

Atividade robusta, mas com alguns escolhos

Indicadores parcelares para 2T apresentam evolução moderadamente positiva. Os indicadores de sentimento evoluíram de menos para mais nos 3 meses do trimestre, com o indicador de sentimento económico da Comissão Europeia a situar-se em 107,4 em junho, indicativo de expansão da atividade, com melhoria da confiança em todos os setores, exceto consumidores (aqui o indicador global foi mais influenciado pela avaliação dos últimos 12 meses do que dos próximos 12, que na generalidade estão a melhorar). Os indicadores quantitativos (*hard data*), disponíveis apenas para maio também apresentam evoluções favoráveis: as compras e levantamentos com cartão deflacionados pelo IPC estão a crescer em torno de 7% em termos homólogos e 12% em cadeia; também as vendas de carros continuam fortes. O dinamismo no consumo (63% do PIB) é suportado pela robustez do mercado de trabalho e pelos ganhos de remuneração. Na frente externa, os sinais são menos favoráveis, mas atribuímos alguma probabilidade a que esta situação se altere, na medida em que no início do ano, o comércio internacional de bens foi influenciado pela alteração da política comercial dos EUA. A diluição deste efeito no resto do ano e o bom desempenho das exportações de serviços tenderão a corrigir o mau desempenho nos 4 primeiros meses. Mas neste campo, a incerteza continuará a dominar, sendo provável que o impacto das alterações na política aduaneira, o fraco crescimento dos principais parceiros comerciais e uma possível aceleração do investimento (com elevado conteúdo importado) se reflita num contributo negativo da procura externa para o crescimento em 2025.

Inflação sobe para 2,4% em junho (2,3% em maio). Trata-se do terceiro mês consecutivo de aumento do IPC Global, acompanhando da inflação subjacente (cifrou-se de igual modo nos 2,4%). A evolução recente da inflação dos produtos alimentares não transformados também tem surpreendido (em janeiro a inflação deste agregado foi de 1,8% tendo apresentado tendência de subida consecutiva até aos 4,7% registados em junho). Por sua vez, os preços na produção industrial continuam a apoiar a desinflação dos bens com o quinto registo negativo consecutivo em maio (-3,1%). O habitual desfasamento entre variações dos preços da produção e dos preços do consumidor traz boas perspetivas para os próximos meses, não esquecendo que estes deverão ser fortes ao nível do turismo e por consequência nos preços do agregado de serviços.

O mercado de trabalho não deixa de surpreender à medida que o ano avança. O emprego tem crescido de forma mais expressiva do que no ano passado e do que poderia indicar a (moderadamente positiva) atividade económica. De facto, o emprego cresceu, em média, nos primeiros 5 meses do ano 2,5% homólogo (face a 1,5% em igual período de 2024), com máximos da série a serem constantemente atingidos. Perante isto, quase 65% da população em idade ativa estava empregada em maio (perto do máximo de 65,1% registado em abril). Apesar de não termos dados mais recentes, a criação de emprego entre o 1T 2025 e o 1T 2019 (pré-pandemia) foi sobretudo através da construção, do comércio, das TIC, das atividades de consultoria, científicas, técnicas & similares e das atividades de saúde humana & apoio social, com um contributo de quase 7 p. p. para o crescimento de mais de 9% do emprego neste período. Estes sinais parecem apontar para um crescimento do emprego mais significativo do que o inicialmente esperado em 2025.

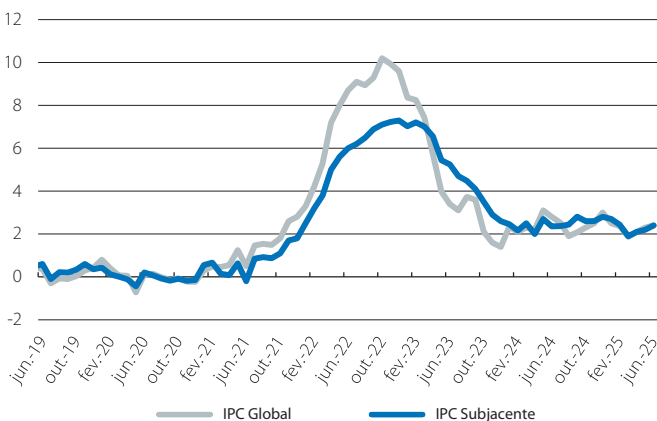
Variações homólogas, nível

		1T 2025	2T 2025	Abril 2025	Maio 2025	Junho 2025	Último mês disponível
Indicadores sintéticos	Indicador de clima económico (yoy)	2,5	2,5	2,3	2,7	2,8	Junho
	Indicador de sentimento económico (nível)	104,6	103,8	101,7	105,9	107,4	Junho
	Indicador diário de atividade (yoy)	2,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,6	Junho
Consumo	Indicador de confiança	-16,0	-18,3	-20,6	-16,0	-16,0	Junho
	Comércio por grosso e retalho (yoy)	2,9	1,8	0,0	3,6	-	Maio
	Vendas a retalho excl. Combustíveis	5,7	4,5	3,5	5,5	-	Maio
	Levantamentos e compras com cartão deflacionados (yoy)	5,9	6,9	7,1	6,7	-	Maio
	Venda de carros (yoy)	-1,7	13,4	8,2	18,6	14,8	Junho
Investimento	Indicador de FBCF	2,0	4,2	4,2	-	-	Abril
	Importações de bens de capital	6,6	-5,4	-5,4	-	-	Abril
Oferta	Vendas de cimento (yoy)	-2,4	-3,8	-5,5	-2,0	-	Maio
	Produção industrial (yoy)	-2,3	0,2	-2,1	2,6	-	Maio
Procura	Consumo eletricidade corrigido temperatura & dias úteis (yoy)	1,9	1,7	3,3	0,0	3,1	Junho
	Nº Turistas não residentes (yoy)	1,1	4,6	7,5	1,7	-	Maio
	Nº de voos (yoy)	2,0	5,8	6,4	5,3	4,3	Junho
Comércio exterior	Exportações de b&s (acum. ano, yoy)	2,8	1,4	1,4	-	-	Abril
	Importações de b&s (acum. ano, yoy)	5,3	4,2	4,2	-	-	Abril
Mercado de trabalho	Variação no desemprego registado (mil pessoas)	9,0	-7,0	-4,7	-9,4	-	Maio
	Variação no emprego (mil pessoas)	113,8	144,5	157,1	131,8	-	Maio

Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE, Comissão Europeia, Banco de Portugal, IEF, NECEP e REN.

