

Economia sinaliza abrandamento nos primeiros meses de 2025

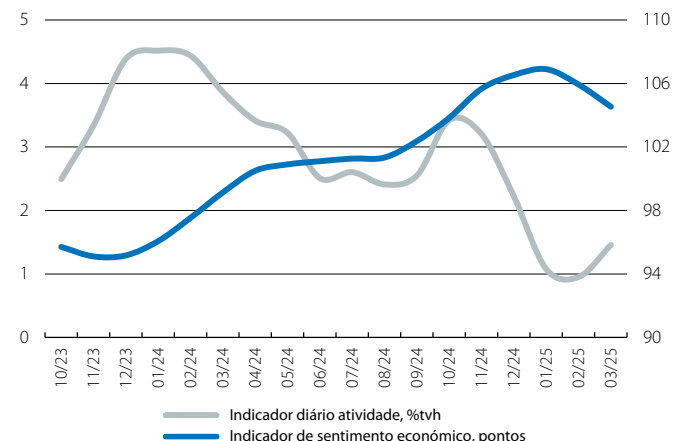
Atividade dá sinais de desaceleração. Estes são refletidos no comportamento dos indicadores sintéticos, como o de sentimento económico da Comissão Europeia (passou de 106,5 no 4T 24 para 104,4 no 1T 25) e do indicador diário de atividade (passou de 2,2% homólogo no 4T 24 para 1,5% no 1T 25). Olhando para os *hard indicators*, a informação ainda é escassa, mas sugere que o consumo deverá continuar dinâmico, embora com menos importância nos bens duradouros. No setor externo, a informação disponível refere-se apenas a janeiro, e aponta para crescimento mais forte em volume das exportações de bens do que das importações. Em aberto fica a questão de este poder ter sido um movimento de antecipação face ao agravamento anunciado dos direitos aduaneiros. Em suma, continuamos confiantes quanto à expansão da atividade no 1T 25 – a estimativa rápida será divulgada no dia 30 abril – mas atentos aos sinais de arrefecimento associados ao agravamento dos riscos tanto a nível internacional como interno, na sequência da crise política que culminou na queda do governo e anúncio de eleições legislativas antecipadas a 18 de maio.

Inflação abaixo dos 2% em março. Com efeito, desde agosto de 2024 que não tínhamos uma variação homóloga do IPC Global abaixo deste patamar importante. Mais encorajador também porque o IPC Subjacente não se situava abaixo dos 2% desde dezembro de 2021, o que deverá significar algum desanuviamento também na evolução dos preços dos serviços (ainda não dispomos deste dado). Os preços na produção industrial continuam a dar suporte ao abrandamento da inflação (–0,4% homólogo em fevereiro) e a evolução dos salários reais no final do ano passado era já bastante mais moderada (perto dos 3% homólogo). Os dados parecem conjugar-se assim para um caminho de normalização na evolução dos preços; contudo, uma escalada de políticas tarifárias mais agressiva e efeitos imprevisíveis nos preços da energia (associados aos conflitos armados em curso) afiguram-se como os principais riscos.

O emprego segue a bater máximos históricos. De facto, em fevereiro, a população empregada aumentou 2,2% homólogo (dados preliminares e ajustados de sazonalidade), colocando o total (de 5.163.500 pessoas) no nível mais elevado da série histórica. Por sua vez, a taxa de desemprego aumentou ligeiramente de 6,3% em janeiro para 6,4% em fevereiro, um movimento semelhante ao observado no mesmo período do ano passado. Estes dados apontam que a taxa de desemprego poderá ficar entre 6,7%-6,8% no 1T do ano; a confirmar-se, ficaria abaixo da previsão do BPI Research (de 6,9%), explicado pelo comportamento excecional que o emprego continua a revelar.

Em 2024, a economia melhorou a sua capacidade de financiamento face ao exterior para 2,9% do PIB (1,7% em 2023). Para tal contribuíram as famílias, cuja capacidade de financiamento aumentou para 4,7% do PIB, mais 2,5 p. p. do que em 2023, reflexo do aumento da poupança para 24.292 milhões de euros, mais 9.322 milhões de euros do que em 2023, graças ao crescimento mais forte das remunerações (9%) e do rendimento disponível (10,5%) do que do consumo (5,8%). Tal resultou no aumento da taxa de poupança para 12,2% do rendimento disponível, o nível mais elevado desde 2004 (excluindo os anos da pandemia em

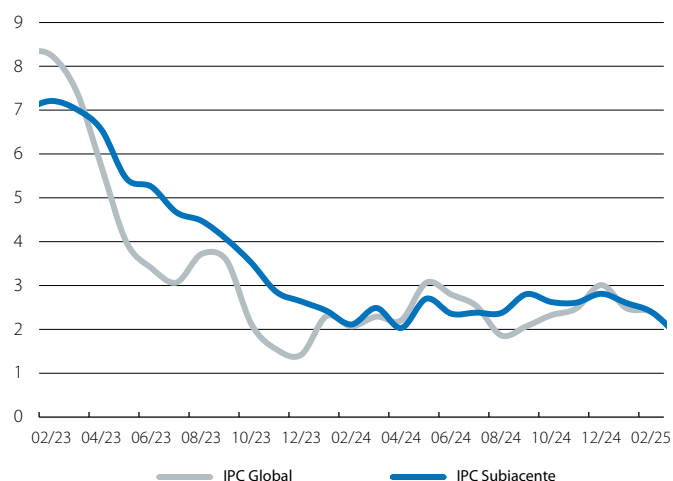
Indicadores sintéticos de atividade e sentimento Média móvel 3 meses (% tvh) (Pontos)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do BdP e CE.

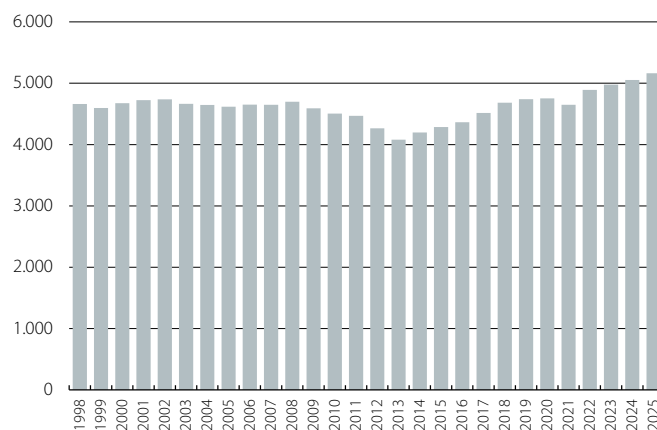
IPC

Var. homóloga (%)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

População empregada no mês de fevereiro de cada ano (Mil indivíduos)



Nota: Dados ajustados de sazonalidade; os dados para 2025 são preliminares.

Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

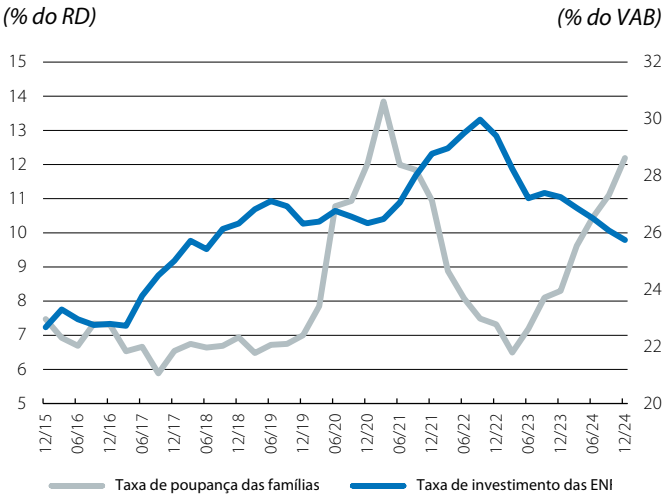
que o aumento da poupança foi um movimento forçado). Nos restantes setores, a capacidade de financiamento deteriorou-se face a 2023, destacando-se o setor público, que ainda assim permanece com um excedente (diminuiu 5 décimas para 0,7% do PIB) e o setor financeiro (menos 2 décimas para 1,9% do PIB). As empresas não financeiras aumentaram a necessidade de financiamento para 4,4% do PIB, +0,6 p. p. do que em 2023. No setor empresarial não financeiro, refere-se o crescimento pouco expressivo da formação bruta de capital (1,2% homólogo). Contudo, esta tendência poderá alterar-se a curto prazo, dada a expectativa de redução dos custos de financiamento bem como a uma possível aceleração na execução dos fundos europeus.

Depois de mais um ano surpreendente, a execução orçamental segue favorável. O saldo orçamental voltou a surpreender positivamente em 2024, registando um excedente de 0,7% do PIB, acima da previsão do Governo (0,4%) e da do BPI Research (0,5%). Tal como revelavam os dados mensais da execução orçamental ao longo do ano, o crescimento da despesa superou o da receita, o que justifica a descida do excedente orçamental face ao que tinha sido registado em 2023 (1,2%).¹ Entretanto, a execução até fevereiro não revela grandes surpresas: a receita continua a aumentar de forma expressiva (11,1%), principalmente pelo comportamento da receita fiscal (explica 74% do aumento homólogo), enquanto o aumento da despesa (4,1%) é principalmente devido ao comportamento das despesas com pessoal e prestações sociais, tal como antecipado no OGE 2025 (inclui a atualização das pensões de acordo com a lei e a valorização salarial dos funcionários públicos). Estimamos que o saldo orçamental tenha ficado em 4,2% do PIB nos primeiros dois meses do ano, face a 1,8% no período homólogo.

Os indicadores de qualidade creditícia do sector bancário português mantiveram-se robustos em 2024. De facto, o rácio de NPLs diminuiu no final de 2024 (-0,3 p. p.) face ao final de 2023, para 2,4%, explicado por todos os segmentos, com especial destaque para a redução mais expressiva no caso das empresas não financeiras. Ao mesmo tempo, a percentagem de empréstimos em stage 2 reduziu nos vários segmentos, com a queda a ser especialmente relevante no caso da habitação (-1,5 p. p., para 8,3%). No mesmo sentido, uma publicação recente do Banco de Portugal revela que a concessão de crédito à habitação tem ocorrido de forma mais prudente do que no passado; por exemplo, 69% das novas operações de crédito apresentaram um rácio *loan-to-value* médio ponderado de 69%, quase 60% das novas operações foram concedidas a indivíduos com risco de crédito baixo (face a 3% com risco elevado) e a maturidade média ponderada das novas operações continuou a diminuir, atingindo 31 anos em 2024, face ao máximo de 33,7 anos registado em janeiro de 2021 (apesar da redução, continua elevada na comparação europeia). Entretanto, a carteira de crédito ao setor privado não financeiro mantém a trajetória ascendente: em fevereiro, aumentou 3,0% homólogo, com crescimentos mais expressivos nos segmentos de crédito a particulares, nomeadamente crédito à habitação (4,5% homólogo) e ao consumo (5,8%); o aumento na carteira de crédito às SNF foi mais reduzido (0,3%). Ainda assim, apesar do crescimento da carteira de crédito a particulares, em percentagem do PIB, o rácio mantém-se em níveis mínimos, em torno dos 48%.

1. Ver artigo nesta publicação «Excedente orçamental supera (novamente) as expectativas».

Taxas de poupança das famílias e investimento das ENF



Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

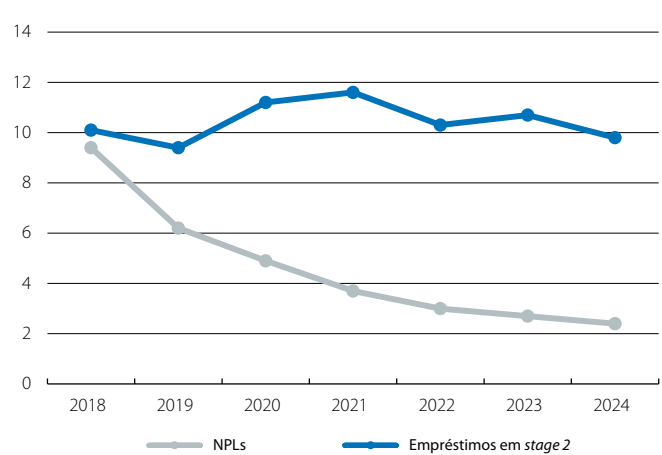
Execução orçamental da Adm. Pública (principais rubricas)

Janeiro-fevereiro (% PIB, exceto quando mencionado o contrário)	2019	2023*	2024	2025	Var. 2025 vs. 2019	Var. 2025 vs. 2024 (milhões euros)
Receitas	39,9	36,8	36,3	38,2	-1,6	1.921
Receita fiscal	23,5	21,0	19,4	21,2	-2,3	1.415
Contribuições Seg. Social	9,9	10,1	10,4	10,7	0,7	388
Despesas	36,3	31,6	34,5	34,0	-2,3	671
Despesas com pessoal	8,4	8,1	8,4	8,6	0,2	327
Transferências correntes	16,0	14,8	16,1	16,0	0,0	371
Aquisição bens e serviços	4,4	4,1	4,3	4,1	-0,3	15
Juros	4,2	2,6	2,6	2,1	-2,1	-168
Investimento	1,8	0,9	1,7	1,8	0,0	97
Saldo orçamental	3,6	5,2	1,8	4,2	0,6	1.250

Nota: * Valor ajustado da transferência do Fundo de Pensões da CGD para a CGA.

Fonte: BPI Research, com base nos dados da DGO.

