

## Economia portuguesa destaca-se no contexto europeu

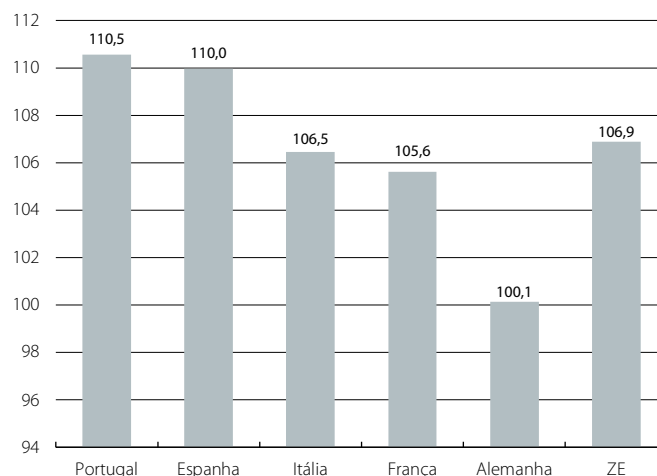
O PIB no 3T cresceu 0,8% em cadeia e 2,4% homólogo, em linha com o esperado pelo BPI Research e dando suporte ao cumprimento da nossa previsão de um avanço de 1,8% no conjunto do ano. O crescimento em cadeia reflete o maior contributo da procura interna, suportado pelo consumo privado que terá sido influenciado pelas medidas fiscais pontuais que se traduziram em incremento do rendimento disponível das famílias no trimestre.<sup>1</sup> A procura externa retirou valor à variação em cadeia do PIB, com as importações a crescerem mais do que as exportações, possivelmente reflexo do aumento das importações de serviços (viagens ao exterior de residentes) e de mercadorias (associadas ao aumento do investimento). O desempenho até ao 3T continua a colocar Portugal numa posição de destaque na recuperação pós pandemia no conjunto dos países do euro. Entretanto a informação disponível para o 4T é ainda escassa, destacando-se o indicador de sentimento económico da Comissão Europeia que se mantém confortavelmente acima dos 100 pontos, mas em desaceleração, sugerindo que a economia continuará a expandir, mas possivelmente a menor ritmo do que no 3T. De facto, a economia continua suportada pela robustez e resiliência do mercado de trabalho (em resultado do aumento do emprego e dos salários); recebimento de fundos europeus, com possibilidade de aceleração na sua execução na medida em que nos aproximamos do final do NGEU (2026); e também a redução de algum grau de incerteza associada ao conhecimento da nova política tarifária norte-americana devido ao acordo celebrado entre os EUA e a UE. No entanto, ressalvamos que a aplicação das tarifas acordadas poderá ter impacto nos dados do comércio internacional, alterando as atuais dinâmicas. Os riscos para a previsão do BPI Research estão equilibrados, embora a probabilidade de melhor desempenho da economia pareça ser ligeiramente superior. Para 2026, antecipamos um crescimento de 2%, influenciado por um conjunto mais forte de ventos favoráveis do que de proa (ver Dossier «Perspetivas 2026» nesta publicação).

**Inflação em outubro suaviza ligeiramente.** Com efeito, o IPC global abrandou 0,1 p. p. para 2,3%. Em contraponto, o IPC subjacente aumentou 0,1 p. p. para 2,1%. Assim, foram as componentes não subjacentes (energia e produtos alimentares não transformados) que estiveram na base deste abrandamento do IPC ao recuarem para -1,23% e 6,09%, respetivamente (0,3% e 6,97% em setembro). É de salientar que as dinâmicas mensais em outubro do IPC Global (variação de 0,0%) e do IPC Subjacente (variação de 0,1%) foram mais fracas relativamente à média histórica para o mês, o que deixa em aberto a possibilidade de cumprimento da previsão do BPI Research para o IPC médio em 2025 (2,3%).

**O emprego continua a surpreender e a bater máximos históricos.** De facto, a população empregada aumentou 3,6% homólogo (dados preliminares e ajustados de sazonalidade), colocando a média do ano em mais de 3% (substancialmente acima do crescimento médio anual de 2024, de 1,2%). Este dinamismo coloca o total de pessoas empregadas num novo máximo histórico, de

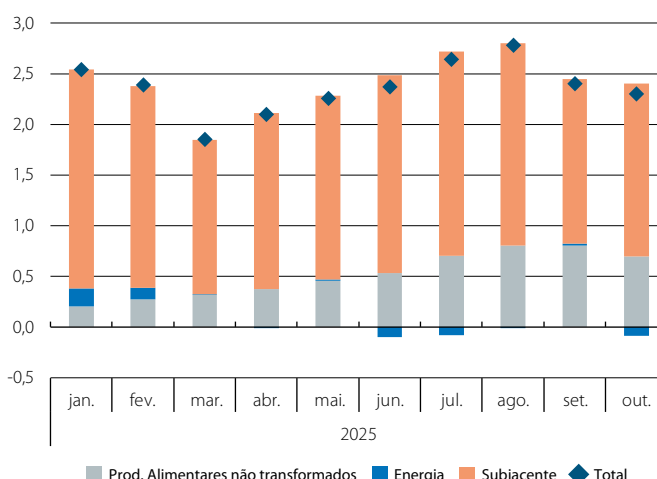
1. O aumento do rendimento das famílias e das pensões resultou das alterações ao IRS com efeitos retroativos ao início de 2025, com impacto no rendimento das famílias em setembro e outubro; e pagamento do suplemento extraordinário de pensão em setembro de 2025.

### PIB 3T: recuperação face ao 4T 2019 Índice base 4T 2019



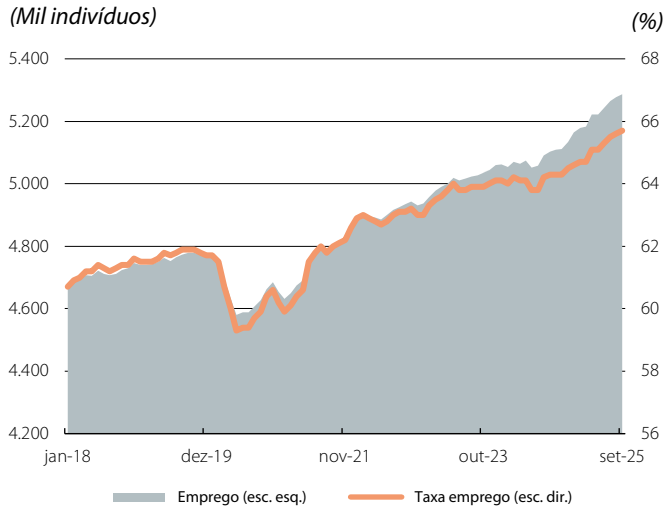
Fonte: BPI Research, com base nos dados do Eurostat e INE.

### IPC: contributo para a variação homóloga (%)



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

### População empregada e taxa de emprego (Mil indivíduos)



Nota: Dados ajustados de sazonalidade. Os dados de setembro são preliminares.