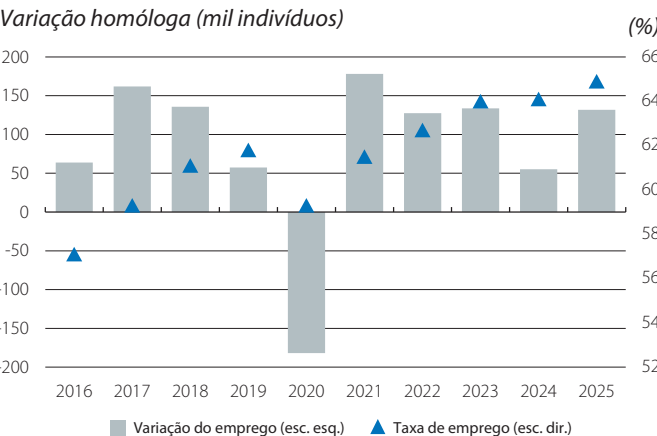
IPC

Var. homóloga (%)



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

Emprego: variação homóloga e taxa de emprego nos meses de maio de cada ano



Nota: Dados ajustados de sazonalidade.

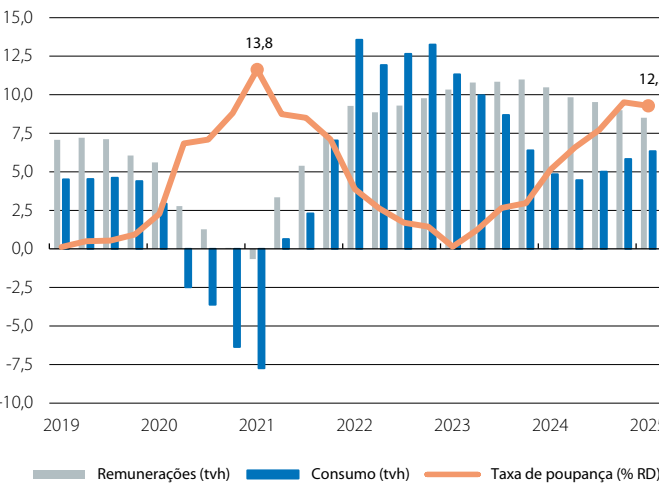
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

A economia portuguesa registou capacidade de financiamento equivalente a 2,2% do PIB. Com exceção das empresas não financeiras, todos os setores registaram saldos positivos. Nestas, as necessidades de financiamento representam 5,5% do PIB, menos 3 décimas face a 2024, refletindo aumento de stocks (mais que duplicaram face ao 4T 24), associado à antecipação de importações antes da alteração da política aduaneira norte-americana; e a redução do excedente de exploração, principalmente por incremento de 1,8% qoq das remunerações pagas. Por seu turno, a capacidade que as famílias têm de financiar os restantes setores equivale a 4,4% do PIB; e a taxa de poupança mantém-se próximo do máximo histórico (12,3% do rendimento disponível no 1T), resultado de um crescimento mais forte do rendimento nominal do que do consumo. A recuperação do rendimento é evidente também quando analisado a preços constantes e per capita, +0,5% em cadeia e 5,8% homólogo –continuando a ser um suporte importante ao consumo e ao investimento. Este último, sobretudo concentrado em habitação, cresceu 3,2% em cadeia e 12,3% homólogo. Entretanto, o Banco de Portugal publicou o património das famílias, que em 2024 aumentou para 1.071 mil milhões de euros em 2024, ou 376% do PIB, com o património financeiro a avançar 5,6% e o imobiliário 4%.

Setor do turismo regista 3,2 milhões de hóspedes em maio. Este registo representa um aumento de 2,6% face ao período homólogo de 2024 e foi acompanhado também do crescimento das dormidas (+1,3% homólogo). À semelhança dos meses anteriores, o crescimento foi sobretudo impulsionado pelos turistas residentes –as dormidas de residentes evoluíram 5,9% e as de não residentes chegaram mesmo a recuar em termos homólogos (–0,2%). Tudo somado, os proveitos totais do setor no acumulado do ano aumentaram 7,9%, com destaque para os proveitos gerados em hotéis de cinco e quatro estrelas (+8,3% e +7,8%, respetivamente). Com o aumento da incerteza geopolítica, as últimas surveys do setor são marcadas pelo tópico do *value for money* e do orçamento para viagens. Este será um aspeto crítico nas reservas para o período de verão.

