

2T 2026

PORTUGAL

Choque Energético e Resiliência Orçamental

Relatório Macroeconómico

Executive Summary

Sumário Executivo

A economia portuguesa teve um bom desempenho em 2025. O PIB real cresceu 1,9% (INE), confortavelmente acima dos 1,3% da zona euro, e o país entrou em 2026 com dinâmica positiva. Essa dinâmica foi entretanto travada. No 1T 2026, o PIB ainda cresceu 2,3% em termos homólogos (estimativa rápida do INE), bastante acima dos 0,8% da zona euro, mas estagnou em 0,0% em cadeia, abaixo dos 0,9% revistos do 4T 2025. O Banco de Portugal projeta agora um crescimento de 1,8% para 2026, menos meio ponto percentual face à estimativa de 2,3% de dezembro. As razões: o conflito no Médio Oriente, um choque dos preços da energia e uma procura mais fraca do resto da Europa. Portugal continua a superar a média. A questão é por quanto tempo isso se mantém com tantos ventos contrários em simultâneo.

Tabela 1.1: PORTUGAL: INDICADORES ECONÓMICOS-CHAVE 2025-2028

Projeções do Banco de Portugal (março de 2026), taxa de variação anual em percentagem salvo indicação em contrário.

Indicador	2025	2026	2027	2028
Crescimento do PIB real (%)	1,9	1,8	1,6	1,8
Taxa de desemprego (%)	6,0	5,9	6,1	6,1
Inflação IHPC (%)	2,2	2,8	2,3	2,0
Saldo orçamental (% do PIB)	+0,7	-0,4	-0,9	-1,0
Dívida pública (% do PIB)	89,7	87,0	83,5	-80

Fonte: Banco de Portugal, Boletim Económico, março de 2026; INE, notificação PDE, março de 2026.

Nota: os valores de 2025 são valores efetivos (INE). As projeções estão sujeitas a revisão. IHPC = Índice Harmonizado de Preços no Consumidor.

A resposta curta: os motores do crescimento mudaram. O consumo privado abrandou no 1T à medida que o choque dos preços da energia corroeu o poder de compra das famílias. A inflação medida pelo IPC passou de 1,9% em janeiro para 3,4% em abril (INE), impulsionada quase inteiramente pelos preços da energia, que oscilaram de -2,4% para +13,0% em termos homólogos após os ataques dos EUA e de Israel ao Irão no final de fevereiro. O Banco de Portugal espera agora 2,8% de inflação em 2026, face aos 2,1% da previsão de dezembro. Entretanto, o investimento foi a surpresa positiva: a formação bruta de capital fixo acelerou à medida que a execução de fundos europeus se intensificou antes do prazo de agosto de 2026 do PRR. O crescimento passou de liderado pelo consumo a sustentado pelo investimento. Será provavelmente uma combinação mais saudável, mas depende de os fluxos de investimento público se manterem.

O mercado de trabalho está ainda mais forte do que sugerem os números principais. O Banco de Portugal reviu em alta a previsão de crescimento do emprego para 2026, para 1,3% (face a 1,1%), e cortou a projeção da taxa de desemprego para 5,9% (face a 6,3%). O salário mínimo subiu para 920 € em janeiro, com um percurso definido até aos 1 020 € em 2028. Na construção, ligada tanto à execução do PRR como à reconstrução pós-tempestades, o emprego cresceu 2,0% e os índices de remunerações subiram 7,3% em janeiro (INE). O desemprego jovem situou-se em 18,1% em março de 2026, o valor mais baixo desde outubro de 2022 (Inquérito ao Emprego, INE). Os salários reais estão a crescer e a sustentar o consumo, mas também estão a comprimir as margens nos setores exportadores intensivos em mão de obra. É uma tensão a acompanhar.

O setor externo é o ponto mais fraco. As exportações líquidas pesaram negativamente no crescimento do 1T, com as importações a superarem as exportações. As tempestades de inverno, incluindo a tempestade Kristin, afetaram a capacidade exportadora industrial na região Centro. O turismo continuou a crescer, mas a um ritmo mais lento: as dormidas aumentaram apenas 1,3–2,0% no início de 2026, um abrandamento relevante face a 2025. Em matéria de política comercial, o Supremo Tribunal dos EUA invalidou as tarifas ao abrigo do IEEPA, que foram substituídas por uma tarifa uniforme de 10%. Isto altera o perfil de risco, mas não o elimina. E o problema mais profundo de competitividade de Portugal mantém-se: os custos unitários do trabalho subiram 29,9% desde o final de 2019, face a 20,2% entre os principais parceiros comerciais (BdP).

Tabela 1.2: PORTUGAL: INDICADORES ORÇAMENTAIS E DE RISCO SOBERANO

Indicador	Valor	Tendência
Yield da OT a 10 anos (abr. 2026)	3,33%	A subir (+22 pb)
Spread face ao Bund alemão	35 pb	Estável
Rating S&P	A+	Estável
Rating Moody's	A3	Potencial de upgrade
Rating Fitch	A	Estável
Taxa de depósito do BCE	2,0%	Subidas precificadas para jun./jul.
Despesa com juros (% do PIB)	~2,5%	Estável

Fonte: Bloomberg; Banco de Portugal; S&P; Moody's; Fitch; BCE.