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

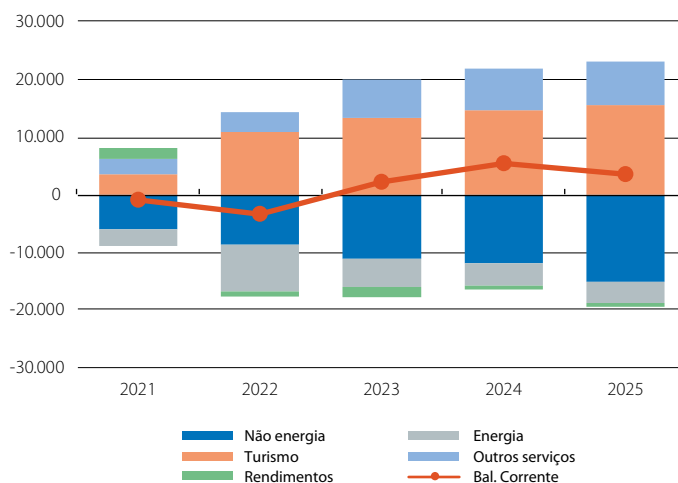
5.286.700 pessoas, com a taxa de emprego a superar também máximos históricos (em setembro, terá ficado em 65,7%, ou seja, quase 66% das pessoas em idade ativa estavam empregadas em Portugal). Por sua vez, a taxa de desemprego aumentou ligeiramente face a agosto (+0,1 p. p.), para 6,0%. Neste contexto, mantemos a expectativa de que a taxa de desemprego diminua em 2025 para 6,3%, esperando-se um crescimento assinalável do emprego (mais de 2% no conjunto do ano), um dado surpreendente e que reflete o dinamismo da economia.

**Em agosto e em termos acumulados no ano, a balança corrente portuguesa registou um excedente de 3.534,2 milhões de euros** (i.e. 1,7% do PIB), o que equivale a uma redução de 35% face ao excedente registado nos primeiros 8 meses de 2024. Esta evolução justifica-se pelo défice da balança de bens, que se agravou em 2.998 milhões de euros face ao homólogo, motivado pelo aumento das importações (+2.398 milhões de euros) e diminuição das exportações (-600 milhões de euros). Por outro lado, o excedente da balança de serviços aumentou 1.198 milhões de euros face a agosto de 2024, justificado essencialmente pelo aumento das exportações de serviços de viagens e turismo (+1.038 milhões de euros homólogo).

**Turismo cresce, mas com nuances.** Até ao 3T 2025, o número de hóspedes do setor turístico nacional avançou 3% em termos homólogos e 2,2% ao nível das dormidas. O crescimento foi mais acentuado nos hóspedes nacionais (+4,9%) comparativamente aos não residentes (+1,8%). Alguns dos principais mercados emissores tiveram um desempenho fraco, nomeadamente Espanha e França (com recuo de dormidas face ao homólogo). Pela positiva destaca-se o incremento de hóspedes provenientes do Canadá, Polónia e EUA. Já ao nível dos proveitos totais nos estabelecimentos de alojamento turístico, até setembro cresceram 7,6% comparativamente ao mesmo período de 2024, marcando o tom para novo registo recorde anual (em agosto de 2025 foi superada pela primeira vez a barreira mensal de 1.000 milhões de euros de proveitos).

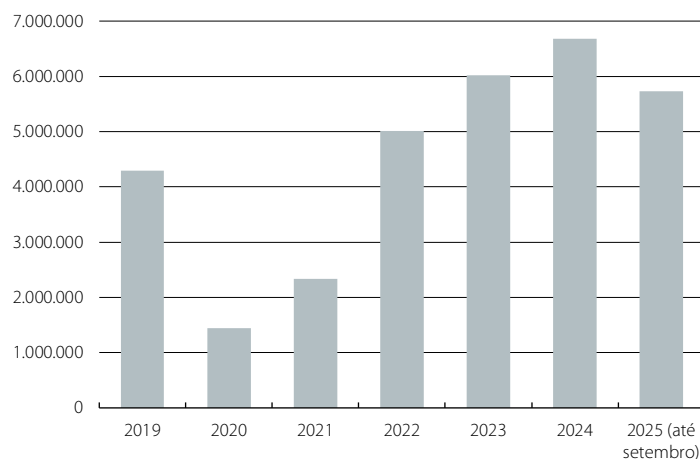
**O dinamismo do crédito é transversal aos vários segmentos.** A carteira de crédito do setor privado não financeiro continua a crescer a ritmos consideráveis: em setembro, cresceu quase 6% homólogo, um comportamento suportado por todos os segmentos de crédito, com especial destaque para o crédito à habitação. De facto, a carteira de crédito à habitação aumentou 8,0% homólogo, colocando o montante total perto dos níveis registados em meados de 2014 (ainda que esta comparação deva ser feita com especial cuidado, uma vez que o Banco de Portugal fez revisões às séries estatísticas, o que lhes retira comparabilidade). Para este dinamismo tem contribuído o notável crescimento das novas operações (+39,7% homólogo, no acumulado do ano até setembro), com o efeito das medidas fiscais para os jovens até aos 35 anos a refletir-se numa elevada atividade. De facto, o montante concedido nos primeiros 9 meses do ano é o mais elevado desde o início da série. Por sua vez, também as empresas têm recorrido mais a crédito bancário, com as novas operações até setembro a crescerem mais de 18% homólogo, colocando o início de 2025 como o melhor começo de ano desde 2015. Perante esta *performance*, a carteira de crédito das SNF tem crescido acima dos 2% homólogo. As expectativas para o 4T, reveladas no Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito, apontam para a manutenção deste dinamismo: nas SNF, espera-se um aumento por parte das PME e empréstimos de longo prazo, e, no caso dos particulares, ligeiro aumento no crédito para compra de casa.

### Portugal: balança corrente (Ytd agosto, milhões de euros)



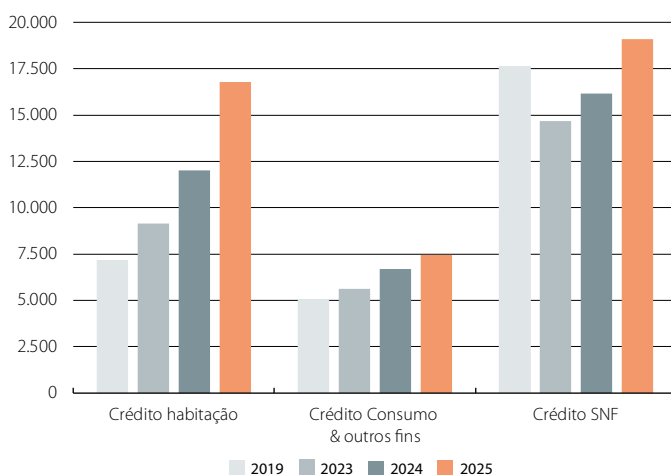
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Datastream.

