receita fiscal	tvh	2,3	2,1	3,0	3,2	4,2	4,9	3,5
IVA	tvh	1,3	0,7	4,8	7,9	6,8	8,8	3,1
IRS	tvh	3,1	3,1	0,1	3,1	5,9	7,1	4,9
IRC	tvh	-25,4	-20,0	-9,3	-16,7	-2,1	-5,7	-4,5
Contribuições SS	tvh	7,4	7,6	7,1	6,8	6,7	6,8	5,0
Receita de capital	tvh	8,8	9,3	5,4	16,0	21,2	39,1	70,6
Receita total	tvh	6,1	5,7	4,4	7,0	7,4	7,9	8,6
Despesa corrente	tvh	10,8	9,0	8,2	8,9	8,2	7,5	7,4
Pessoal	tvh	6,6	7,0	6,2	6,3	6,2	5,5	4,8
Bens e serviços	tvh	38,1	30,5	24,6	23,9	18,9	18,3	2,3
Juros	tvh	3,9	3,1	0,8	11,8	10,2	10,4	5,1
Transferências	tvh	6,2	5,6	5,5	5,9	5,9	5,3	6,6
Subsídios	tvh	7,4	-3,8	9,6	14,6	13,8	13,5	4,5
Investimento	tvh	35,7	37,2	34,9	37,8	40,4	47,5	38,3
Investimento SNS	tvh	130,0	93,5	51,5	63,6	111,4	226,5	177,7
Despesa total	tvh	11,9	10,5	9,7	11,3	10,6	10,4	10,5
Saldo Estado	10 ⁶ €	-2 430	-5 432	-7 030	-6 726	-6 297	-7 285	-7 883
Saldo FSA	10 ⁶ €	-94	265	970	889	1 215	1 316	-346
Saldo Local e Reg.	10 ⁶ €	544	734	623	935	948	1 095	815
Saldo Seg. Social	10 ⁶ €	2 189	2 885	3 676	4 689	4 416	5 123	6 439
Saldo Total	10 ⁶ €	209	-1 548	-1 762	-213	282	249	-975

Fonte: Entidade Orçamental.



**- Medidas
extraordinárias valem
0,1% do PIB**

**- 3º trimestre mais
fraco**

No 1º semestre, em contabilidade nacional (a relevante para a avaliação da UE), registou-se um excedente orçamental de 800 milhões de euros (0,3% do PIB anual), o que permite que no conjunto do ano possa registar-se um ligeiro excedente.

Até ao final do ano haverá redução do IRS e aumento extraordinário dos pensionistas, que o governo estima que custarão 400 milhões de euros (0,1% do PIB), um valor inferior à margem orçamental registada até agora.

A dívida pública no final de 2025 foi revista em baixa de 89,7% para 89,2% do PIB, uma boa notícia, sobretudo num momento em que os mercados financeiros estão a aumentar a pressão sobre o financiamento dos tesouros de vários países, em particular os EUA e a França, cuja dívida pública está numa trajectória ascendente.

PIB DO 3º TRIMESTRE DE 2026

O indicador diário de actividade, calculado pelo Banco de Portugal, recuperou no 4º trimestre e no início do 1º trimestre, caiu abruptamente em Março, recuperou no resto do 2º trimestre, enfraqueceu em Julho e Agosto e pode-se dizer que estabilizou num nível baixo. O clima económico, avaliado pelo INE, melhorou no 4º trimestre, abrandou no 1º trimestre, teve uma ligeira melhoria no 2º trimestre e tem tido flutuações marginais desde então. Embora estes dados não transmitam informação convergente, pode-se dizer que o 3º trimestre está a perder ritmo, sobretudo no final.



Indicador diário de actividade e clima económico

Indicador	4T25	1T26	2T26	3T26	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set
PIB (tvh)	1,9	2,4	2,5							
DEI	2,2	2,6	1,3	0,8	0,9	1,4	1,6	1,2	0,4	0,5
Clima	3,0	2,7	2,8	2,8	2,7	2,8	2,9	2,8	2,9	2,7

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

- Cerca de metade da subida das taxas de juro no ano ocorreu em Setembro

- Forum para a Competitividade estima que no 3º trimestre o PIB tenha variado em cadeia entre 0,3% e 0,5%

Em Agosto, a prestação do crédito à habitação acelerou, de 6,1% para 5,1%, tendo o seu valor nominal atingido um novo máximo, com uma subida marginal da taxa de juro média para 3,16%. A incerteza sobre a evolução das tensões no Médio Oriente deverá continuar a afectar as taxas de juro, havendo menor optimismo sobre a sua evolução.