Rácio de NPLs e empréstimos em stage 2 *



Nota: * Incluem empréstimos que ainda não tiveram incumprimento, mas cujo risco de crédito aumentou significativamente face ao início do contrato.

Fonte: BPI Research, com base nos dados do Banco de Portugal.

Stock de capital: um handicap da economia portuguesa

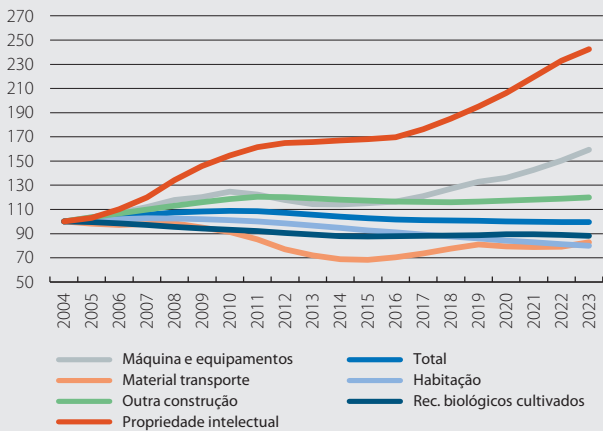
Nas últimas duas décadas, o *stock* de capital a preços constantes praticamente estagnou, o que indica que a formação bruta de capital fixo ocorrida no mesmo período, apenas compensou a depreciação dos ativos fixos, não constituindo incremento real do capital existente na economia, o que constitui um fator penalizador do avanço do potencial de crescimento da economia portuguesa.

Em 2023, o *stock* de capital global ascendia a 746,3 mil milhões de euros, um nível semelhante ao registado em 2004. Do ponto de vista do capital alocado a cada um dos setores de atividade, esta estagnação resulta da queda do investimento no setor imobiliário residencial, que representando mais de metade do *stock* de capital, diminuiu 20% entre 2004 e 2023, explicando cerca de 1/3 da estagnação do *stock* de capital. Contudo, há outros setores onde o movimento foi inverso, observando-se que o crescimento da formação bruta de capital fixo contribuiu para o incremento dos respetivos ativos. Entre estes estão os setores mais produtivos da economia, como o da maquinaria, equipamentos e sistemas de armamento, cujo aumento de 88% da FBCF entre 2004 e 2023, contribuiu para que o *stock* de capital neste segmento em volume passasse de 32 mil milhões de euros em 2004 para 51 mme em 2023, ou seja um incremento de 60%; e o dos produtos de propriedade intelectual, cujos ativos fixos aumentaram, 142%, quase tanto como a FBCF no setor (147%), ascendendo a 21,3 mme.

Pese embora esta evolução, tanto os ativos fixos no setor da maquinaria e equipamentos como no dos produtos de propriedade intelectual continuam a comparar mal com outros países europeus. Com efeito, em Portugal os ativos do setor da maquinaria e equipamento representam 7,6%

Stock de capital por setor (volume)

2004 = 100



Fonte: BPI Research com base em dados do BdP.

do total,¹ pouco mais de metade do observado em outras economias (em Espanha, por exemplo, representa 13,9%); e no setor dos produtos de propriedade intelectual representa apenas 2,3% do *stock* de capital total, metade dos níveis registados nas maiores economias europeias e em linha, mas abaixo dos níveis registados em países com dimensão idêntica à de Portugal. Apesar da redução do *stock* de capital no setor imobiliário residencial, o peso do *stock* de capital na construção mantém-se acima dos níveis observados noutras economias.

O elevado peso do setor da construção e a ainda reduzida importância dos capitais investidos em setores mais geradores de valor acrescentado, explicará o facto de em termos médios, a produtividade total dos fatores ter evoluído desfavoravelmente face a outros países semelhantes

Stock de capital por setor (% do total)

2022	Habitação	Outros edifícios	Outras estruturas	Màq., equip. e armamento	Rec. Biológicos cultivados	I&D	Software inform. e bases de daos	Outros prod. Prop. Intelectual	Inventários
Alemanha ¹	50,1	21,4	10,5	13,1	0,1	4,4	0,6	0,1	0,0
França	56,2	8,8	17,0	7,7	0,2	2,3	1,8	0,1	5,8
Itália	44,8	16,8	15,9	12,1	0,1	1,8	1,0	0,2	7,3
Espanha	40,9	16,4	22,3	13,9	0,4	—	—	2,7	3,3
Estónia	29,9	38,2	9,0	13,9	0,2	1,3	1,4	0,2	6,0
Hungria	23,7	24,8	26,3	14,8	0,2	1,3	0,9	0,1	8,0
Eslovénia	26,4	24,9	16,8	13,3	0,3	2,0	0,7	0,1	15,4
Portugal	48,2	15,2	17,5	7,6	0,7	1,3	0,9	0,1	8,5
Polónia	23,2	24,0	29,3	15,5	0,5	1,7	—	1,7	4,1
Grécia	45,8	11,9	16,3	13,1	0,1	1,6	0,5	0,1	10,6
República Checa	41,8	21,5	9,3	11,9	0,2	1,9	1,5	0,3	11,6

Nota: 1. Dados para a Alemanha são de 2017.

Fonte: Banco BPI com base em dados do Eurostat.

1. A fonte destes dados é o Eurostat que para o conjunto de países escolhido só disponibiliza dados a preços correntes entre 2012 e 2022.

ao nosso. Tendo presente que a produtividade total dos fatores traduz a capacidade de crescimento de uma economia para além da acumulação de fatores produtivos trabalho e capital, parece que a evolução desta evidência avanços limitados associados a transformações tecnológicas, inovação e eficiência.

Complementando os dados disponibilizados pelo Banco de Portugal e Eurostat, com informação recolhida no site do *Conference Board*, que desagrega os contributos dos fatores trabalho e capital para o crescimento do PIB em quantidade e qualidade,² no caso do fator trabalho e o capital repartido em equipamentos TIC e não TIC, confirmam-se os sinais vindos da distribuição do capital pelos diversos setores de atividade. Com efeito, observa-se que a atividade económica portuguesa tem estado muito assente em setores trabalho intensivo, destacando-se o contributo dado pelo nível de emprego na economia, enquanto os contributos dos restantes fatores são consideravelmente menos substanciais, nomeadamente o contributo do fator capital, tanto na vertente de investimentos em setores produtivos mais tradicionais, como em setores ligados às novas tecnologias.