### Proveitos totais nos estabelecimentos de alojamento turístico (Milhares de euros)



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

### Novas operações de crédito Acumulado no ano até setembro (milhões de euros)



Nota: Novas operações corrigidas de renegociações de crédito.

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

## O setor do turismo na época alta de 2025

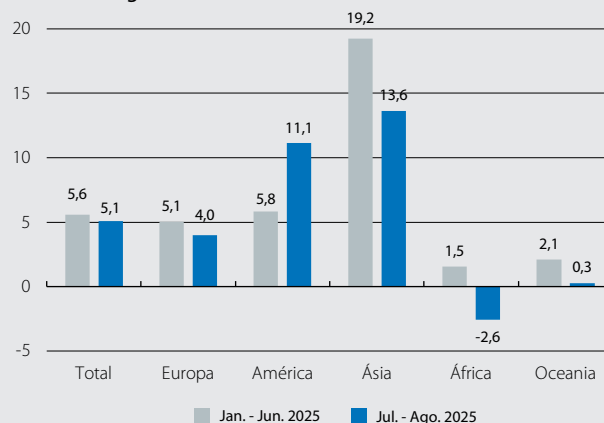
As exportações de viagens e turismo em julho e agosto de 2025<sup>1</sup> ascenderam a um valor perto dos 8 mil milhões de euros. Pese embora este número em termos absolutos seja mais um marco, o crescimento não foi tão forte como em anos anteriores. O crescimento homólogo desta cifra face a julho e agosto de 2024 ascendeu a 5,1% e no ano anterior tinha ascendido a 6,4%.<sup>2</sup> De facto, a diferença não é significativa, mas o que é de relevar é a uniformização dos ritmos de crescimento ao longo do ano: até junho as exportações de turismo tinham crescido 5,6% homólogo (11,1% em 2024) e neste período de época alta cresceram como já vimos 5,1% (6,4% em 2024).

Globalmente o que estes números sugerem é uma normalização da procura do turismo internacional em níveis sólidos, mas com nuances importantes por grandes grupos de mercados emissores (primeiro gráfico). Os ritmos de crescimento de exportações mais fortes são originados por turismo proveniente do continente Americano e Asiático, e também aqui se notam diferenças. Enquanto o crescimento do turismo asiático foi mais forte até junho (19,2% homólogo), o ritmo de crescimento do turismo americano só evoluiu a dois dígitos nos meses de época alta (11,1%). Os mercados mais maduros, os mercados europeus, tiveram um desempenho consistente, mas mais fraco no verão.

Quando observamos no segundo gráfico as exportações nos principais mercados emissores em época alta<sup>3</sup> confirmamos o que já nos tinha sido revelado no primeiro – maior pujança dos mercados emissores americanos com os EUA e o Brasil a crescerem a ritmos de 12,4% e 8,4%, respetivamente.<sup>4</sup> Outra visão importante é-nos oferecida quando se cruza a variação homóloga das dormidas com os dados das exportações. De uma forma genérica a evolução das exportações em época alta é mais forte do que a variação das dormidas. Aqui estará presente o efeito nominal (da inflação) mas também a sugestão de que haverá um deslocamento para segmentos mais altos e com maior valor despendido em cada dormida.<sup>5</sup> Isso é particularmente visível nos dados do Brasil, cujas dormidas recuaram 1%, mas as exportações incrementaram 8,4%. Sublinhe-se também o recuo muito significativo

### Crescimento das exportações de viagens e turismo

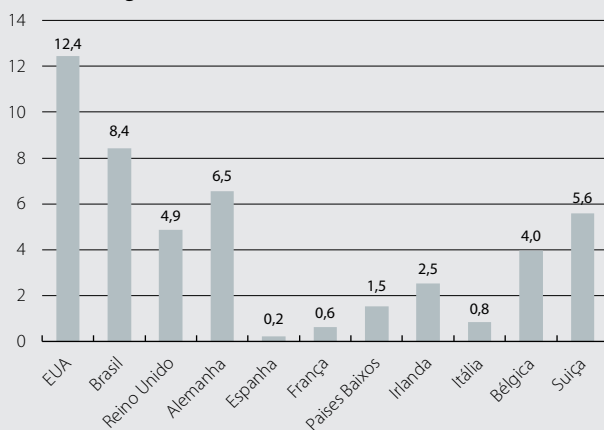
Var. homóloga (%)



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

### Exportações de viagens e turismo (julho e agosto)

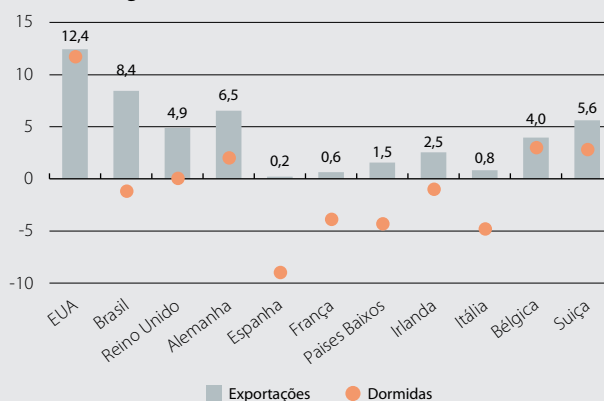
Var. homóloga (%)



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

### Exportações e dormidas de turismo (julho e agosto)

Var. homóloga (%)



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

1. Por simplificação consideramos neste artigo julho e agosto como «época alta».

2. Em 2023, 11,3%, ainda em contexto de recuperação pós-pandemia.

3. Representam 80% das exportações de viagens e turismo na época alta.

4. Não dispomos dos dados mensais relativos às exportações para o Canadá, no entanto as dormidas com esta origem no período evoluíram também perto de 7% homólogo.

5. Esta ideia parece ser confirmada pela evolução dos proveitos de alojamento por tipo de hotel visível no quarto gráfico.

das dormidas oriundas dos (importantes) mercados francês e espanhol.<sup>6</sup>

A dinâmica mais forte dos mercados de longo curso apresenta vantagens, desde logo a diversificação das origens do turismo e o facto de normalmente estarem associados a estadias mais longas e a turistas com maior poder de compra. O reverso da medalha vem sob a forma de encahecimento da oferta para os turistas nacionais e perda de quota nos mercados naturais (e tradicionais) da Europa. Por outro lado, o turismo de longo curso também está mais exposto a constrangimentos de rotas e capacidade aérea, flutuações no preço do petróleo, flutuações cambiais face ao euro e até questões de cariz geopolítico.