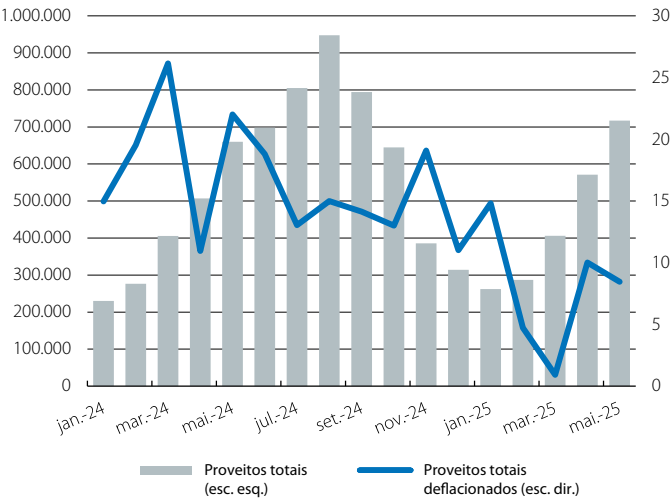
O saldo orçamental melhorou no acumulado dos primeiros 5 meses do ano, com a receita a superar largamente a despesa. O excedente de 0,5% do PIB registado até maio (–2,1% até maio de 2024) é suportado pelo aumento de 12,3% homólogo da receita, perante o comportamento da receita fiscal e contributiva. Neste ponto, destacam-se as contribuições para a Segurança Social, a receita de IRS e de IVA. O aumento expressivo do emprego (mencionado em cima) e a provável trajetória positiva dos salários explicam o desempenho das contribuições sociais, enquanto a redução dos reembolsos em sede de IRS e IVA explicam a comparação mais favorável face a 2024. De facto, estimamos que, sem este efeito (e mantendo-se tudo o resto constante), a receita total teria aumentado 10,5% e o saldo orçamental situar-se-ia num ligeiro défice. Também os dividendos pagos pela CGD em maio tiveram um efeito positivo. Por sua vez, o aumento da despesa (4,5%) deve-se ao comportamento das despesas com pessoal (com a atualização salarial dos funcionários públicos e valorização de carreiras), das transferências correntes (com, entre outros fatores, o aumento das pensões) e o investimento. Ainda assim, a desaceleração da atividade económica e as pressões adicionais resultantes de compromissos entretanto assumidos (como a redução do IRS e o investimento em defesa) aumentam a probabilidade de que o saldo orçamental entre em território ligeiramente negativo em 2025 (ver o focus «Novas medidas, novos compromissos internacionais: será o fim do excedente orçamental?», neste IM).

Famílias: poupança, consumo e remunerações
% do RD, variação homóloga (%)



Fonte: BPI Research, a partir de dados do INE.

Proveitos do turismo
(Milhares de euros) Variação homóloga (%)



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

Execução orçamental da Adm. Pública (acumulado até maio)
(% PIB, excepto quando indicado outra medida)

	2019	2023 *	2024	2025	Var. 2025 vs. 2019	Var.2025 vs. 2024 (milhões euros)
Receitas	36,0	35,2	34,4	36,9	1,0	5.043
Receita fiscal	19,2	19,0	17,9	19,3	0,1	2.807
Contribuições Seg. Social	9,6	10,0	10,3	10,6	1,0	998
Despesas	36,7	34,5	36,5	36,4	–0,3	1.948
Despesas com pessoal	8,6	8,4	8,5	8,8	0,2	872
Transferências correntes	15,8	15,0	16,7	16,3	0,6	456
Aquisição bens e serviços	5,1	5,1	5,1	5,0	–0,1	190
Juros	4,1	2,6	2,6	2,3	–1,7	–182
Investimento	1,8	2,0	1,9	2,1	0,3	333
Saldo orçamental	–0,7	0,7	–2,1	0,5	1,2	3.095

Nota: * Valor ajustado da transferência do Fundo de Pensões da CGD para a CGA.
Fonte: BPI Research, com base nos dados da DGO.

Novas medidas, novos compromissos internacionais: será o fim do excedente orçamental?

O programa do Governo foi aprovado no dia 18 de junho e revela os 10 eixos prioritários do novo Executivo (num total de 150 medidas) para a próxima governação: destacamos pelo impacto potencial no contexto orçamental a valorização dos rendimentos do trabalho e poupança, o combate à crise na habitação, novas infraestruturas relevantes para o país e reforço estratégico do investimento em defesa no âmbito dos compromissos junto da NATO.¹ Apesar da ausência de um cronograma que nos permita concluir sobre o período de implementação das várias medidas, assim como o custo associado, neste artigo vamos tentar perceber qual o impacto de algumas das medidas nas contas públicas, assim como o efeito que terão no âmbito das novas regras orçamentais europeias.

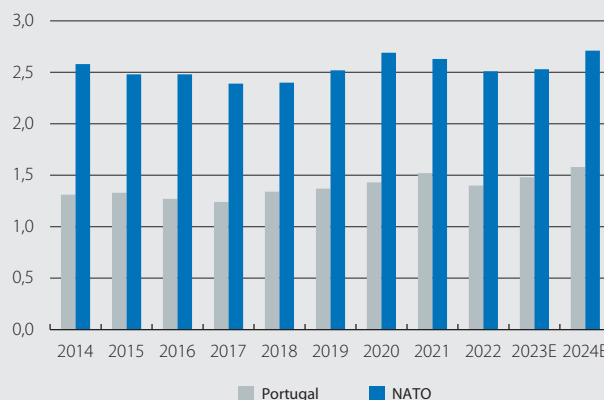
Mas antes de avançarmos concretamente no foco deste artigo, importa olhar, como ponto de partida, para o contexto económico. Quando fizemos a última revisão de cenário para as contas públicas, em abril, as expectativas eram de que a economia portuguesa crescesse acima dos 2,0% e que o crescimento do PIB nominal superaria os 5%. Neste contexto, e apesar das medidas já inscritas no OGE 2025 (como o IRS jovem), esperávamos que a receita fiscal e contributiva aumentasse cerca de 5% este ano e que o saldo orçamental mantivesse o sinal positivo dos últimos anos. A notícia de que a economia portuguesa contraiu no 1T colocou riscos para o crescimento do PIB no conjunto do ano, justificando a revisão em baixa da previsão do BPI Research.² Este novo contexto implica, por si só, uma menor expectativa para o crescimento da receita fiscal e contributiva (menor atividade económica vai gerar menos impostos), o que, na ausência de medidas adicionais, representaria uma perda em torno dos 0,2% do PIB face ao cenário de abril.

Ou seja, o ponto de partida é já mais frágil do que há uns meses, e isto sem contar com outros efeitos nefastos, entretanto exacerbados (como o aumento do preço do Brent, o escalar das tensões geopolíticas no Médio Oriente e o cenário de guerra tarifária, neste momento em suspenso), e que podem implicar maiores custos energéticos, atividade mais fraca e/ou maiores custos de financiamento.

As novas medidas do Governo deverão acrescentar uma pressão adicional nas contas públicas. Mais concretamente, a redução adicional no IRS: o objetivo é de uma redução de 2.000 milhões de euros até 2029, dos quais 500

Gastos com defesa (conceito da NATO)

(% do PIB)



Nota: O valor estimado para Portugal para 2024 é o estimado pelo Governo.