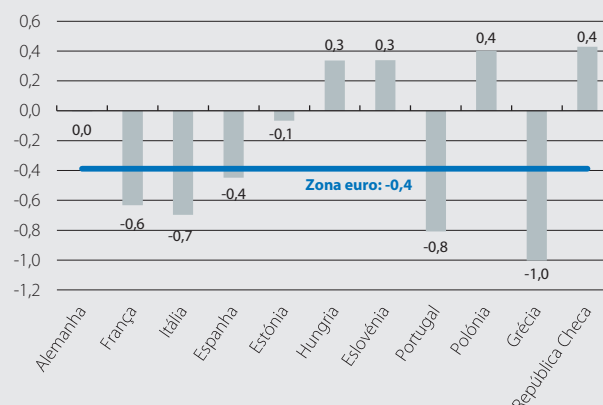
A imagem deste aspeto da economia ainda não é favorável, mas há sinais de mudança que precisam de ser consolidados, para não perdermos o comboio dos ganhos de produtividade necessários para reforçar o rendimento e o poder de compra da população. Destes aspetos que se espera consolidação nos anos vindouros refere-se que desde 2015, os ativos fixos nos setores produtivos da economia têm vindo a crescer a um ritmo superior ao do produto interno bruto. De facto, desde 2015, o *stock* de capital em maquinaria, equipamentos e sistemas de armamento tem crescido a um ritmo médio anual de 4,2% e no setor dos produtos de propriedade intelectual a um ritmo anual de 4,7%, o que compara com um crescimento médio do PIB real de 0,9%. No mesmo período, o emprego entre a população mais qualificada aumentou 4,7% ao ano, enquanto o emprego total avançou a um ritmo de 2,1%. Finalmente, uma referência ao investimento direto estrangeiro realizado nos últimos anos, que evidencia sinais de alteração do setor destino, de setores mais tradicionais para setores com maior incorporação de tecnologias avançadas.³ Graficamente, os contributos das qualificações da população empregada são já visíveis na figura 4; são positivos, mas ainda diminutos nas componentes de capital, evidenciando a necessidade de mais investimento em atividades produtivas.

2. No que concerne à variável trabalho, a separação entre quantidade e qualidade resulta de, no primeiro caso, serem usados os dados agregados relativos ao emprego a partir das horas trabalhadas, ou se estas não estiverem disponíveis, utilizando o total de pessoas empregadas. Para a avaliação do fator trabalho na vertente qualidade são tidas em conta alterações na composição da força de trabalho, utilizando informação relativa ao emprego e remunerações por nível de habilitações da população empregada.

3. Sobre IDE ver o artigo no IM03: mais investimento estrangeiro e maior diversificação.

Crescimento médio da produtividade total dos fatores

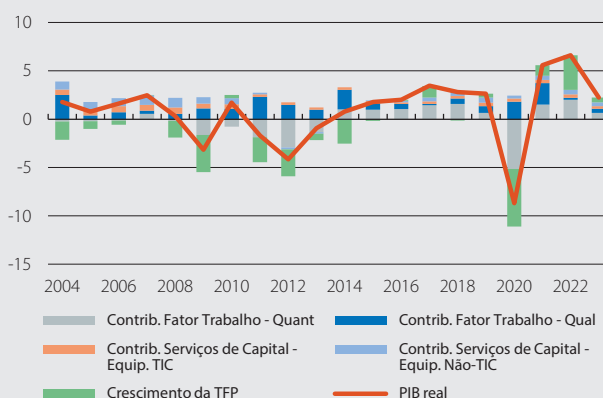
Entre 2004-2023 (%)



Fonte: BPI Research com base em dados do Conference Board.

Contributos dos fatores capital e trabalho para o crescimento do PIB real

Valores apresentados em logar



Fonte: BPI Research com base em dados do Conference Board.

Teresa Gil Pinheiro

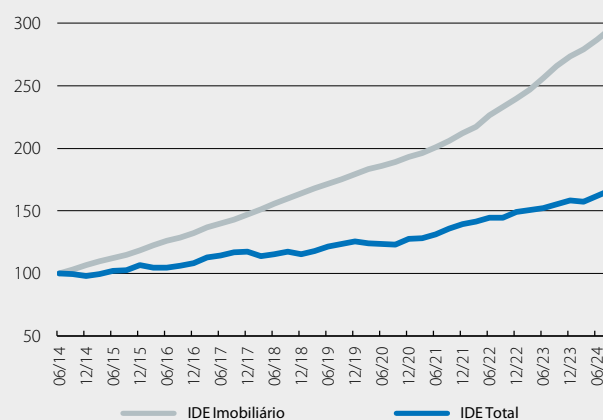
Investimento Direto Estrangeiro no Imobiliário em Portugal

No relatório IM03 já abordámos o tema do Investimento Direto Estrangeiro (IDE) em Portugal.¹ Tocámos em temas como o crescimento comparativamente a outros países europeus, os fatores de atratividade, as origens do capital, a repartição por setores e as perspetivas. Dando continuidade à temática, neste artigo debruçamo-nos especificamente no tema do IDE imobiliário. Pretendemos avaliar qual o seu peso, como tem evoluído (também face à globalidade do IDE), as dinâmicas recentes e a origem dos capitais. Com efeito, num ano de 2024 em que o investimento como um todo (FBCF) desacelerou por comparação com o ano anterior, importa perceber como se tem comportado o IDE em imobiliário face à sua importância estratégica, tendo influência no mercado da habitação e na hotelaria, por exemplo.

No fecho do 3T 2024, o *stock* de IDE imobiliário ascendia a 33,8 mil milhões de euros, cerca de 17% do *stock* total de IDE. Apesar do crescimento médio do IDE como um todo em Portugal ser superior à média da UE,² o ritmo de crescimento do *stock* de IDE imobiliário é ainda mais forte como é possível ver no primeiro gráfico. Tomando como ponto de partida o trimestre em que o país saiu da assistência financeira da «Troika», vemos que no 3T 2024 o *stock* de IDE associado ao investimento imobiliário quase triplicou, uma variação muito superior face ao *stock* de IDE na globalidade (+67%). Assim, nos últimos 10 anos o IDE como um todo cresceu a uma CAGR³ de 5,1% enquanto o IDE imobiliário registou uma CAGR de 10,9%.

IDE total e IDE Inv. Imobiliário

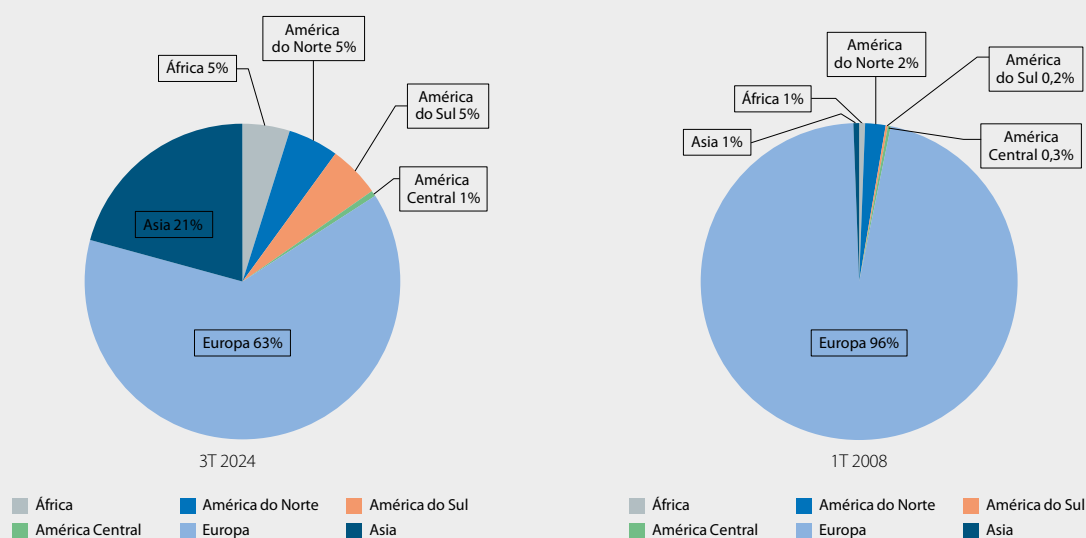
Nível (2T 2014 = base 100)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do Banco de Portugal.