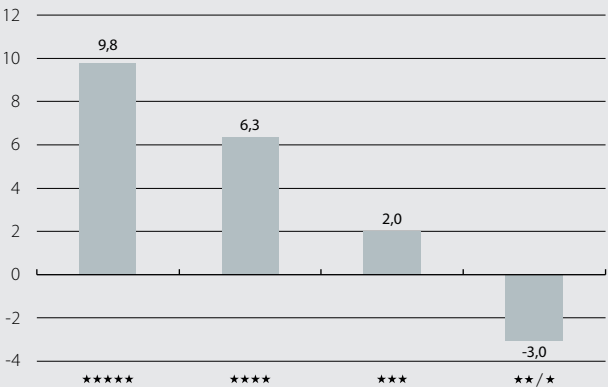
Neste artigo focámo-nos no turismo internacional, pela sua preponderância no total.<sup>7</sup> Importa de qualquer forma referir que no global de 2025 e também na época alta tem sido o turismo de residentes<sup>8</sup> aquele que apresenta maiores crescimentos face ao ano anterior, com destaque para o aumento de dormidas na RA Madeira (+32,8% até agosto). No turismo de não residentes, por regiões, destacaram-se na época alta o aumento homólogo das dormidas no Alentejo (+7,2%) e na Península de Setúbal (+5,1%).

Em suma, a época alta do turismo nacional em 2025 registou crescimento nas principais métricas, embora com menos exuberância do que em anos anteriores fruto da diluição dos efeitos de base. Assim, para 2025 estimamos um crescimento do VAB do Turismo em torno dos 11% o que se deverá traduzir num incremento do peso do Turismo no PIB para cerca de 17%.<sup>9</sup>

Tiago Belejo Correia

Proveitos de aposento por tipo de hotel (jul-ago 2025)

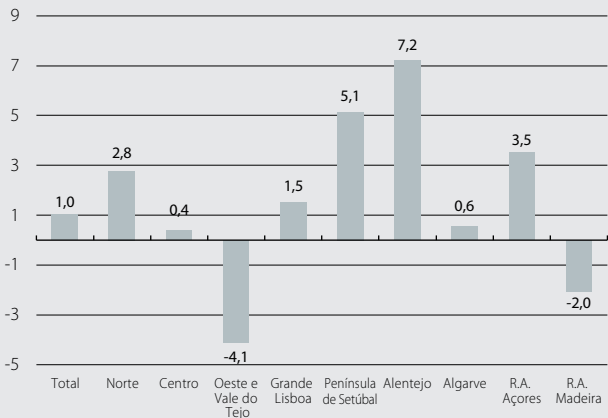
Variação homóloga (%)



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

Dormidas dos não residentes em época alta

Var. homóloga (%)



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

6. A propósito do mercado espanhol referir que ao nível dos hóspedes year-to-date até agosto o número de hóspedes espanhóis em Portugal recuou -4,4% homólogo e por contrapartida os hóspedes portugueses em Espanha aumentaram +6,1% (informação Travel BI do Turismo de Portugal – análise concorrentes, agosto 2025).

7. Year-to-date até agosto as dormidas de não residentes são cerca de 70% do total de dormidas.

8. Year-to-date até agosto as dormidas de residentes evoluíram 5,7% homólogo (1% para os não residentes).

9. Medido com base no conceito de «Consumo do turismo no território económico». Em 2024 este peso foi de 16,6%.

## Quase equilíbrio orçamental ensombrado por alertas e riscos

Na reta final do ano, a Proposta de Orçamento do Estado para 2026 traz consigo o balanço de 2025 e as perspetivas fiscais para o Estado, famílias e empresas em 2026. Num exercício que marca a nossa publicação mensal de novembro, analisámos o OGE 2026 e partilhamos neste artigo as principais ideias e conclusões.

O ponto de partida é o cenário macroeconómico no qual a dinâmica das variáveis orçamentais assenta. Globalmente, está alinhado com as instituições que divulgaram recentemente as suas previsões, ainda que revele uma expectativa mais positiva do que, por exemplo, o cenário do BPI Research ou do Banco de Portugal, no andamento esperado para o consumo privado, investimento e, consequentemente, para as importações. Este otimismo pode-se refletir em menor receita do que o esperado pelo Executivo. Outro aspeto relevante prende-se com a descida esperada para a taxa de desemprego em 2025, que, para que se concretize, obrigaria a que o aumento em cadeia sazonal da taxa de desemprego no 4T 2025 fosse inferior ao que tem sido registado nos últimos anos.<sup>1</sup>

### O balanço das contas de 2025

Como sempre, a Proposta de Orçamento do Estado traz um balanço mais concreto para as contas públicas do ano corrente. Desta vez, as revisões em alta da despesa e da receita face ao inicialmente orçamentado foram semelhantes (em torno dos 1.300 milhões de euros, ou seja, 0,4% do PIB), o que justifica a manutenção do excedente orçamental em 0,3% do PIB, tal como inscrito no OGE 2025. Neste sentido, a revisão em alta da receita resulta, em larga medida, da revisão da receita fiscal (+1.850 milhões de euros), com proporções semelhantes entre impostos diretos e indiretos, o que pode ser justificado pelo nível de preços da economia mais elevado (medido pelo deflador do PIB e que resulta num crescimento do PIB nominal superior ao projetado no OGE 2025), pelo dinamismo surpreendente do mercado de trabalho (mais emprego e um crescimento superior ao inicialmente estimado das remunerações) e, consequentemente, mais consumo privado.<sup>2</sup> Neste contexto, estimamos que o maior crescimento do consumo privado pode justificar cerca de 500 milhões de euros de receita adicional de impostos indiretos, principalmente pela maior receita de IVA. Ainda assim, caso a revisão dos escalões de IRS não tivesse ocorrido, estaríamos a falar de uma revisão em alta da receita fiscal superior a 2.000 milhões de euros, ou seja, em cerca de 0,8% do PIB.

Do lado da despesa, destaca-se a revisão em alta das despesas com pessoal, mas, principalmente, das prestações sociais (no conjunto, foram revistas em alta em mais de 2.200 milhões de euros face ao OGE 2025), explicado, por exemplo, pelos maiores encargos com pensões de velhice, pelo suplemento extraordinário de pensões ou o Complemento Solidário para Idosos (com um gasto adicional conjunto de cerca de 840 milhões de euros). Em sentido contrário, o Executivo reviu em baixa a expectativa de execução do investimento, em cerca de 670 milhões de euros face ao OGE 2025 (-0,2% do PIB).

### O que nos traz o OGE 2026

É esperado que o saldo orçamental volte a diminuir em 2026, para um quase equilíbrio, resultado de um aumento da despesa superior ao da receita. Ainda assim, se excluirmos o efeito negativo que os empréstimos do PRR têm nas contas públicas, o excedente orçamental seria de 0,8% do PIB em 2025 e 0,6% em 2026. A redução esperada do saldo primário estrutural revela uma política orçamental expansionista em 2026, sendo de destacar, em sentido negativo, o crescimento da despesa corrente primária em cerca de 4% face a 2025, o que, a confirmar-se, representa um aumento de mais de 50% face ao pré-pandemia, um comportamento explicado quase totalmente pelas despesas com pessoal e prestações sociais. Esta trajetória aponta para um acentuar da rigidez da despesa pública, o que a torna mais difícil de ajustar num cenário de debilidade.