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

milhões já este ano. Isto deverá englobar os salários até ao 8º escalão (ou seja, rendimentos até 83.696 euros), semelhante ao que tinha sido colocado a votação no ano passado e que acabou por ser rejeitado. Se, de forma distinta, esta medida avançar este ano, isto significa que haverá menos 0,2 p. p. do PIB de receita fiscal a entrar nas contas públicas de 2025.³ No entanto, o saldo orçamental beneficia este ano de efeitos positivos relacionados com o sector bancário e não previstos em sede de Orçamento de Estado, nomeadamente o pagamento adicional de dividendos por parte da CGD e do lado do Novo Banco; no conjunto, estas medidas (*one-off*) poderão compensar totalmente a perda de receita de IRS em 2025.

Outra pressão adicional decorre dos compromissos com a NATO, com o Executivo a antecipar o objetivo de gastos com defesa de 2% do PIB a alcançar já em 2025 (anteriormente previsto para 2029). Neste ponto, importa ter presente onde nos encontramos e o que falta para conseguirmos atingir os 2%. Assim, em 2024, de acordo com as estimativas do Governo e em linha com o conceito da NATO, Portugal gastou o equivalente a 1,58% do PIB, ou seja, cerca de 4.500 milhões de euros. Isto significa que, para atingir o objetivo dos 2% do PIB em 2025, Portugal teria de gastar mais de 1.200 milhões de euros adicionais (0,4% do PIB). De acordo com afirmações recentes do Ministro das Finanças, o esforço não deverá ser nesta ordem de grandeza, perante a possibilidade de reclassificar despesas

1. Para mais detalhe sobre o Programa, ver o documento disponibilizado no seguinte site: <https://www.portugal.gov.pt/pt/gc24/governo/programa-do-governo>.

2. Para mais informações, ver o focus «Novo cenário macroeconómico», do IM06/2025, onde explicámos melhor a revisão feita no cenário macroeconómico português.

3. Este impacto negativo poderia ser ligeiramente atenuado caso, no limite, as famílias consumissem a totalidade da poupança decorrente do menor pagamento de IRS, gerando um efeito positivo na maior arrecadação de outras receitas fiscais (como, por exemplo, de IVA). Estimámos que esse efeito positivo poderia rondar os 0,03 p. p. do PIB, o que significaria que em vez de um efeito negativo de 500 milhões de euros, estaríamos a falar de um efeito líquido em torno dos 400 milhões de euros.

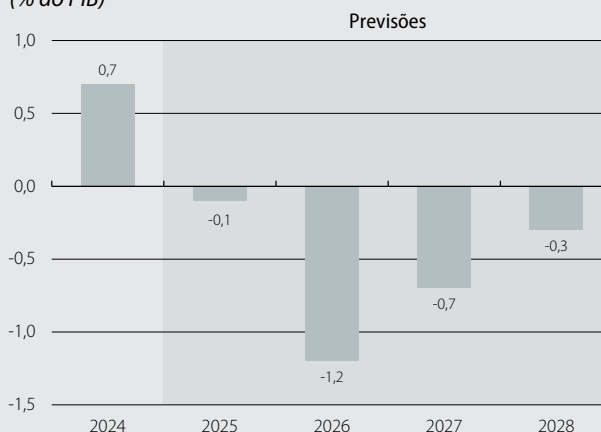
que já existam, mas que não estejam a ser contabilizadas como despesa com defesa. Ainda assim, para efeitos de análise neste artigo, vamos assumir essa totalidade.

Perante este cenário, e considerando as medidas expostas neste artigo, é possível que as contas públicas entrem em ligeiro território negativo em 2025. O que é que isto implica em termos de regras orçamentais europeias? Recordando as novas regras, o indicador chave atualmente é a evolução da despesa líquida primária, que, de acordo com o Plano Orçamental Estrutural de Médio Prazo para 2025-2028 e acordado com a Comissão Europeia, não deveria exceder um crescimento de 5,0% este ano. Com a incorporação destas medidas (e ressalvando que elas podem não ser aprovadas no Parlamento e que estamos a excluir da análise outras medidas para as quais não temos estimativa para o *timing* de implementação e/ou custo), estimamos que o crescimento da despesa líquida primária excederia os 4,7%, acima dos 3,4% que o Governo estimava em abril, no Relatório Anual de Progresso, mas, ainda assim, abaixo dos 5% acordados com a Comissão Europeia para este ano. No entanto, Portugal ativou a cláusula de derrogação nacional, que permite excluir da evolução da despesa líquida primária os gastos com despesa até ao limite de 1,5% do PIB por ano. Isto significa que, apesar da estimativa ligeiramente negativa para o saldo orçamental, para efeitos de cumprimento das regras europeias, Portugal continuaria a cumprir: estimamos que o crescimento da despesa líquida primária poderia aumentar ligeiramente acima dos 4% em 2025, colocando o *gap* face ao negociado abaixo dos 1.000 milhões de euros para este ano.

Perante estes dados e considerando os desafios expetáveis para os próximos anos (nomeadamente as políticas

Portugal: saldo orçamental

(% do PIB)



Fonte: BPI Research.

da nova Administração norte-americana, os conflitos geopolíticos e os compromissos assumidos com a NATO, a par de uma eventual maior pressão sobre as contas públicas decorrente da fragmentação atual do Parlamento português e da qual poderão surgir medidas não antecipadas), importa ter presente a necessidade de manter uma trajetória prudente nas contas públicas, de forma a não pôr em causa o cumprimento das regras orçamentais europeias, nem a trajetória de descida sustentada do rácio de dívida pública, num contexto de expectável desaceleração da receita e maior crescimento da despesa num cenário de políticas invariantes. Isto é essencial para garantir que os holofotes dos mercados financeiros não voltam a incidir em Portugal, num contexto de agravamento das necessidades de financiamento no conjunto da Zona Euro.