Mas qual a origem destes investimentos estrangeiros no imobiliário? De acordo com os últimos dados disponíveis, a Europa continua a ser claramente a principal origem dos capitais com 63% do *stock*, seguida da Ásia (21%), como podemos ver na segunda imagem. No entanto, verifica-se que face a 2008 (início da série de dados) o peso do *stock* de investimento com origem na Europa reduziu-se muito substancialmente (-33 p. p.) o que aconteceu sobretudo pela subida de peso do *stock* com capital originário da Ásia (+20 p. p.) mas também de outras geografias – África (+4 p. p.), América do Norte (+3 p. p.) e América do Sul (+4,8 p. p.). Assim, com os últimos dados, o Reino Unido

Stock IDE imobiliário por origem do investidor



Fonte: BPI Research, com base nos dados do Banco de Portugal.

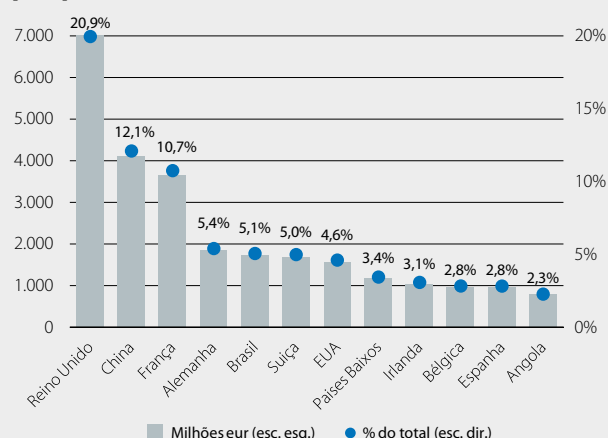
1. Ver o artigo «Mais investimento estrangeiro e maior diversificação» no IM03/2025.
2. Crescimento médio anual de 6,2% nos últimos cinco anos face a 2,8% da UE.
3. Compound annual growth rate.

tem a posição mais importante do *stock* de IDE imobiliário (21% do total) mas logo a seguir vem um país asiático, a China, com 12% do total. Na quinta e sétima posição encontramos também países fora do continente europeu – o Brasil (5,1%) e os EUA (4,6%).

Estes dados disponibilizados pelo Banco de Portugal, sendo interessantes, possuem algumas limitações. Com efeito, desconhecemos a finalidade dos investimentos imobiliários – se são imóveis habitacionais ou imóveis comerciais, por exemplo. Também não sabemos qual o setor institucional do investidor – se é particular, empresa ou até um fundo de investimento. Não obstante, cruzando informação obtemos algumas pistas. Por exemplo, sabemos que ao abrigo do programa de vistos *gold* o montante canalizado para aquisições de imóveis ascendeu a mais de 6,4 mil milhões de euros.⁴ Este valor representa cerca de 31% do total dos fluxos de IDE imobiliário entre 2013 e 2023. Por outro lado, se somarmos os fluxos neste período provenientes da China, EUA e Brasil estes ascendem a 6,3 mil milhões. Apesar de não podermos fazer uma correspondência direta entre este valor e o valor dos vistos *gold* alocado na compra de imóveis, a verdade é que os fluxos anuais de IDE imobiliário proveniente destas geografias antes e após a entrada em vigor dos vistos *gold* aumentou muito substancialmente. Senão vejamos, até 2012 a média anual de fluxos provenientes de China, EUA e Brasil ascendiam a 1 milhão, 9,5 milhões e 4,2 milhões, respetivamente. Após esse ano a média anual de fluxos de IDE imobiliário passa a 321,5 milhões, 113,3 milhões e 139,7 milhões para a China, EUA e Brasil, respetivamente. Estes países destacaram-se, mas também outros na zona euro aumentaram os fluxos, pelo que para além dos vistos *gold* existirão outros motivos para esta dinâmica forte: o período prolongado de baixas taxas de juro e as oportunidades específicas de investimento (também associado a imóveis para turismo), por exemplo.

Tiago Belejo Correia

Stock IDE imobiliário: principais posições por país



Nota: Stock no 3T 2024.

Fonte: BPI Research, com base nos dados do Banco de Portugal.

4. Últimos dados oficiais do extinto SEF (abarcam período entre outubro de 2012 e setembro de 2023).

Turismo português em 2025

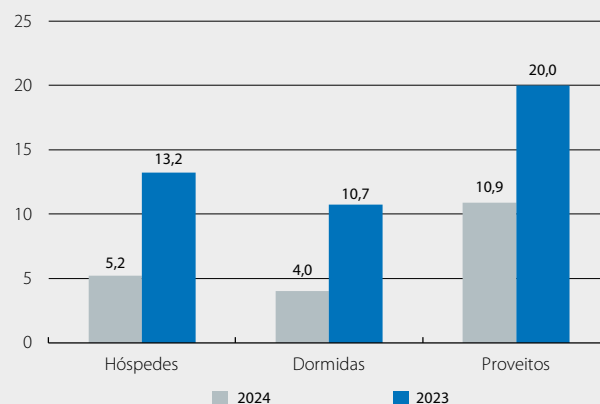
Em 2024 o turismo nacional registou mais um ano de novos recordes nas suas principais métricas. 31,5 milhões de hóspedes que foram responsáveis por 80,3 milhões de dormidas e 6,6 mil milhões de euros de proveitos totais em estabelecimentos de alojamento turístico. Um desempenho que coloca acima do pré-pandemia em 16,4%, 14,5% e 55,2% o número de hóspedes, dormidas e proveitos, respetivamente. Apesar deste desempenho positivo o crescimento perdeu algum fulgor face ao ritmo de 2023 (ver primeiro gráfico), o que de certa forma era expectável, dado que os níveis pré-covid já tinham sido superados e entramos numa fase de crescimento mais aproximado de um ritmo cruzeiro. Os indicadores da procura refletem um comportamento díspar entre turismo de residentes e não residentes, com estes últimos a continuarem a registar taxas de crescimento mais expressivas (ver segundo gráfico). Para 2025 continuamos a esperar um desempenho positivo, com crescimento, embora novamente a um ritmo ligeiramente abaixo face aquele que se observou em 2024. Explicamos neste artigo o racional subjacente para a nossa visão.