O aumento esperado da receita total é explicado principalmente pelas contribuições sociais (+2.350 milhões de euros) e impostos indiretos (+2.100 milhões), ou seja, o Executivo estará bastante dependente de um mercado de trabalho robusto e de uma economia vigorosa para fazer face à despesa. Ainda assim, considerando a relação histórica entre o PIB e a receita fiscal e contributiva (e ajustado das medidas orçamentais conhecidas até ao momento, como a redução em 1 p. p. da taxa de IRC), estimamos uma ligeira sobrestimação, em torno de 0,1% do PIB. No entanto, caso a economia evolua mais em linha com o projetado pelo BPI Research, podemos estar a falar de menos 0,3 p. p. do PIB face ao inscrito no OGE.

Por sua vez, o aumento esperado para a despesa no próximo ano é explicado, em grande parte, pelo efeito de arrastamento das medidas tomadas em anos anteriores (a título de exemplo, a atualização regular das pensões). O CFP estima que este efeito agrave a despesa pública em 2026 em cerca de 3.900 milhões de euros.<sup>3</sup> Para além disso, o CFP

1. Ainda assim, estimamos que essa eventual sobrestimação tenha um impacto diminuto na expectativa de gastos com prestações de subsídio de desemprego no acumulado de 2025-2026 (em torno de 0,06 p. p. do PIB).

2. Mais concretamente, o Governo estima agora um crescimento do PIB nominal de 5,7% (vs. 4,8% no OGE 2025), o emprego aumenta 1,7% (vs. 0,7%), a taxa de desemprego deverá ficar nos 6,1% (vs. 6,5%) e o consumo privado aumenta 3,4% (vs. 2,0%).

3. O Governo, no quadro de políticas invariantes, estima que as medidas da despesa resultem num agravamento de quase 4.300 milhões de euros. A diferença entre a estimativa do CFP e do Executivo encontra-se no consumo intermédio: o Governo estima um agravamento em 280 milhões de euros e o CFP estima que o efeito de arrastamento implica uma redução de 97 milhões de euros em 2026. Para mais informações, ver CFP (2025). «Análise da Proposta de Orçamento do Estado para 2026».



### Principais rubricas das contas públicas (% PIB)

	2019	2025	2026	Variação 2026-2019		Variação 2026-2025		
				% PIB	Milhões euros	TVH %	Contributos	Milhões euros
Receita corrente	42,2	42,4	41,9	-0,3	43.840	3,6	3,5	4.719
Receita fiscal e contributiva	36,6	36,7	36,6	0,0	38.959	4,6	3,8	5.181
Receita capital	0,4	1,8	1,9	1,5	5.300	12,2	0,5	664
<b>Receita total</b>	<b>42,6</b>	<b>44,2</b>	<b>43,8</b>	<b>1,2</b>	<b>49.141</b>	<b>4,0</b>	<b>-</b>	<b>5.383</b>
Consumo intermédio	5,1	5,2	5,0	-0,1	5.183	1,2	0,1	184
Despesas com pessoal	10,8	10,6	10,6	-0,1	10.990	5,1	1,2	1.644
Prestações sociais	18,2	18,0	18,1	-0,1	19.073	5,4	2,2	2.973
Juros	2,9	2,0	2,1	-0,9	349	4,9	0,2	305
Subsídios	0,4	0,5	0,4	0,0	419	-10,3	-0,1	-158
Investimento	1,9	3,3	3,4	1,6	6.949	6,8	0,5	697
<b>Despesa total</b>	<b>42,5</b>	<b>43,9</b>	<b>43,7</b>	<b>1,3</b>	<b>49.128</b>	<b>4,5</b>	<b>-</b>	<b>6.069</b>
Despesa Corrente Primária	36,7	37,3	37,1	0,3	39.996	4,1	3,5	4.665
<b>Saldo Global</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>14</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-685</b>
<b>Saldo primário</b>	<b>3,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,9</b>	<b>363</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-380</b>
<b>Saldo primário estrutural</b>	<b>2,0</b>	<b>2,7</b>	<b>2,3</b>	<b>0,3</b>	<b>3.084</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-886</b>
<b>Dívida Pública</b>	<b>116,1</b>	<b>90,2</b>	<b>87,8</b>	<b>-28,3</b>	<b>31.518</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>5.551</b>

Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE, Proposta OGE 2026 e Relatório de Elementos Informativos (OGE 2026).

estima que o cenário macroeconómico contribua para um agravamento da despesa pública em cerca de 2.600 milhões de euros e as novas medidas de política de 2026 (a atualização do Complemento Solidário para Idosos e as prestações de parentalidade) resultem num acréscimo de despesa de 375 milhões de euros. Em sentido contrário, as medidas pontuais e *one-offs* de 2025 não voltam a repetir-se em 2026 (como o suplemento extraordinário às pensões), que o CFP estima que resultem num efeito positivo em 2026 de cerca de 1.860 milhões de euros.

Concretizando em termos de rubricas, cerca de 2/3 do aumento da despesa é atribuído ao incremento das prestações sociais e despesas com pessoal. Mais concretamente, do aumento de quase 3.000 milhões das prestações sociais, cerca de 1.680 milhões resultam do efeito de arrastamento (incluem o efeito da atualização automática das pensões, em torno de 700 milhões de euros, e o efeito composição,<sup>4</sup> em 980 milhões). Para além disso, acrescem novas medidas: o aumento em 40 euros mensais do Complemento Solidário para Idosos e o aumento em 2 meses do subsídio parental inicial (com custo conjunto de 375 milhões de euros). O incremento das despesas com pessoal engloba o impacto dos acordos salariais e valorizações de carreira, a par do aumento do Rendimento Mínimo Mensal Garantido. Ou seja, grande parte do aumento esperado é explicado por medidas tomadas em anos anteriores (cerca de 1.250 milhões de euros).

Por fim, nota para a expectativa traçada para o investimento público, que, a confirmar-se, poderá atingir o peso no PIB mais elevado desde 2011. O PRR continua a ter um papel muito relevante na recuperação do investimento público: se excluirmos o efeito deste programa, o investimento público atingiria apenas os 2,4% do PIB, semelhante a 2022.

4. O efeito composição inclui o aumento da pensão média por indivíduo e a variação do número de pensionistas.

Na avaliação do andamento deste indicador deve considerar-se o efeito adverso que um fraco investimento tem posteriormente nas infraestruturas e na qualidade do serviço público prestado. Neste âmbito, importa ter presente que Portugal era, em 2019, o país com menor investimento público em percentagem do seu PIB no conjunto dos países da UE e que, em 2024, era o segundo pior.

Neste contexto, o Executivo mantém uma trajetória de redução do rácio de dívida pública, maioritariamente explicado pelo andamento da economia. Depois de antecipar uma redução de 3,4 p. p. em 2025, para 90,2% do PIB, o Governo antecipa que a redução seja menor em 2026, de 2,4 p. p., para 87,8% do PIB, com o menor contributo da performance económica do país e uma redução do saldo primário. A confirmar-se, o rácio fica abaixo dos 90% pela primeira vez desde 2009.