Vânia Duarte

O turismo português prepara-se para o Verão

O turismo tem sido um suporte de resiliência da economia nacional. É destaque também a nível global, com registo recorde de receitas em 2024.¹ À entrada do período mais forte do setor, os meses de verão, fazemos um balanço das tendências e perspetivas que se verificam na fase inicial de 2025.

Turismo de residentes com melhor desempenho

Nos primeiros cinco meses deste ano recebemos 11,7 milhões de turistas (+438 mil vs. 2024) que realizaram 28,3 milhões de dormidas (+624 mil vs. 2024). Os dados deste período do ano revelam aspetos que importa sublinhar. O primeiro é que a taxa de crescimento do número de turistas é ligeiramente inferior à que se verificou no ano passado face a 2023. Isto entronca com a nossa visão que estima um crescimento deste dado em torno dos 5% para 2025, uma taxa equiparada à que se registou em 2024. Em segundo lugar, destacar que as dormidas crescem a um ritmo inferior ao ritmo dos hóspedes e inferior também ao ritmo de crescimento do ano anterior, evidenciando estadias ligeiramente mais curtas. Por fim, mas não menos importante, uma mudança completa acerca de quem está a sustentar esta dinâmica de crescimento: este ano são os turistas residentes que apresentam melhor desempenho (as dormidas de residentes crescem 6,1% e as de não residentes 0,7%). Em 2024 verificava-se um comportamento simétrico: as dormidas de residentes até maio evoluíam apenas 0,7% (as de não residentes evoluíam 6,1%). Por mercado emissor, os maiores aumentos em número de turistas não residentes tiveram origem nos EUA, Polónia e Canadá; e, os maiores recuos vieram da França, Brasil e Alemanha.

Proveitos crescem mais no segmento alto

Com o aumento de hóspedes e dormidas seria de esperar o incremento dos proveitos totais nos estabelecimentos de alojamento turístico, que se veio a verificar. Face aos primeiros cinco meses de 2024 os proveitos evoluíram 7,9%. Para avaliar se este incremento também ocorreu em termos reais (ou seja, descontando a variação dos preços), deflacionámos² a série o que confirmou um aumento médio de 7,8%.³ Por sua vez, os proveitos exclusivamente com origem em aposento aumentaram 8,0%, e em termos regionais, destacadamente, evidenciou-se a RA Madeira (+22,7%) seguida da RA Açores (+15,9%) e Península da Setúbal (+11,3%). O comportamento mais modesto foi na Grande Lisboa (+2,6%).

1. Ver World Bank Group, Tourism Watch – Quarterly Report, abril 2025.
2. Deflacionámos com base no IPC da Hotelaria e Restauração.
3. Em março a variação real de proveitos foi praticamente nula resultado de efeitos de calendário, ou seja, pelo efeito dos períodos de férias associadas à Páscoa, que este ano ocorreu em abril, enquanto no ano anterior se concentrou, essencialmente, em março.

Dinâmica do Turismo

(%)

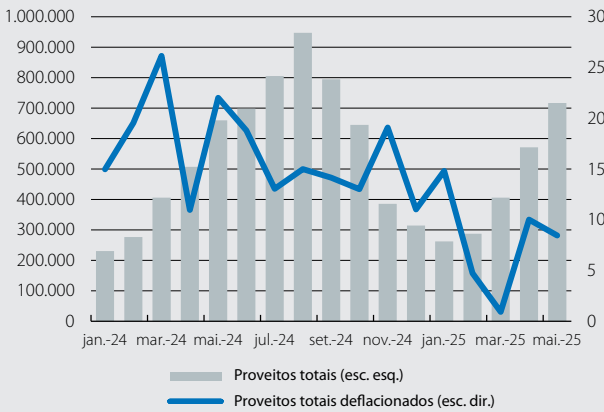
	Maio year-to-date	
	2025 vs. 2024	2024 vs. 2023
Hóspedes	3,9	5,3
Residentes	6,1	1,9
Não residentes	2,4	7,6
Dormidas	2,3	4,5
Residentes	6,1	0,7
Não residentes	0,7	6,1

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

Proveitos do turismo

(Milhares eur)

Variação homóloga (%)



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

Por tipologia de alojamento sobressaem os aumentos de proveitos nos hotéis de segmento mais alto (4 e 5 estrelas) e nos estabelecimentos de turismo rural e de habitação. Estes últimos prolongam a boa tendência que já vinha de 2024 onde o crescimento dos proveitos anuais (+18%) já tinha sido superior ao da Hotelaria como um todo (+12%). Para o aumento dos proveitos ter sido mais pronunciado nos estabelecimentos de 5 estrelas adiantamos três razões. Uma, o facto de serem as famílias com maior disponibilidade financeira aquelas que também têm mais disponibilidade para viajar ao longo de todo o ano e especificamente nesta fase inicial de época baixa. Depois, o facto de a RA Madeira ter uma maior percentagem de hotéis de 5 estrelas face ao total de oferta de estabelecimentos turísticos⁴ e ter sido a região onde os proveitos mais aumentaram. Por fim, sabemos que historicamente cerca de 40% das dormidas dos turistas dos EUA (como vimos, o mercado emissor

4. Com dados de final de 2023, a RA Madeira era a segunda região do país com maior percentagem de hotéis de 5 estrelas face ao total da oferta de estabelecimentos turísticos, apenas superada pela Grande Lisboa.

com maior aumento de hóspedes) são feitas em hotéis de 5 estrelas.