À data em que escrevemos já dispomos dos dados preliminares do turismo nos primeiros dois meses de 2025. No quadro apresentamos a taxa de crescimento nos últimos três meses de dados face ao homólogo, e, para termos uma pista acerca das tendências, comparamos esta com a taxa de crescimento de cada emissor em 2024. Se a taxa de crescimento homólogo dos últimos três meses é superior à de 2024 como um todo isso pode desde logo sinalizar uma tendência (i.e. «trend») de crescimento mais positivo em 2025. Em primeiro lugar, notar que nos últimos 3 meses face ao homólogo há crescimento de turistas quer residentes quer não residentes como um todo, embora os mercados emissores do Reino Unido, Espanha, e França e Brasil registem ligeiras quebras. Isto quer dizer que em média o número de turistas está a crescer acima de 3%. No caso da França, já tinha registado em 2024 um número de turistas menor que em 2023. No que concerne a tendências mais de fundo, acreditamos que no caso do Brasil, deverá este ano manter o número de turistas face a 2024. A economia brasileira deverá registar um ano de crescimento (mas o mais fraco desde a pandemia) e a política monetária deverá entrar em terreno ainda mais restritivo. O Real deverá manter-se fraco face ao Euro, dificultando a recuperação do turismo com esta proveniência, que em 2024 ainda se situava abaixo do pré-pandemia (–14,9%). Aliás, dentro do grupo dos 15 principais países emissores, Brasil e Suécia (–9,7%) são os únicos que não superaram o nível pré-pandemia. No caso francês,¹ o crescimento

1. Acreditamos que o evento dos Jogos Olímpicos em Paris em 2024 possa ter tido também um papel no desempenho negativo do turismo com origem em França em 2024, desviando alguns turistas franceses para o turismo interno em detrimento de viajar para o estrangeiro.

Hóspedes, dormidas e proveitos

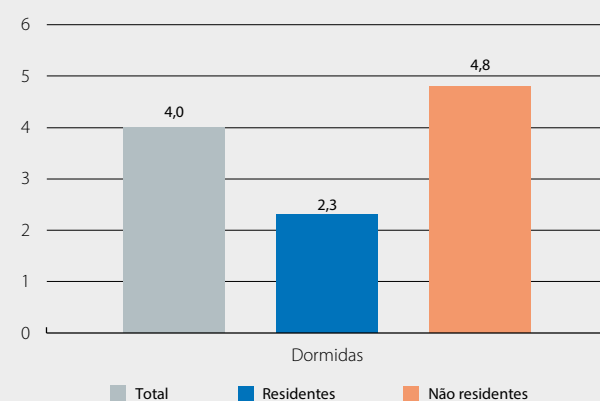
Tx. de variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

Dormidas em 2024

Tx. de variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

homólogo nos últimos três meses de dados ainda é negativo, mas a *trend* é positiva. Tendo em conta que este mercado fechou 2024 com nível de turismo apenas 1% acima do pré-pandemia acreditamos que este ano irá crescer ao ponto de repor o número de turistas que registou em 2023. Além do crescimento que esperamos dos turistas provenientes de França, os outros dois mercados de países da zona euro que se encontram entre os principais mercados emissores –Espanha e Alemanha– também deverão continuar a dar um bom suporte ao crescimento do turismo nacional. Espanha tem registado um crescimento económico acima da média da UEM e já em 2024 se observou nesse mercado um crescimento das viagens para o exterior acima das viagens internas, beneficiando entre outros, o turismo português. No caso da Alemanha, após dois anos de recessão, espera-se o regresso ao crescimento com reflexo positivo também nas viagens para o exterior. Nestes dois países e na generalidade dos países da zona euro, antevemos uma recuperação dos salários

reais, com retorno da inflação perto da meta dos 2%, o que se irá refletir na disponibilidade para viajar. Já no caso do Reino Unido, a *trend* negativa nos últimos dados e a estabilidade no câmbio que prevemos durante boa parte de 2025 faz com que a taxa de crescimento projetada para 2025 (3%) seja ligeiramente inferior à verificada em 2024 (4,3%).

Para os EUA, mercado que tem vindo a ganhar peso nos últimos anos, apesar da *trend* negativa que se observa, temos bons motivos para acreditar que o crescimento irá continuar sólido (prevemos 10%, ligeiramente abaixo do crescimento de 2024). A boa performance da economia, conjuntamente com a apreciação do dólar face ao euro deverão continuar a sustentar o bom *momentum* deste mercado emissor. Acresce a isto algum turismo que possa ser originado por norte-americanos que não se revêm no ambiente político da nova administração Trump, e procurem alternativas para fixar residência. Outros mercados emissores mais pequenos e de longo curso deverão beneficiar quer de alguma estabilidade no preço do Brent (não encarecendo demasiado as passagens aéreas) quer do crescimento da classe média (países emergentes). Por fim, os turistas residentes, onde esperamos novo crescimento de hóspedes (+2%). Apesar da *trend* positiva sustentamos que este crescimento será inferior ao registado em 2024 (+4%) porque temos vindo a notar um ritmo de crescimento das viagens dos residentes para o estrangeiro superior às viagens dentro de portas (ver quarto gráfico). Ou seja, apesar da melhoria esperada nos orçamentos familiares acreditamos que se vão traduzir numa maior alocação a viagens ao estrangeiro.²

Tudo pesado, projetamos um crescimento de hóspedes muito semelhante a 2024 (em torno de 5%). Apesar de ainda não estarem disponíveis os dados da conta satélite do Turismo referentes a 2024, estimámos que o peso do setor turístico no PIB tenha subido para 17,2% (a partir de 16,5% em 2023) e que se situe em 17,9% em 2025, atendendo a que o ritmo de crescimento do setor é mais forte que o ritmo global de crescimento da economia. O Turismo deverá contribuir com cerca de 0,7 p. p. para um crescimento global do PIB que em 2025 projetamos ser de 2,4%.