#### O que podemos esperar do cumprimento das regras fiscais europeias?

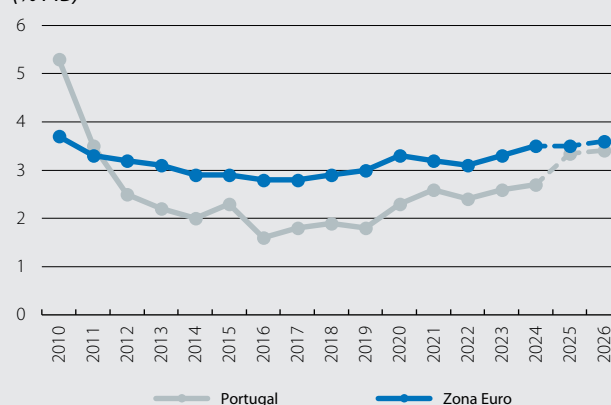
O Governo reviu em alta o crescimento da despesa primária líquida em 2025 face àquilo que se tinha comprometido no Plano Orçamental Estrutural de Médio Prazo e em baixa para 2026 (mais concretamente, de 5,0% para 5,5% em 2025, e de 5,1% para 4,8% em 2026). Com estes novos dados, o crescimento médio nos 4 anos (2025-2028) fica ligeiramente acima do acordado com a Comissão Europeia (3,7% vs. 3,6%) e o acumulado dos desvios anuais é de 0,3 p. p. do PIB até 2026. De recordar que o Procedimento por Défice Excessivo apenas é ativado quando o desvio registado na conta controlo é superior a 0,3 p. p. por ano ou em 0,6 p. p. no acumulado dos anos. Ao mesmo tempo, Portugal deverá cumprir com a redução mínima anual do rácio de dívida, de 1 p. p. No entanto, importa também considerar as estimativas de outras instituições de referência, nomeadamente o CFP e a UTAO, que retiram conclusões distintas: ambas concluem que o desvio acumulado até 2026 será superior ao estimado pelo Governo e pode exceder ou ficar perto do desvio acu-

mulado permitido no âmbito das novas regras fiscais (0,9% e 0,6% pelo CFP e UTAO, respetivamente). No entanto, ambas reiteram também que a ativação da cláusula de derrogação nacional (que traz mais flexibilidade para o investimento em defesa) permite ao país manter o cumprimento das novas regras orçamentais europeias (colocando os desvios acumulados até 2026 em 0,5% e 0,2%, pelo CFP e UTAO, respetivamente).

Em suma, o catálogo de riscos continua repleto de desafios que podem pôr em risco o equilíbrio das contas públicas, e vão desde os riscos geopolíticos, os decorrentes da guerra tarifária, as oscilações nos mercados financeiros (com eventual impacto no agravamento dos custos de financiamento) até à incerteza política em França; a estes, juntam-se outros de carácter doméstico, como a insuficiente execução dos fundos europeus e o seu impacto no investimento, ou uma eventual desaceleração da atividade económica com efeitos adversos na arrecadação da receita fiscal e contributiva. Em termos orçamentais, são ainda de destacar uma eventual pressão sobre as contas públicas decorrente da aprovação de medidas que possam agravar a despesa, o impacto das medidas do pacote habitação ou a materialização dos passivos contingentes em despesa.<sup>5</sup> Neste contexto, releva-se a necessidade premente de descida continuada dos níveis de endividamento público, a par do compromisso no equilíbrio das contas públicas.

Vânia Duarte

### Investimento público em Portugal e na Zona Euro (% PIB)



**Nota:** As previsões para 2025 e 2026 foram retiradas do OGE 2026 para Portugal e das previsões da Primavera da Comissão Europeia para a Zona Euro.

**Fonte:** BPI Research, com base nos dados do Eurostat, OGE 2026 e Previsões da Primavera da CE.

5. O CFP esclarece que as medidas relativas à habitação já foram anunciadas pelo Governo, mas não se encontram mensuradas no OGE 2026. No que diz respeito aos passivos contingentes, o CFP destaca as garantias públicas ou a reposição do equilíbrio financeiro em PPPs.

## O desempenho recente do setor agrícola: produtividade e comércio externo

Na última década, a agricultura tem reduzido em média o seu peso no mercado de trabalho e na economia,<sup>1</sup> apesar da ligeira recuperação desde a queda acentuada que se verificou em 2022, devido aos efeitos adversos da guerra na Ucrânia. Esta representa, no entanto, uma trajetória esperada, visto que o peso do setor primário vai diminuindo à medida que a economia se vai desenvolvendo e tornando mais avançada, o que também se verifica na generalidade dos países europeus.<sup>2</sup>

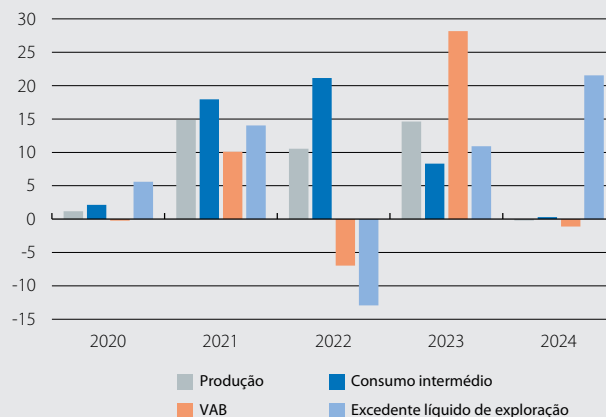
O primeiro gráfico mostra-nos que, apesar da menor relevância económica, este setor tem-se mostrado dinâmico. Depois da recuperação pós-pandemia, o valor acrescentado bruto (VAB) e o excedente líquido de exploração diminuíram em 2022 pelo grande aumento dos preços das matérias-primas nos mercados internacionais, que se traduziu no aumento dos consumos intermédios. Mais recentemente, a agricultura voltou a recuperar o seu contributo: 2023 e 2024 foram os anos em que o VAB e o excedente líquido mais aumentaram no período considerado (respetivamente, o VAB cresceu +28,2% em 2023 e o excedente líquido +21,5% em 2024). Pese embora o facto de que a expansão do excedente em 2024 foi justificada principalmente por fatores exógenos<sup>3</sup> (apoios europeus) e não pelo próprio desempenho orgânico da agricultura, para o qual se espera uma evolução positiva nos próximos anos.