Aliás, no mês que findou, registou-se uma subida muito nítida das taxas de juro nos diferentes prazos. Se olharmos para a subida das taxas de juro entre o final de 2025 e o final do 3º trimestre de 2026, verificamos que cerca de metade deste aumento ocorreu em Setembro.

No 3º trimestre, verificou-se um bom comportamento do consumo, sobretudo de bens duradouros (com destaque para os automóveis), mas no investimento os dados são menos conclusivos. As exportações iniciaram o trimestre com algum enfraquecimento e é improvável que tenham conseguido melhorar, devido ao enfraquecimento do ambiente internacional.

Assim, o Forum para a Competitividade estima que no 3º trimestre o PIB tenha variado em cadeia entre 0,3% e 0,5% (0,8% no 2º trimestre), a que corresponde uma evolução homóloga entre 2,2% e 2,4% (2,5% no 2º trimestre).



- Deterioração das perspectivas

- Os riscos de França deverão aumentar nos próximos trimestres

PRÓXIMOS TRIMESTRES

Durante o mês de Setembro, deu-se um movimento curioso. Por um lado, as perspectivas de crescimento para o conjunto de 2026 foram revistas em alta ligeira, mas a confiança sobre o próximo ano recuou. Nos mercados financeiros, esse movimento foi especialmente evidente, se atentarmos no facto de metade da subida das taxas de juro no corrente ano ter ocorrido no mês que findou.

O aumento das taxas de juro de curto prazo foi motivado pela consciência de que o conflito no Médio Oriente ainda está para durar, que os preços de energia elevados vão persistir, que o seu impacto sobre a inflação será mais duradouro e que os bancos centrais serão obrigados a subir mais as taxas de juro do que se antecipava até ao final de Agosto.

Já a subida das taxas de juro de longo prazo parece decorrer da dificuldade na diminuição de défices públicos, em particular nos EUA e França, mas também do reforço crescente do investimento associado à Inteligência Artificial, que representa um aumento estrutural da procura de fundos, que aumenta a taxa de juro real de equilíbrio de médio prazo. Isto significa que mesmo Estados com finanças públicas saudáveis terão que contar com um aumento estrutural das taxas de juro reais que terão que pagar nos próximos anos. Como é evidente, aqueles com problemas de consolidação orçamental enfrentarão custos ainda mais elevados.

O caso de França destaca-se, como a aproximação de eleições presidenciais, com os dois principais candidatos a provirem de extremos e sem soluções para a trajectória insustentável da dívida pública gaulesa. Este é um dos riscos mais significativos para os próximos tempos. Portugal poderá ser afectado por duas vias. Por um lado, a subida das taxas de juro em França poderá abrandar o desempenho desta economia, a



**- O crescimento do PIB
português em 2026
poderá ficar acima dos
2%**

segunda maior da UE e o nosso terceiro maior parceiro comercial (em 2026 quase igual ao segundo, a Alemanha), afectando também várias outras, abrandando o conjunto da economia europeia. Ainda por cima, num contexto de inflação elevada, que deverá impedir o BCE de contrariar essa desaceleração económica com descida das taxas de juro.

Um segundo canal de perturbação poderá ocorrer via taxas de juro de longo prazo. À partida, o nosso país poderia estar numa posição privilegiada, pela queda sucessiva da dívida pública, mas é difícil que uma crise grave na dívida francesa não venha a ter repercussões negativas na portuguesa.

Em Portugal, como vimos, o 3º trimestre será de abrandamento e é provável que esta tendência prossiga nos trimestres seguintes, sobretudo dada a conjuntura internacional e a subida das taxas de juro, que tenderá a abrandar o consumo das famílias e o investimento das empresas.