Tiago Belejo Correia

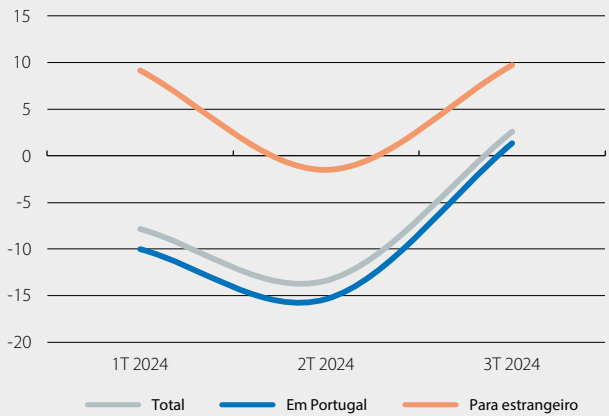
Crescimento no número de turistas

Turistas	2024 vs. 2023	Últimos 3 meses vs. homólogo	Trend
Residentes	3,5%	3,8%	●
Não residentes	6,3%	3,9%	●
Reino Unido	4,3%	-1,3%	●
Alemanha	6,6%	4,5%	●
Espanha	0,8%	-1,0%	●
França	-3,0%	-1,6%	●
EUA	11,8%	3,9%	●
Brasil	-1,0%	-5,0%	●
Outros	21,5%	18,2%	●

Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

Número de viagens dos residentes

Var. homóloga (%)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

2. Situação também potenciada por uma fraca competitividade no fator preço. Ver Travel & Tourism development index 2024 do World Economic Forum. Portugal está em 93º lugar dos países analisados no que respeita a «Price Competitiveness».

Excedente orçamental supera (novamente) as expetativas

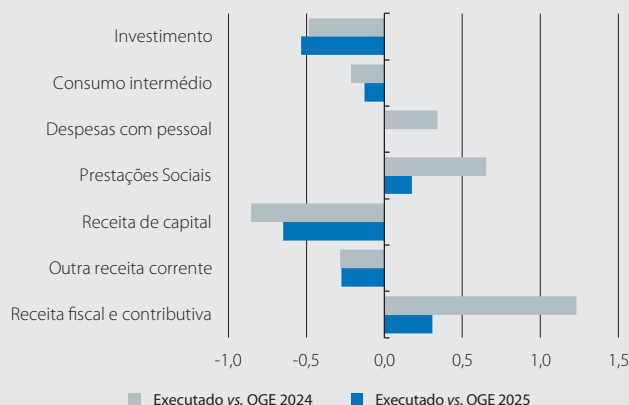
Mais um ano encerrado e, pelo segundo período consecutivo, as contas públicas não só se mantiveram em terreno positivo, como voltaram a surpreender pela positiva. O excedente orçamental ficou em 0,7% do PIB (o equivalente a cerca de 1.994 milhões de euros), o que representa uma descida (já esperada) face ao registado em 2023 (1,2% do PIB, 3.247 milhões de euros). Ainda assim, o saldo ficou acima da última estimativa do Governo, inscrita no Orçamento de Estado para 2025, e que apontava para um excedente de 0,4% do PIB.

Por um lado, a receita aumentou 6,3% no ano, o equivalente a um aumento de cerca de 7.350 milhões de euros face a 2023. Este crescimento é, em grande medida, suportado pela receita fiscal e contribuições sociais. Em primeiro lugar, a receita fiscal, que explica mais de metade do aumento da receita total, cresceu quase 6% face a 2023 e superou as estimativas do Governo, ficando 683 milhões de euros acima e mais de 1,600 milhões de euros se compararmos com a previsão inscrita no OGE 2024. Neste ponto, destaca-se o comportamento dos impostos indiretos, que ficaram quase 880 milhões de euros acima da última previsão do Governo. Em segundo lugar, as contribuições sociais explicam mais de 40% do aumento da receita total, com um montante que fica quase 200 milhões de euros acima da estimativa do OGE 2025 e 1,900 milhões de euros face ao OGE 2024. Importa ter presente que as remunerações dos empregados (variável que depende dos salários e da criação de emprego) aumentaram cerca de 9% em 2024, o que terá contribuído para este crescimento expressivo das contribuições sociais. Assim, no conjunto, a receita fiscal e contributiva aumentou 6,9%, ligeiramente acima do que sugere a relação histórica desta rubrica com o PIB e que aponta para um crescimento ligeiramente acima de 6%. Uma das explicações possíveis reside, por exemplo, no crescimento mais expressivo da massa salarial face ao PIB. Em sentido contrário, a receita de capital caiu quase 21%, explicado pela redução de fundos europeus (exceção, como menciona o INE, a componente relativa ao PRR, que aumentou 26%). No conjunto, o crescimento da receita total ficou praticamente em linha com o aumento do PIB nominal, o que explica a manutenção do seu peso em percentagem do PIB, mas abaixo do que era a expetativa do Executivo. Assim, e perante o comportamento da receita de capital, a receita arrecadada ficou mais de 1.700 milhões de euros abaixo do previsto, o equivalente a -0,6 p. p. do PIB.

No entanto, o excedente orçamental ficou acima do esperado, e isto é explicado pela menor execução de despesa face ao estimado pelo Governo (em cerca de -0,9 p. p.). Assim, apesar do aumento de 7,6% em 2024 (+8.606 milhões de euros), mais de 2.600 milhões de despesa previstos pelo Governo no OGE 2025 ficaram por gastar, des-

Desvio da execução das rubricas das contas públicas face ao orçamentado

(p. p. do PIB)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE e OGE 2024 e 2025.

tacando-se, largamente, o investimento público. De facto, apesar do crescimento de 10,9% no ano passado, o grau de execução ficou em cerca de 84% face ao esperado no OGE 2025; ou seja, o investimento contribuiu para a melhoria do saldo orçamental face ao projetado no OGE 2025 em cerca de 0,5 p. p. Apesar da menor execução, importa realçar que o investimento público atingiu os 2,7% do PIB em 2024, o nível mais alto desde 2011.

Ainda assim, o aumento da despesa é explicado, maioritariamente, pelas despesas com pessoal e prestações sociais. De recordar que houve, ao longo do ano, atualização de salários dos funcionários públicos e revisão das carreiras nalguns grupos profissionais, e que, no caso das prestações sociais, houve também ajustamentos em vários apoios, nomeadamente nas pensões (com a atualização já prevista no OGE 2024 e o pagamento extraordinário feito às pensões mais baixas em outubro)¹ e revisões de outros apoios, como o Complemento Solidário para Idosos. No conjunto, estas duas rubricas ficaram 0,2 p. p. acima da última estimativa do Governo, mas atinge 1 p. p. se compararmos com o OGE 2024. Por sua vez, os juros aumentaram pelo segundo ano consecutivo, refletindo o aumento dos encargos com os produtos de retallo da dívida pública, nomeadamente os decorrentes dos Certificados de Aforro, que, no final do ano passado, atingiram máximos históricos. De acordo com o INE, o aumento dos encargos engloba o aumento das taxas de juro, a par dos prémios de permanência. No conjunto, no final do ano, o aumento rondou os 13% face ao final de 2023.

Em conclusão, o peso da despesa pública no PIB aumentou 0,5 p. p., para 42,8%. Ainda assim, o aumento é ainda

1. O aumento das pensões é também justificado pelo aumento do número de pensionistas, de acordo com o INE.

mais expressivo no caso da despesa corrente primária, uma rubrica mais rígida da despesa, que aumentou 1 p. p. para 37,3%, o nível mais elevado desde 2017 (excluindo o período da pandemia).

