

3T 2026

PORTUGAL

Força Relativa, Limites de Capacidade a Apertar

Relatório Macroeconómico

Executive Summary

Sumário Executivo

O enquadramento externo dos últimos meses foi dominado pela evolução dos preços da energia. Foi ela que moldou a trajetória da inflação na área do euro, essa trajetória determinou a decisão do BCE de subir as taxas e a decisão redefiniu as condições de financiamento em toda a periferia.

O crescimento económico em Portugal tem sido forte. No 2.º trimestre, o PIB real aumentou 0,8% face ao trimestre anterior e 2,5% em termos homólogos, o dobro da média da área do euro e mais depressa do que qualquer uma das quatro maiores economias da área. O emprego atingiu o nível mais alto desde o primeiro trimestre de 2011 e o desemprego desceu para 5,3%. Ambos são máximos dentro da série atual do Inquérito ao Emprego, que começa em 2011, depois de uma rutura metodológica, e não é comparável com dados anteriores. O Banco de Portugal continua a projetar um crescimento de 1,8% para 2026, um valor anterior às estatísticas do segundo trimestre e que exigiria agora um abrandamento pronunciado no segundo semestre. O nosso cenário central pressupõe um crescimento em cadeia de cerca de 0,4% no terceiro trimestre e de 0,5% no quarto, o que dá 2,3% no ano, com um intervalo de 2,1% a 2,5%.

Quadro 1.1: PORTUGAL: PRINCIPAIS INDICADORES ECONÓMICOS, 2025-2028				
Projeções do Banco de Portugal (junho de 2026), 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
Inflação, IHPC (%)	2,2	3,1	2,4	2,0
Saldo orçamental (% do PIB)	+0,7	-0,2	-0,5	-0,5
Dívida pública (% do PIB)	89,7	85,7	82,5	79,5

Fonte: Banco de Portugal, Boletim Económico, junho de 2026; INE para os valores efetivos de 2025. O crescimento e a inflação são reproduzidos do Quadro 1.1 do relatório completo, e o saldo orçamental e a dívida pública do Quadro 2.1.

Nota: os valores de 2025 são efetivos. A BFF Insights prevê um crescimento de 2,3% em 2026 e de 1,7% em 2027, acima do banco central no curto prazo. O IHPC é o Índice Harmonizado de Preços no Consumidor.

O crescimento é real, e o seu custo também. O segundo trimestre foi sustentado pelo consumo privado, enquanto o investimento contraiu, com uma queda de 1,9% em cadeia nas contas nacionais completas, precisamente no trimestre em que a execução do Plano de Recuperação e Resiliência devia estar no auge. Os concursos de obras públicas caíram 39% em termos homólogos no primeiro semestre e o Banco de Portugal projeta o crescimento do investimento a descer de 4,5% este ano para 1,1% em 2027. O plano encerrou a 31 de agosto. No final de julho estavam cumpridos 283 dos seus 379 marcos e metas, ficando os restantes para apresentar no último mês. O PTRR, o programa de 22,6 mil milhões de euros que o substitui, passou a lei a 2 de junho mas ainda não gerou volume de concursos em substituição. O fosso de investimento situa-se em 2027.

O mercado de trabalho é o sinal mais claro tanto da força como do limite. O emprego subiu 1,9% em cadeia e 2,9% em termos homólogos, a participação aumentou e a inatividade diminuiu, ou seja, houve absorção de trabalhadores e não uma força de trabalho a encolher. Mas a subutilização do trabalho está também no mínimo da série, nos 9,1%, os custos do trabalho sobem 5,4% contra um produto por trabalhador que o banco central projeta em 0,8%, e já há falta de mão de obra reportada na construção, nas tecnologias de informação e nos serviços médicos. Na construção, onde tanto o PTRR como a reconstrução após as tempestades precisam de capacidade, os custos do trabalho sobem 7,1%. A margem de mão de obra disponível estreitou-se de forma substancial, e o abrandamento dos fluxos migratórios pode tornar a oferta de trabalho uma restrição ativa em 2027.

A inflação dos preços no consumidor manteve-se inalterada em 3,3% em agosto, o mesmo nível registado em abril. Contudo, a estabilidade da taxa total refletiu o forte abrandamento da inflação dos produtos alimentares não transformados e escondeu um reforço das pressões subjacentes sobre os preços, com a inflação subjacente a subir de 2,2% para 2,7%. O Banco de Portugal reviu em alta a projeção de inflação para 2026, para 3,1% no boletim de junho, mais 0,3 pontos percentuais do que em março, com 2,4% para 2027 e um regresso a 2,0% em 2028. A sua medida subjacente fica em 2,4% em 2026 e 2,5% em 2027, pelo que o banco central espera que a inflação subjacente atinja o máximo um ano depois da total.