As perspectivas sobre a zona euro foram revistas em baixa (não no caso do BCE, mas que nos parece que está a desconsiderar riscos políticos) e os referidos riscos sobre França poderão abrandar ainda mais o conjunto daquela economia, impedindo as exportações portuguesas de exibirem um dinamismo significativo. A depreciação do euro que tem acompanhado os riscos franceses poderá limitar perdas maiores, mas é expectável que os primeiros efeitos prevaleçam.

Ainda assim, com o crescimento robusto do 1º semestre próximo dos 2,5%, é quase inevitável que o crescimento para o conjunto de 2026 fique acima dos 2%.



- Governo espera um crescimento de cerca de 2% em 2027

- Riscos de derrapagem da despesa

3. TEMA EXTRA

Pedro Braz Teixeira

ORÇAMENTO DE ESTADO PARA 2027

A informação que se conhece é fragmentária e por vezes de fonte indirecta, mas fazemos aqui um pequeno resumo. O cenário macroeconómico parece pressupor um crescimento em torno de 2%, próximo do que se deve verificar em 2026 e acima dos cerca de 1% que se perspectivam para a zona euro. Tal como nesta área, espera-se uma estabilização face ao ano corrente, o que é razoável, não obstante as incertezas significativas, nomeadamente a persistência do conflito no Médio Oriente.

Em relação às grandes metas orçamentais, há indicações de que se pretende repetir o ligeiro excedente projectado para o corrente ano e uma nova redução da dívida pública. As estimativas do Conselho de Finanças Públicas (CFP), que ainda não incorporam a recente revisão em baixa, apontam para uma redução da dívida pública de 85,9% em 2026 para 83,5% do PIB em 2027.

Do lado da despesa, há exigências mais estritas por parte de Bruxelas para a despesa líquida, que deverá desacelerar de 5,1% em 2026 para 1,2% em 2027, uma meta adicional à meta sobre o saldo orçamental. Ou seja, mesmo com excedente, esta exigência poderá não ser cumprida, até porque a Comissão Europeia estima um crescimento muito superior (5,5%), o que seria uma forte derrapagem.

Como já tínhamos assinalado no mês passado, de acordo com o Quadro de Políticas Invariantes enviado pelo Ministério das Finanças à Assembleia da República, as medidas já aprovadas com impacto no Orçamento de Estado para 2027 têm um impacto de



- Destaque para a descida do IRC

4 783 milhões de euros, um pouco acima do valor homólogo (4 449 milhões de euros). Os juros deverão aumentar 776 milhões de euros, face aos 6,3 mil milhões que estão previstos para o ano corrente.

Assim, há já compromissos de um aumento significativo da despesa, para além de riscos de coligações parlamentares que possam aprovar aumentos adicionais da despesa.

Do lado da receita, não deverá haver alterações significativas nas taxas de imposto, como tem vindo a ser hábito por parte deste governo, com a excepção da redução da taxa de IRC de 20% para 19%, anteriormente negociada, que deverá corresponder a uma redução da receita de cerca de 300 milhões de euros (0,1% do PIB). É possível que venha a haver uma nova redução marginal do IRS, mas talvez apenas decidida no final de 2027, como ocorreu no ano corrente.

Finalmente, temos a questão da absorção das surpresas económicas e outras pelas contas públicas. Infelizmente, como sabemos, a variável mais usada para as amortecer tem sido o investimento público, com grandes perdas para o nosso potencial de crescimento e produtividade, como foi quantificado pelo Miguel Faria de Castro em “A erosão persistente do capital público em Portugal”³, a que já fizemos referência.

Por isso, voltamos a reproduzir a ideia desse artigo, expressa no último parágrafo (nosso negrito): “Se são estas as dinâmicas que têm conduzido ao declínio do investimento público, a solução poderá passar por tornar mais claros os custos desse declínio — por exemplo, **explicitando, em cada Orçamento do Estado, quanto é necessário investir apenas para manter o stock de capital**. Caso contrário, continuaremos a adiar custos que acabam por se refletir na produtividade, no rendimento e na qualidade dos serviços públicos.”