### Produtividade das culturas

Num artigo anterior<sup>4</sup> vimos que, em 2024, a produção vegetal tinha diminuído ligeiramente em valor (-1,4%, resultante de um aumento de +5,1% no volume e redução de -6,2% nos preços) e a produção animal estagnado (+3,6% em volume e -3,5% no nível de preços). Foi um ano marcado por condições meteorológicas favoráveis às explorações agrícolas, assim como pela redução dos preços de mercado em vários bens, o que nos leva a analisar como a produtividade das culturas tem evoluído (ver segundo gráfico). A eficiência e inovação dos métodos, máquinas e equipamentos agrícolas utilizados apresentam perspectivas positivas em algumas culturas. Por exemplo, a azeitona é das culturas com maior representação (aproximadamente 20% da produção vegetal) e cuja produtividade, embora relativamente reduzida, mais tem crescido nos últimos 5

### Contas económicas da agricultura

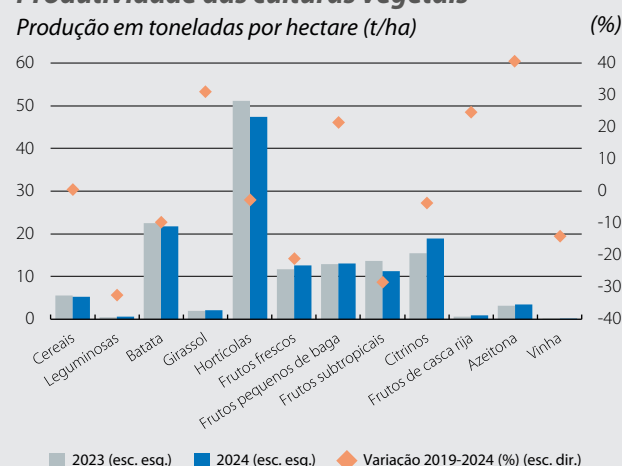
Variação anual (%) a preços correntes



Fonte: BPI Research, com base nas Estatísticas Agrícolas do INE.

### Produtividade das culturas vegetais

Produção em toneladas por hectare (t/ha)



Fonte: BPI Research, com base nas Estatísticas Agrícolas do INE.

anos, em resultado da expansão do olival,<sup>5</sup> do aumento da procura e da modernização das colheitas. Por outro lado, os hortícolas são a categoria mais relevante (representando cerca de 41% da produção vegetal, nomeadamente o tomate para indústria – 25%), e apesar da respetiva produtividade ter estagnado nos últimos 5 anos e inclusive ter decrescido em 2024, já é a mais elevada entre os principais grupos de produtos, indicando que os recursos podem estar a ser direcionados para otimizar a produção das culturas mais ineficientes, como a azeitona, o girassol e os frutos de casca rija. Esta conclusão pode ser estendida à batata e aos citrinos, que beneficiaram dos maiores níveis de precipitação em 2024. Em geral, a evolução não tem sido uniforme, mas o investimento por parte das empresas do setor parece estar a evoluir positivamente em algumas culturas importantes, canalizando recursos para as menos produtivas, em

5. Em 2024 foi realizada a segunda maior campanha produtiva de azeite de sempre.

1. O setor primário representava 2,9% da população empregada em 2024 (-0,8 p. p. face a 2014) e o VAB da agricultura era cerca de 1,9% do PIB a preços constantes (-0,2 p. p. face a 2014), segundo o INE.

2. De acordo com o Eurostat, o peso do VAB da agricultura, floresta e pescas no PIB da União Europeia diminuiu -0,1 p. p. entre 2014 e 2024.

3. O excedente líquido de exploração agrícola foi impulsionado em 2024 essencialmente pelos subsídios à produção oriundos dos fundos europeus agrícolas de garantia e de desenvolvimento regional (FEAGA e FEADER) e do plano estratégico da Política Agrícola Comum (PEPAC) para o período entre 2023 e 2027.

4. Ver o Focus «As contas económicas da agricultura em 2024» no IM02/2025.



vez de se focarem apenas nas que já possuem uma produção por hectare elevada.

### Comércio externo

Na frente externa é importante referir que em 2024 o défice comercial do setor agroalimentar diminuiu pela primeira vez desde 2020, em cerca de 627,7 milhões de euros. As exportações e importações aumentaram +738,8 e +111,1 milhões para 9.094,4 e 12.771,4 milhões, respetivamente, considerando os grupos de bens apresentados no terceiro gráfico. Além das boas expectativas sobre a produtividade, o comércio externo agrícola, que tem estado numa trajetória negativa, recuperou por via do aumento da procura externa, da produção e da rentabilidade, nomeadamente as gorduras e óleos, cujo saldo ganhou +482,7 milhões (reforçando o peso já dominante das respetivas exportações para 21,1%, +3,5 p. p. do total exportado), apoiado pela quantidade produzida de azeitona que aumentou para 1,34 milhões de toneladas em 2024 (+12,2% face a 2023), passando a representar 20% do total (como referido anteriormente). Portugal acompanhou a recuperação sentida no resto da Europa, contribuindo para o alívio nas contas externas e na procura interna, pois a população ganhou poder de compra no consumo de azeite por via de uma das reduções mais acentuadas dos preços de mercado (-29,3% nos preços do azeite em 2024, face a 2023). Em segundo lugar, os cereais já tinham providenciado um contributo acrescido para o saldo externo em 2023, que foi reforçado em 2024 adicionando +233,3 milhões ao saldo comercial através das recuperações significativas no milho (+118,4 milhões) e no trigo (+100,2 milhões). Tal foi favorecido pelas melhores condições meteorológicas e é refletido em parte

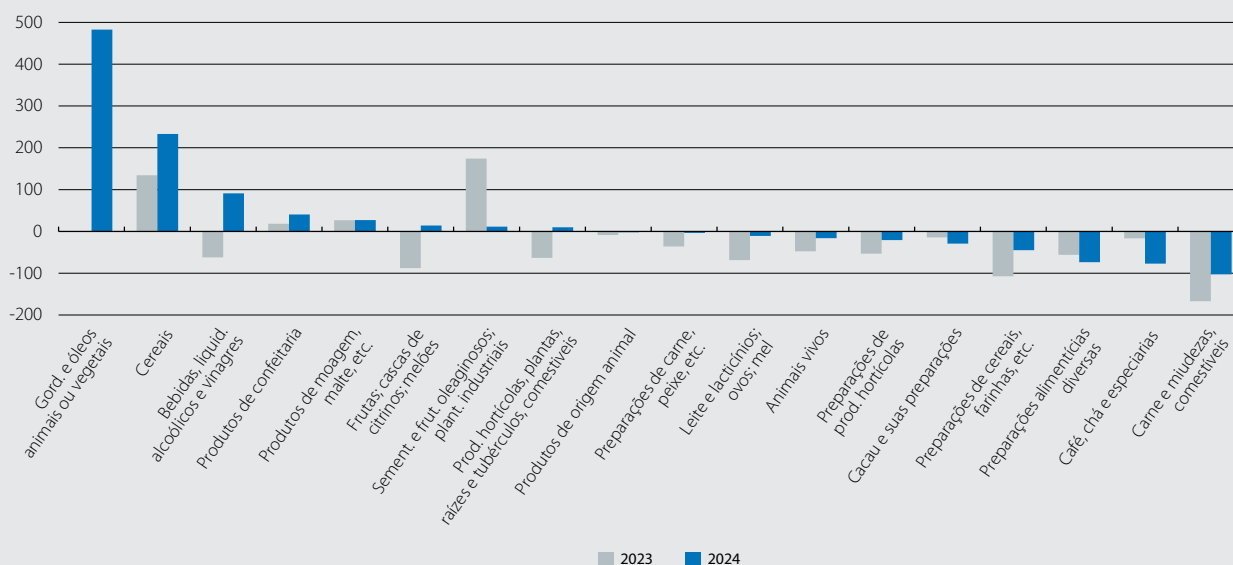
pela normalização dos preços dos cereais desde o pico alcançado em 2022.<sup>6</sup> Por fim, o saldo das bebidas, líquidos alcoólicos e vinagres também foi dinamizado (+91,2 milhões) por via da queda nas importações (-67,5 milhões), nomeadamente nas categorias relacionadas com vinhos. Pela negativa, destacam-se a carne e miudezas, com um saldo que voltou a cair (-102,8 milhões de euros em 2024, face a 2023), motivado maioritariamente pela carne bovina (-82,3 milhões) e o considerável aumento das respetivas importações (+91,2 milhões), já que o aumento da produção nacional em volume de bovinos (+5,3%) não foi suficiente para responder às necessidades internas de consumo. É importante referir que o consumo de carne bovina em Portugal apresenta uma das maiores dependências externas, sublinhada pelo respetivo grau de autoaprovisionamento bastante inferior a 100% (50,9%).