A inflação é a história que mais mudou desde o 1T. A desinflação de 2025 acabou. O conflito no Médio Oriente impulsionou os preços do petróleo em 47% face aos níveis pré-guerra, e os preços europeus do gás natural dispararam para cerca de 38% acima dos níveis pré-conflito. O IPC global passou de 1,9% em janeiro para 3,4% em abril, com a energia em +13,0%, acima da média da zona euro de +10,9% (Eurostat). A inflação core manteve-se em torno de 2,0–2,2%, o que é menos preocupante, mas os inquéritos de confiança do INE de março mostram as expectativas de preços de venda a subir em todos os setores empresariais, com a indústria transformadora no nível mais elevado desde outubro de 2022. É o canal pelo qual a situação se pode agravar. O BCE manteve as taxas em 2,0% até abril, mas discutiu longamente a possibilidade de as subir; os mercados precificam agora duas subidas de 25 pontos base em junho e julho, o que levaria a taxa de depósito a 2,50%. No 1T, a hipótese era a de que as taxas se manteriam estáveis durante todo o ano. Essa hipótese é agora questionável.

Já o quadro orçamental está melhor do que qualquer um esperava. As administrações públicas registaram um excedente de 0,7% do PIB em 2025 (2 059 milhões de euros, INE), superando tanto a previsão de quase-equilíbrio do Banco de Portugal como a projeção da Comissão Europeia de um défice de 0,5%. A dívida pública desceu para 89,7% do PIB, o nível mais baixo desde junho de 2010 e bastante abaixo da estimativa da própria Comissão de 93,5%. Se a trajetória atual se mantiver, a dívida atingirá 83–84% em 2027, colocando Portugal abaixo da média da UE pela primeira vez desde a sua entrada no euro.

Comparativamente aos pares da zona euro, Portugal é caso único: é a única economia de grande dimensão a combinar crescimento acima da média do bloco, um orçamento próximo do equilíbrio e dívida abaixo de 90% e em queda. A França apresenta um défice de 4,9% do PIB e dívida acima de 118%, enquanto a dívida italiana se situa em 137,9%. O excedente de 2025 dá ao Governo mais margem para absorver os défices moderados esperados em 2026–2027. Os mercados reconheceram-no: as yields portuguesas a 10 anos subiram para cerca de 3,33%, em linha com a reapreciação geral na zona euro, mas o spread face aos Bunds, em cerca de 35 pb, mantém-se estável e mais apertado do que o da França, em torno de 62 pb. O diferencial de credibilidade orçamental alargou-se, por agora, a favor de Portugal.

Em conclusão, os riscos inclinaram-se para o lado descendente desde o 1T, mas a posição estrutural de Portugal é mais forte do que sugerem os títulos das notícias. A maior incógnita é a duração do choque energético. Se o conflito no Médio Oriente se prolongar, a inflação manter-se-á elevada, o BCE poderá apertar a política monetária de forma mais agressiva, e esta combinação pesará simultaneamente sobre o crescimento e a dinâmica da dívida. O Governo respondeu com o PTRR (Portugal Transformação, Recuperação e Resiliência), um programa de 22,6 mil milhões de euros até 2034 que integra a resposta de emergência à tempestade Kristin num enquadramento de investimento mais amplo, com 96 medidas em 15 áreas de política pública. Combinado com o esforço de execução do PRR até agosto de 2026, isto dá a Portugal um pipeline de investimento que se estende muito para além do horizonte do PRR.

O que pode correr mal? Um choque energético prolongado que force o BCE a subir as taxas para além do que é atualmente previsto pelos mercados, erodindo o diferencial juros-crescimento que tem tornado a trajetória da dívida tão favorável. Preços do imobiliário que continuem a acelerar (as habitações existentes subiram 20,9% em termos homólogos no 4T 2025) e acabem por corrigir de forma desordenada; a proporção de novos créditos hipotecários classificados como de risco elevado saltou de 3% em 2024 para 21% em 2025 ao abrigo do programa de garantia pública (Banco de Portugal), tendência que o BdP está ativamente a rever. Falhar na absorção dos fundos restantes do PRR antes de agosto, dado que apenas 47% dos marcos estavam cumpridos em janeiro (OCDE). E a erosão lenta da competitividade, decorrente da subida dos custos unitários do trabalho e da apreciação do euro, agora com os custos energéticos mais elevados sobrepostos. Do outro lado: uma resolução do conflito e uma reversão dos preços da energia mudariam rapidamente o quadro. O excedente orçamental de 2025 ganhou tempo. E o PTRR, se cumprir, estende o horizonte de investimento público até 2034.

Para uma análise detalhada do choque energético, da possível inflexão da política monetária do BCE, das ambições do PTRR e do que tudo isto significa para Portugal a médio prazo, convidamo-lo a ler o relatório completo do 2T 2026.

BFF Banking Group

Rua Barata Salgueiro 37
1250-042 - Lisboa

Communications & Institutional Relations

+34 912 102 151
newsroom@bff.com

Authors: Pedro Brinca, João B. Duarte, Diogo Reis, Manuel Franco
Maio de 2026