³ <https://eco.sapo.pt/especiais/a-erosao-persistente-do-capital-publico-em-portugal/>



- Forte subida das taxas de juro

4. MERCADOS FINANCEIROS

O aumento das tensões no Médio Oriente levou os bancos centrais a subir as taxas de juro de curto, movimento que se prolongou nos restantes prazos.

Taxas de juro a 10 anos (nível)

País	31-Dez	31-Mar	30-Jun	31-Jul	31-Ago	30-Set
EUA	4,17	4,32	4,47	4,73	4,75	5,28
Alemanha	2,86	3,00	2,84	3,21	3,32	3,59

Fonte: Bloomberg

As taxas de juro em França subiram de novo, com a persistência das dificuldades orçamentais e a perspectiva de serem muito difíceis de serem resolvidas pelos principais candidatos às eleições presidenciais da próxima Primavera.

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	1	14	8	4	4	15
França	71	72	79	79	85	127
Espanha	43	50	48	45	45	55
Itália	70	90	77	81	83	103
Portugal	30	45	38	34	35	42

Fonte: Bloomberg



- Mais uma subida das taxas pelo BCE em 2026

As Euribor subiram com a expectativa de quatro subidas das taxas do BCE nos próximos 12 meses.

Taxas Euribor (nível)

Prazo	31-Dez	31-Mar	30-Jun	31-Jul	31-Ago	30-Set
3 meses	2,03	2,08	2,32	2,48	2,57	2,62
6 meses	2,11	2,48	2,57	2,71	2,76	3,07
12 meses	2,24	2,87	2,73	2,96	2,98	3,33

Fonte: Bloomberg

- Valorização do dólar

O discurso mais convincente do novo presidente da Reserva Federal suportou uma valorização do dólar nos mercados cambiais.

Taxas de câmbio (nível)

Moedas	31-Dez	31-Mar	30-Jun	31-Jul	31-Ago	30-Set
EUR/USD	1,174	1,154	1,141	1,153	1,162	1,134
CAD/USD	0,729	0,718	0,704	0,713	0,722	0,703
GBP/USD	1,345	1,322	1,325	1,348	1,355	1,326
CHN/USD	6,979	6,898	6,792	6,752	6,719	6,709

Fonte: Bloomberg

- Brent de novo acima dos 100 dólares

O aumento das tensões no Médio Oriente fez com a cotação do Brent voltasse a ultrapassar os 100 dólares.



- Recuperação das tecnológicas

Matérias primas (nível)

Matéria prima	31-Dez	31-Mar	30-Jun	31-Jul	31-Ago	30-Set
Brent	60,9	118,4	72,9	90,1	90,5	103,5
Gás Natural	28,2	50,8	43,4	59,1	69,8	72,4
Ouro	4 319	4 638	4 026	4 046,2	4 433	4 158

Fonte: Bloomberg

A subida das cotações das acções concentrou-se sobretudo nas empresas tecnológicas, suportada nos bons resultados.

Mercados bolsistas (taxas de variação)

Mercados	31-Dez	31-Mar	30-Jun	31-Jul	31-Ago	30-Set
Dow Jones	0,7%	-5,4%	2,5%	-1,4%	1,3%	-4,3%
S&P 500	-0,1%	-5,1%	-1,1%	-2,4%	2,6%	-0,5%
NASDAQ 100	-0,7%	-4,9%	-0,2%	-10,2%	4,2%	3,2%
STOXX 600	2,7%	-8,0%	2,5%	0,5%	0,3%	-2,5%
STOXX 50	2,2%	-9,3%	4,6%	-1,3%	1,0%	-2,4%
FTSE 100	2,2%	-6,7%	0,8%	3,9%	-0,4%	-2,0%
DAX	2,7%	-10,3%	-0,4%	1,9%	2,5%	-4,0%
CAC40	0,3%	-8,9%	2,7%	0,1%	-2,1%	-4,4%
MIB	3,7%	-6,1%	3,3%	-0,5%	0,8%	-2,4%
IBEX35	5,7%	-7,1%	6,0%	-0,3%	1,0%	-2,7%
PSI	1,9%	-1,6%	0,6%	-0,9%	3,5%	2,4%

Fonte: Bloomberg



5. AGENDA

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

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O APOIO DE:



ORDEM
DOS
ENGENHEIROS