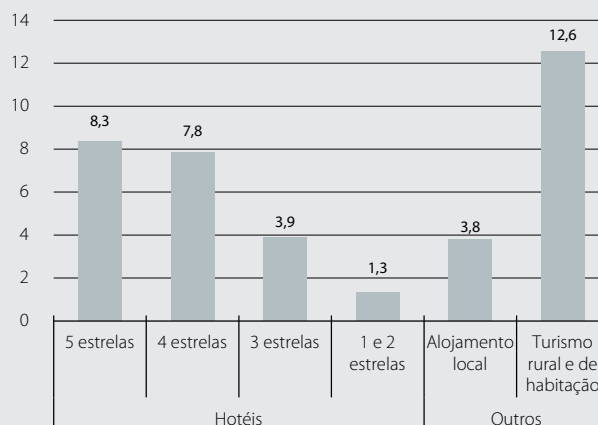
Ao nível das contas externas o setor confere suporte no acumulado do ano (até abril). As exportações de turismo ascenderam a mais de 7,2 mil milhões de euros, crescendo a um ritmo de 5,5% homólogo, ligeiramente superior ao ritmo de crescimento das importações de serviços de turismo (+5,3%). Na verdade, já na segunda metade de 2024 fez-se notar dinamismo no número de viagens de portugueses para o estrangeiro o que não invalida que o saldo da balança turística seja amplamente positivo, explicando até abril 61% do saldo (positivo) da balança de serviços. Não obstante, isto não foi suficiente para que o saldo da balança comercial (70,2 milhões de euros) não recuasse significativamente face a abril de 2024 (1.188 milhões de euros), principalmente pelo efeito conjugado do aumento das importações de bens (+4,6%) por comparativo com as exportações de bens (-1,3%). Com base nestes números estimamos que o saldo acumulado da balança turística dos últimos 12 meses ascenda a 7,3% do PIB.

Tendências e soft data

O evento da nova administração Trump começa a marcar o sentimento e as perspetivas para o desempenho do setor turístico mundial e também aqui a incerteza é pedra de toque. As tensões comerciais aumentaram os riscos de abrandamento económico o que por sua vez se poderá traduzir em menor procura por viagens. Em paralelo cresce um sentimento desfavorável que demove as viagens com destino aos EUA devido à postura mais unilateral e a um controlo de fronteiras mais musculado. O reflexo disto no turismo português não é totalmente claro porque efeitos opostos podem ocorrer. Por um lado, os turistas dos EUA têm sido um dinamizador do turismo nacional e um abrandamento da economia norte-americana com aumento de inflação e pressão nos orçamentos familiares poderá reduzir o apetite por viagens de longo curso. Por outro, uma menor procura dos europeus de viagens para os EUA poderá resultar em maior procura de viagens intra-Europa com benefício para Portugal.⁵

Com o aumento da incerteza outra das tendências a marcar os últimos *surveys* acerca do setor prende-se com o

Proveitos totais por tipologia de estabelecimento Var. ytd maio 2025 vs. yoy (%)



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

tópico do *value for money* e do orçamento para viagens. As principais preocupações atuais dos europeus quando escolhem um destino de viagem são os preços acessíveis (22%), seguidos da segurança do destino (18%) e a estabilidade meteorológica (14%).⁶ Portugal não é um destino particularmente competitivo ao nível do preço e isto poderá pesar na procura – na última *survey* (março 2025) a percentagem dos europeus que indicava Portugal como próximo destino de viagem reduziu-se face a abril de 2024, de 6,5% para 5,4%.⁷ Com efeito, os destinos turísticos europeus com melhor desempenho no início de 2025 foram os que ofereceram melhor *value for money* (Roménia, por exemplo) e alguns da Europa central e de leste que anteriormente eram vistos como estando demasiado perto do conflito na Ucrânia.

Por fim, realçar alguns dados e perspetivas positivas de dois mercados emissores: Canadá e China. No caso do Canadá é notícia o aumento da capacidade aérea para Portugal⁸ para dar resposta à tendência positiva que se tem verificado. No caso da China, o aumento das dormidas este ano situa-se em torno dos 20%, o que poderá inserir-se numa tendência que beneficia também outros países europeus.⁹

Tiago Belejo Correia

5. No relatório do 1T 2025 da European Travel Commission é reportado que o número de turistas europeus a visitar os EUA recuou 6%.

6. Monitoring Sentiment for Intra-European Travel Spring & Summer 2025 (European Travel Commission).

7. Ver nota de rodapé 6.

8. Novos voos da Air Canada entre Montreal e Porto, e, aumento da frequência dos voos entre Lisboa e Toronto.

9. Já na primeira administração Trump as viagens de chineses para os EUA reduziram-se a favor do aumento de viagens para a Europa.

Financiamento titulado ESG em Portugal: análise quantitativa

O tema da sustentabilidade é atualmente um dos tópicos mais discutidos a nível mundial. O Pacto Ecológico Europeu, lançando em 2019, constitui a estratégia de crescimento da UE baseado num conjunto de iniciativas com o propósito de ocorrer uma transição ecológica de forma eficiente e alcançar-se a neutralidade climática até 2050. Para o cumprimento destes objetivos, os bancos devem desenvolver, por iniciativa própria, projetos ESG,¹ apoiando igualmente os seus clientes na abertura de linhas de financiamento para o cumprimento de metas relacionadas com a transição ecológica, orientando fluxos de capital para atividades mais sustentáveis.

Em janeiro de 2019 ocorreu a primeira emissão de títulos de dívida ESG por parte de entidades residentes em Portugal, no montante de 1.000 milhões de euros, para aplicação em projetos de energia limpa. Desde então que entidades residentes de vários setores económicos têm recorrido a esta forma de obtenção de verbas para a concretização de projetos ligados a temas ESG. Em maio de 2025, as entidades residentes tinham emitido 14,7 mil milhões de euros nestes títulos, com destaque para as empresas não financeiras (77,5% do valor total) e o setor financeiro (22,5% do valor total). De notar que as administrações públicas portuguesas ainda não recorreram à emissão destes títulos.