Globalmente, as dinâmicas analisadas refletem um desempenho positivo do setor agroalimentar. Por um lado, o valor produzido e acrescentado, assim como o excedente líquido de exploração aumentaram desde 2022 e compensaram os consumos intermédios, também pela via dos subsídios recebidos no âmbito dos fundos europeus e da PAC. Tal acabou por impulsionar o comércio externo, nomeadamente nas rubricas das gorduras e óleos e dos cereais. Por outro lado, embora a formação bruta de capital fixo na agricultura esteja a seguir uma trajetória ascendente, o investimento em inovação e eficiência deve continuar a ser estimulado, para diminuir o défice de produtividade do setor face à União Europeia, que tem vindo a evidenciar convergência nos últimos anos.<sup>7</sup>

Tiago Miguel Pereira

### Saldo comercial do setor agroalimentar por grupos de produtos

Variação anual (milhões de euros)



Fonte: BPI Research, com base nas Estatísticas Agrícolas do INE.

6. Segundo a *TradingEconomics*, os futuros de trigo (milho) estão sistematicamente abaixo dos 600 (500) \$/alqueire desde meados de 2024 (2023), quando ultrapassaram os 1150 (800) \$/alqueire após o início da guerra na Ucrânia.

7. Quando medida, por exemplo, pelo rendimento real de fatores por unidade de trabalho anual (Eurostat).

**Indicadores de atividade e emprego**

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
Índice coincidente para a atividade	3,9	2,0	1,9	1,8	1,7	1,8	1,8	1,8	...
<b>Indústria</b>									
Índice de produção industrial	-3,1	0,8	-0,4	-2,3	1,2	2,6	3,0	2,0	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-7,4	-6,2	-4,2	-5,1	-4,8	-3,4	-3,3	-3,0	-3,7
<b>Construção</b>									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	7,5	6,5	23,6	39,4	19,2	-62,9	17,9	...	...
Compra e venda de habitações	-18,7	14,5	32,5	25,0	15,5	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m <sup>2</sup> - avaliação bancária)	9,1	8,5	13,2	15,8	17,4	18,2	18,1	17,7	...
<b>Serviços</b>									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	19,0	6,3	6,3	4,6	4,0	2,6	3,2	2,6	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	7,7	5,6	10,9	12,5	6,6	12,9	13,5	12,4	10,7
<b>Consumo</b>									
Vendas no comércio a retalho	1,1	3,2	5,0	4,5	4,8	5,2	4,4	5,0	...
Indicador coincidente do consumo privado	3,1	2,8	3,4	3,6	3,3	3,0	3,0	2,9	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-28,6	-18,0	-14,3	-15,5	-17,9	-16,1	-16,2	-16,5	-15,9
<b>Mercado de trabalho</b>									
População empregada	2,3	1,2	1,3	2,4	2,9	3,7	3,7	3,6	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,5	6,4	6,7	6,6	5,9	5,8	5,9	6,0	...
<b>PIB</b>	3,1	2,1	2,6	1,7	1,8	2,4	-	-	-

**Preços**

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
Inflação global	4,4	2,4	2,6	2,3	2,2	2,6	2,8	2,4	2,3
Inflação subjacente	5,1	2,5	2,7	2,3	2,3	2,3	2,4	2,0	2,1

**Setor externo**

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
<b>Comércio de bens</b>									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-1,4	2,0	2,0	5,3	4,3	...	1,3	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-4,0	2,0	2,0	5,4	6,9	...	6,0	...	...
<b>Saldo corrente</b>	1,5	6,0	6,0	4,2	3,7	...	4,1	...	...
Bens e serviços	4,1	6,5	6,5	5,2	4,5	...	4,7	...	...
Rendimentos primários e secundários	-2,6	-0,6	-0,6	-0,9	-0,9	...	-0,6	...	...
<b>Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento</b>	5,5	9,1	9,1	7,5	7,1	...	7,5	...	...

**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	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
<b>Depósitos<sup>1</sup></b>									
Depósitos das famílias e empresas	-2,3	7,5	7,5	6,5	5,4	6,3	6,0	6,3	...
À ordem	-18,5	-0,3	-0,3	5,0	5,1	8,6	7,5	8,6	...
A prazo e com pré-aviso	22,2	15,3	15,3	7,8	5,8	4,3	4,6	4,3	...
Depósitos das Adm. Públicas	-12,4	26,7	26,7	29,3	39,6	-0,4	17,0	-0,4	...
<b>TOTAL</b>	-2,6	7,9	7,9	7,1	6,4	6,1	6,3	6,1	...
<b>Saldo vivo de crédito<sup>1</sup></b>									
Setor privado	-1,5	1,9	1,9	3,3	4,9	5,8	5,6	5,8	...
Empresas não financeiras	-2,1	-1,0	-1,0	0,1	2,2	2,3	2,6	2,3	...
Famílias - habitação	-1,5	3,0	3,0	4,9	6,4	8,0	7,5	8,0	...
Famílias - outros fins	0,2	5,4	5,4	5,7	6,6	6,9	6,4	6,9	...
Administrações Públicas	-5,5	0,6	0,6	-8,0	3,8	4,8	2,4	4,8	...
<b>TOTAL</b>	-1,7	1,9	1,9	2,9	4,9	5,8	5,5	5,8	...
<b>Taxa de incumprimento (%)<sup>2</sup></b>	2,7	2,4	2,4	2,3	2,3	...	-	-	-

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.