O choque energético que está por trás de tudo isto é uma condição do cenário base e não um risco futuro. O Estreito de Ormuz está encerrado ou fortemente condicionado desde o início de março. O Brent caiu para cerca de 73 dólares no início de julho, depois de um acordo-quadro, voltou a transacionar acima dos 100 a 23 de julho quando esse acordo ruiu, e estava em cerca de 93 dólares a 31 de agosto. O gás europeu ficou, em média, perto de 62 euros por megawatt-hora ao longo de agosto, contra cerca de 30 antes do conflito. A exposição de Portugal passa pelos combustíveis líquidos e não pela eletricidade, embora essa almofada se tenha esgotado. O preço grossista da eletricidade em Portugal foi, em média, de 41 euros por megawatt-hora entre janeiro e abril, contra 96 na Alemanha, mas de 107 em julho contra 106, pelo que a diferença desapareceu ao longo do verão. Isto oferece um mecanismo plausível para o melhor desempenho ibérico, e não uma causa demonstrada: uma média de preços de janeiro a abril não explica, por si só, um resultado do segundo trimestre.

O mercado da habitação continua a registar um forte crescimento de preços, sustentado por constrangimentos persistentes do lado da oferta, ainda que os dados mais recentes sugiram alguns sinais moderados de abrandamento. O stock de crédito à habitação cresceu 11,0% em termos homólogos em julho, mais de três vezes e meia o ritmo da área do euro. A garantia do Estado para jovens compradores esteve presente em 28,7% de todos os novos contratos de habitação própria no segundo trimestre e em mais de metade dos celebrados por compradores com menos de 35 anos, e fecha a novos contratos a 31 de dezembro de 2026. O Banco de Portugal reduziu para 45% o limite do serviço da dívida sobre o rendimento, a taxa de esforço, a partir de 1 de agosto, embora a mesma revisão tenha aliviado o limite de maturidade para mutuários entre os 30 e os 35 anos.

A posição orçamental é a parte mais sólida do quadro. O excedente de 0,7% do PIB em 2025 foi confirmado, a dívida fechou o ano nos 89,7% e o Banco de Portugal projeta agora 85,7% este ano, 82,5% em 2027 e 79,5% em 2028. Essa trajetória fica cerca de três pontos e meio percentuais abaixo da da Comissão Europeia para 2027. A nossa leitura aproxima-se mais do Banco de Portugal e do FMI, porque a nossa previsão de crescimento está acima das três instituições e, numa projeção de dívida portuguesa, é o denominador que faz a maior parte do trabalho. Em qualquer das projeções, Portugal desce abaixo da média da área do euro durante 2027, uma vez que a Comissão tem a dívida da área do euro a subir para 91,2% do PIB e a da União Europeia para 85,3% no mesmo período. A procura por dívida portuguesa tem sido excepcional: a sindicância de janeiro a dez anos foi colocada com o diferencial mais estreito face à Alemanha desde 2007, e a emissão a vinte anos de maio atraiu um livro de ordens de 56,5 mil milhões de euros para 3 mil milhões colocados. A República transaciona abaixo de Espanha, além de França e Itália.

A taxa de rendibilidade portuguesa a 10 anos atingiu 3,67% a 31 de agosto, mais 30 pontos base desde a data de corte da edição anterior, a 7 de maio, enquanto o diferencial face ao Bund alemão estreitou ligeiramente. Três das quatro agências de notação colocaram Portugal em perspetiva positiva durante 2026, e a S&P confirmou o A+ com essa perspetiva a 28 de agosto.

Quadro 1.2: TAXAS DE RENDIBILIDADE DA DÍVIDA PÚBLICA A 10 ANOS, PORTUGAL E PARES DA ÁREA DO EURO

País	7 de maio de 2026 (%)	31 de agosto de 2026 (%)	Diferencial face ao Bund, 31 de agosto (pb)
Alemanha (Bund)	3,00	3,32	-
Portugal	3,37	3,67	35
Espanha	3,43	3,78	46
França	3,63	4,18	86
Itália	3,74	4,15	83

Fonte: Bloomberg, taxas de fecho diárias de 7 de maio e 31 de agosto de 2026.

Portugal está a superar a Europa no crescimento, no emprego, na credibilidade orçamental e no preço da sua dívida, e esse desempenho está a consumir a capacidade de que precisaria para se manter. Os indicadores de solvabilidade habituais continuam favoráveis, mas compram tempo em vez de resolverem a questão. A despesa associada ao envelhecimento, a trajetória da defesa, a transição do investimento, o abrandamento da imigração e a produtividade fraca empurram todos no mesmo sentido ao longo da próxima década.

Quatro riscos pesam de forma material. O primeiro é uma nova escalada no Estreito de Ormuz. O cenário severo do Banco de Portugal coloca a inflação em 4,3% em 2027 custando apenas meio ponto de crescimento, pelo que a exposição é ao nível de preços e não ao produto. O segundo são os efeitos de segunda ordem através da ronda salarial de 2027, com os custos do trabalho já acima da produtividade. O terceiro é um fosso de investimento em 2027, caso o PTRR e o Portugal 2030 não substituam a tempo o Plano de Recuperação e Resiliência. O quarto é uma correção desordenada no mercado da habitação, num mercado em que o crédito cresce a quase quatro vezes o ritmo da área do euro e uma garantia pública está por trás de uma fatia crescente do novo crédito. Do outro lado, um acordo duradouro no Médio Oriente reverteria o choque energético mais depressa do que qualquer instrumento ao alcance da política portuguesa.

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
NOVA School of Business and Economics (SBE)

Setembro de 2026



bff.com