De acordo com a informação divulgada pelo Banco de Portugal, os títulos de dívida ESG são classificados em:

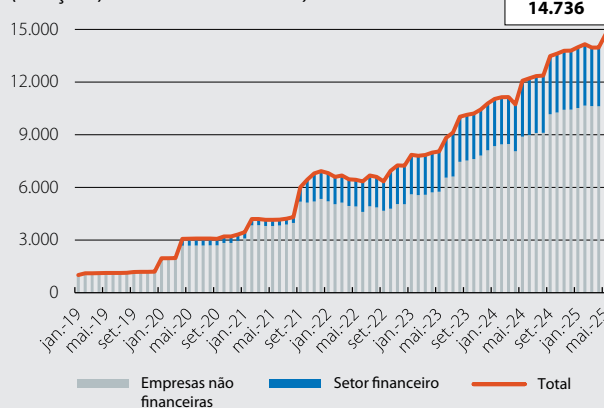
- Verdes – para financiamento de projetos relacionados com a proteção ambiental;
- Sociais – financiam projetos com objetivos de criarem impactos sociais positivos;
- Sustentáveis – para a realização de projetos que combinam a vertente ambiental e social;
- Ligadas à sustentabilidade – as verbas não apresentam restrições de utilização, no entanto as entidades emittentes comprometem-se a cumprir objetivos ESG pré-definidos nas fichas técnicas das emissões. A remuneração final destes títulos vai assim depender do cumprimento, ou não, desses objetivos.

No final de maio de 2025, as empresas não financeiras (SNF) apresentavam um stock de endividamento titulado ESG de 11,4 mil milhões de euros, um aumento de 28% face ao período homólogo. A categoria «verde» representa 78% do total do endividamento titulado ESG por parte de entidades deste setor. Os títulos ligados à sustentabilidade têm ganho peso desde 2023, motivado por uma emissão líquida de 855 milhões de euros em agosto desse ano.

O peso do financiamento ESG no total da dívida titulada emitida por empresas não financeiras tem vindo a aumen-

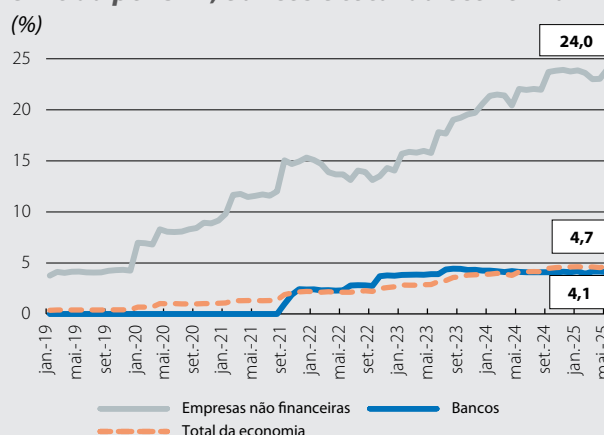
Montantes emitidos em títulos de dívida ESG, por setor emittente

(Posições, em milhões de euros)



Fonte: BPI Research, a partir de dados do Banco de Portugal.

Peso do endividamento ESG no total de dívida emitida por SNF, bancos e total da economia



Fonte: BPI Research, a partir de dados do Banco de Portugal.

tar, fixando-se em 24% em maio de 2025, +1,9 p. p. face ao período homólogo. Desta forma, existe evidência de que as empresas têm vindo a recorrer ao mercado de capitais para financiarem projetos ESG, com destaque para os projetos ambientais.

O setor financeiro registou a primeira emissão de dívida ESG apenas em abril de 2020, mais de um ano depois das empresas não financeiras terem emitido este tipo de títulos pela primeira vez. A primeira emissão de títulos de dívida sustentáveis aconteceu em setembro de 2021 e no mês seguinte ocorreu a primeira emissão com o objetivo de financiar projetos sociais. Atualmente, os montantes emitidos de títulos de dívida verdes e sociais são os que apresentam um peso mais expressivo no endividamento ESG por parte de entidades do setor financeiro, ascendendo aos 2,6 mil milhões de euros em maio de 2025 (77% do total).

Analizando em mais detalhe o subsector dos bancos, a primeira emissão de títulos ESG ocorreu em setembro de 2021, emissão essa de títulos sustentáveis no valor de 500 milhões

1. Ambientais (E), sociais (S) e de governação (G).

de euros. Desde então que os bancos se têm endividado recorrendo a títulos de dívida ESG, principalmente para financiarem projetos de cariz social (1,2 mil milhões de euros) e ambiental (0,9 mil milhões de euros). Em maio de 2025, o total de passivos titulados ESG de bancos fixou-se em 2,5 mil milhões de euros, o que representa 4,1% do stock de endividamento titulado dos bancos e 76% do total ESG do setor financeiro.

O recurso à emissão de dívida titulada para financiamento de iniciativas ESG tem vindo a aumentar em Portugal nos últimos anos. No final de maio de 2025, estavam vivos 82 títulos de dívida ESG, representando 4,7% do endividamento titulado de entidades residentes em Portugal. Este tipo de financiamento é mais expressivo no setor das empresas não financeiras. É de esperar que o recurso a estes instrumentos de financiamento se mantenha elevado, devido à procura significativa por este tipo de títulos por parte de investidores, que também beneficiam de possuir uma carteira de investimentos mais verde.

Quem detém os títulos de dívida ESG emitidos por entidades residentes?

Em abril de 2025, o saldo vivo de títulos de dívida ESG emitidos por residentes ascendia aos 14 mil milhões de euros. Deste montante, 69% encontrava-se em posse de entidades não residentes, sendo que apenas 31% haviam sido adquiridos por residentes. No entanto, tem-se verificado que as entidades residentes têm aumentado a exposição das suas carteiras a títulos de dívida ESG emitidos por entidades nacionais, porém os investidores estrangeiros ainda são os seus principais detentores.

No que toca à carteira de não residentes em dívida ESG emitida por entidades residentes, 85% do montante em abril dizia respeito a títulos de dívida verdes, montante esse justificado principalmente por emissões de obrigações por parte de empresas não financeiras e que foram adquiridas por entidades estrangeiras pertencentes ao mesmo grupo económico do emitente. É ainda possível concluir que a carteira de não residentes em dívida titulada ESG sempre foi maioritariamente composta por títulos dessa categoria.