Neste contexto, o rácio de dívida pública reduziu pelo quarto ano consecutivo, com os 94,9% registados em 2024 a representarem o rácio mais baixo desde 2009. As perspetivas incluídas na divulgação do PDE revelam que o Governo está agora mais otimista quanto à evolução do rácio para 2025, antecipando que possa atingir os 91,8%, quando, no OGE 2025, apontava para 93,3%, mantendo a expectativa para o saldo orçamental (nos 0,3% do PIB). No nosso cenário, projetamos que o saldo orçamental possa ficar ligeiramente acima do que o Governo antecipa, perante a recente revisão em alta da nossa expetativa para o crescimento da economia em 2025, o que se poderá traduzir num excedente orçamental em torno dos 0,4% do PIB; neste contexto, esperamos que o rácio de dívida pública diminua para 91,3% do PIB este ano.

Perante estes dados, tudo indica que o novo normal quando falamos de contas públicas é discutirmos a dimensão do excedente orçamental, mas os riscos continuam, como sempre, à espreita. O ano de 2025 parece trazer uma certa normalidade à economia: o PIB deverá crescer mais de 2% este ano, o mercado de trabalho deverá manter-se robusto e um suporte ao consumo privado (por via do aumento do emprego e dos próprios salários), a inflação continuará o caminho para o objetivo dos 2% e a redução dos custos de financiamento deverá amenizar os encargos de famílias e empresas. No entanto, os desafios geopolíticos (guerras e tarifas), os esforços para fortalecer a defesa europeia, a par do ciclo eleitoral que se avizinha, com a decorrente incerteza quanto às políticas e futura composição parlamentar, a par do nível (ainda) elevado da dívida pública, recordam-nos a importância de manter a prudência nas contas públicas como foco futuro.

Vânia Duarte

Previsões de várias instituições para as contas públicas

(% PIB)	Saldo Orçamental			Dívida Pública		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
BPI	0,7	0,4	0,3	94,9	91,3	88,2
Governo ¹	–	0,3	0,1	–	91,8	90,4
EIU (janeiro)	–	0,7	0,5	–	91,4	89,8
OCDE (dezembro)	–	0,3	0,2	–	92,2	89,3
BdP (dezembro)	–	–0,1	–1	–	86,5	83,5
Com. Europeia (novembro)	–	0,4	0,3	–	92,9	90,5
FMI (outubro)	–	0,2	0,2	–	89,8	86,2
CFP ² (setembro)	–	0,4	0,1	–	88,3	84,5

Notas: 1. As previsões do Governo para 2025 são as que constam no PDE (março; para 2026, são as do Plano Orçamental de Médio Prazo (outubro). 2. O CFP atualizou as previsões para 2025 aquando a análise de OGE 2025 (outubro).
Fonte: BPI Research, com base nos dados das várias instituições.

Indicadores de atividade e emprego

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto quando é especificado o contrário

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	01/25	02/25	03/25
Índice coincidente para a atividade	3,5	1,8	1,7	1,6	1,8	...	1,8	1,8	...
Indústria									
Índice de produção industrial	-3,1	0,2	1,4	-0,8	-1,0	...	-3,1	0,9	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-7,4	-6,2	-6,7	-6,2	-3,9	-5,1	-4,7	-5,2	-5,4
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	7,5	4,9	8,4	12,4	20,2	...	...	...	...
Compra e venda de habitações	-18,7	14,5	10,4	19,4	32,5	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária)	9,1	8,5	6,8	8,5	13,2	...	14,5	16,0	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	19,0	6,3	9,5	7,8	6,3	...	6,4	5,8	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	7,6	5,5	4,3	-0,4	11,9	15,8	20,2	16,5	10,7
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	1,1	3,3	2,2	3,9	5,5	...	5,4	3,0	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,9	2,8	2,4	2,8	3,6	...	3,9	4,0	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-28,6	-18,0	-18,7	-14,3	-14,3	-15,5	-15,1	-15,3	-16,0
Mercado de trabalho									
População empregada	2,3	1,2	1,0	1,2	1,3	...	2,0	2,2	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,5	6,4	6,1	6,1	6,7	...	6,3	6,4	...
PIB	2,6	1,9	1,5	2,0	2,9	...	-	-	-

Preços

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto quando é especificado o contrário

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	01/25	02/25	03/25
Inflação global	4,4	2,4	2,7	2,2	2,6	2,3	2,5	2,4	1,9
Inflação subjacente	5,1	2,5	2,4	2,5	2,7	2,3	2,7	2,5	1,9

Setor externo

Saldo acumulado durante os últimos 12 meses em milhares de milhões de euros, exceto quando é especificado o contrário

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	01/25	02/25	03/25
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-1,4	2,5	-3,7	0,7	2,5	...	3,5	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-4,0	2,1	-5,6	-0,8	2,1	...	3,1	...	...
Saldo corrente	1,5	6,1	4,2	5,2	6,1	...	5,9	...	...
Bens e serviços	4,0	6,7	5,7	6,1	6,7	...	6,7	...	...
Rendimentos primários e secundários	-2,5	-0,5	-1,5	-0,9	-0,5	...	-0,8	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	5,3	9,3	7,9	8,6	9,3	...	8,9	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto quando é especificado o contrário

	2023	2024	2T 2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	01/25	02/25	03/25
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	-2,3	7,5	5,6	6,0	7,5	...	7,3	7,1	...
À ordem	-18,5	-0,3	-8,6	-6,7	-0,3	...	1,9	2,5	...
A prazo e com pré-aviso	22,2	15,3	24,0	20,9	15,3	...	12,5	11,4	...
Depósitos das Adm. Públicas	-12,4	26,7	4,5	29,1	26,7	...	27,1	40,6	...
TOTAL	-2,6	7,9	5,6	6,7	7,9	...	7,8	7,9	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	-1,5	2,1	-0,3	1,0	2,1	...	2,7	3,0	...
Empresas não financeiras	-2,1	-0,6	-1,8	-0,6	-0,6	...	0,3	0,3	...
Famílias - habitações	-1,4	3,2	0,1	1,4	3,2	...	3,8	4,5	...
Famílias - outros fins	-0,3	4,7	2,5	4,0	4,7	...	4,6	4,8	...
Administrações Públicas	-5,5	0,6	-5,8	-4,1	0,6	...	-0,3	1,0	...
TOTAL	-1,7	2,0	-0,5	0,9	2,0	...	2,6	2,9	...
Taxa de incumprimento (%)²	2,7	2,4	2,6	2,6	2,4	...	-	-	-

Notas: 1. Residentes em Portugal. As variáveis de crédito incluem titularizações. 2. Dado fim do período.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE, do Banco de Portugal e Refinitiv.