Do lado dos investidores residentes nesses títulos, as entidades pertencentes ao setor financeiro são as que mais se sobressaem, uma vez que detinham 83% do respetivo montante vivo em abril. Analisando por categoria, 57% da carteira ESG de entidades residentes era composta por títulos ligados à sustentabilidade. O investimento das entidades nacionais em dívida ESG começou a ganhar mais expressão a partir de 2023, sendo que anteriormente o valor destes investimentos era pouco significativo. Este dinamismo diz respeito ao aumento do recurso a emissões de dívida titulada por parte de empresas não financeiras em títulos ligados à sustentabilidade, emissões essas intermediadas por bancos e que, por isso, ficam em carteira dessas mesmas instituições pertencentes ao setor financeiro.

Pedro Avelar

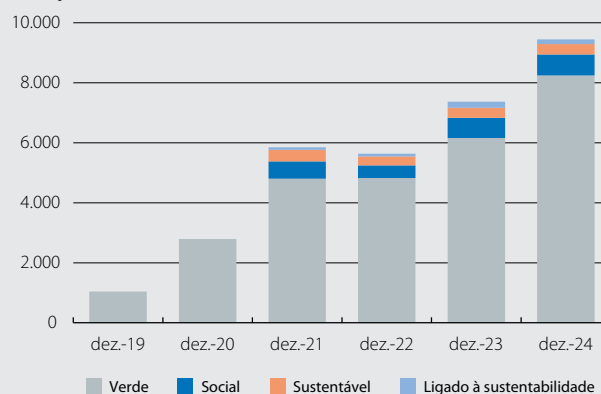
Evolução da distribuição por residência do investidor



Fonte: BPI Research, a partir de dados do Banco de Portugal.

TD ESG (emitidos por residentes) em posse de não residentes, por categoria

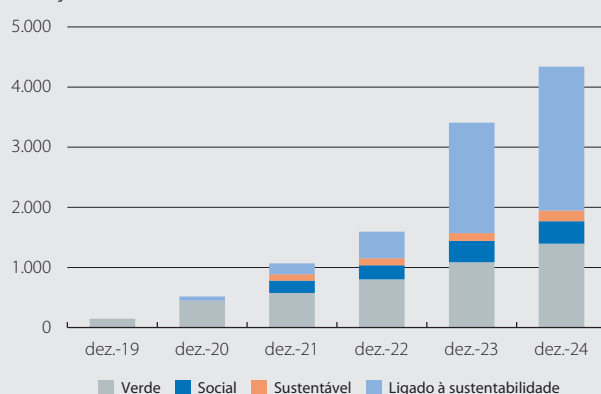
(Posições, em milhões de euros)



Fonte: BPI Research, a partir de dados do Banco de Portugal.

TD ESG (emitidos por residentes) em posse de residentes, por categoria

(Posições, em milhões de euros)



Fonte: BPI Research, a partir de dados do Banco de Portugal.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	04/25	05/25	06/25
Índice coincidente para a atividade	3,5	1,8	1,5	1,7	1,7	...	1,6	1,6	...
Indústria									
Índice de produção industrial	-3,1	0,8	-0,2	-0,4	-2,3	...	-2,1	2,6	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-7,4	-6,2	-6,1	-4,2	-5,1	-4,8	-5,1	-4,9	-4,4
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	7,5	6,4	13,3	23,5	36,0	...	22,5	...	...
Compra e venda de habitações	-18,7	14,5	19,4	32,5	25,0	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária)	9,1	8,5	8,5	13,2	15,8	...	16,9	17,1	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	19,0	6,3	7,8	6,3	4,6	...	5,2	4,4	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	7,7	5,6	2,4	10,9	12,5	6,6	4,4	6,1	9,4
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	1,1	3,2	3,7	5,0	4,5	...	3,0	4,8	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,9	2,7	2,7	3,4	3,7	...	3,5	3,4	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-28,6	-18,0	-14,3	-14,3	-15,5	-17,9	-17,9	-18,2	-17,6
Mercado de trabalho									
População empregada	2,3	1,2	1,2	1,3	2,4	...	3,1	2,6	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,5	6,4	6,1	6,7	6,6	...	6,3	6,3	...
PIB	2,6	1,9	2,0	2,8	1,6	...	-	-	-

Preços

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

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	04/25	05/25	06/25
Inflação global	4,4	2,4	2,2	2,6	2,3	2,3	2,1	2,3	2,4
Inflação subjacente	5,1	2,5	2,5	2,7	2,3	2,3	2,1	2,2	2,4

Setor externo

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

	2023	2024	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	04/25	05/25	06/25
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-1,4	2,4	0,7	2,4	5,7	...	3,9	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-4,0	2,2	-0,8	2,2	5,5	...	4,5	...	...
Saldo corrente	1,5	6,1	5,2	6,1	4,4	...	4,7	...	...
Bens e serviços	4,0	6,7	6,1	6,7	5,4	...	5,5	...	...
Rendimentos primários e secundários	-2,5	-0,5	-0,9	-0,5	-1,0	...	-0,9	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	5,3	9,3	8,6	9,3	7,6	...	8,0	...	...

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	3T 2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	04/25	05/25	06/25
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	-2,3	7,5	6,0	7,5	6,5	...	6,1	5,9	...
À ordem	-18,5	-0,3	-6,7	-0,3	3,5	...	4,1	3,6	...
A prazo e com pré-aviso	22,2	15,3	20,9	15,3	9,3	...	7,9	8,0	...
Depósitos das Adm. Públicas	-12,4	26,7	29,1	26,7	29,3	...	26,5	33,2	...
TOTAL	-2,6	7,9	6,7	7,9	7,1	...	6,7	6,7	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	-1,5	2,1	1,0	2,1	3,3	...	3,7	4,5	...
Empresas não financeiras	-2,1	-0,6	-0,6	-0,6	0,1	...	0,5	1,4	...
Famílias - habitações	-1,4	3,2	1,4	3,2	5,1	...	5,6	6,3	...
Famílias - outros fins	-0,3	4,7	4,0	4,7	5,1	...	5,4	5,5	...
Administrações Públicas	-5,5	0,6	-4,1	0,6	-8,0	...	-0,4	1,1	...
TOTAL	-1,7	2,0	0,9	2,0	2,9	...	3,6	4,3	...
Taxa de incumprimento (%)²	2,7	2,4	2,6	2,4	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.