

Mais crescimento e mais inflação

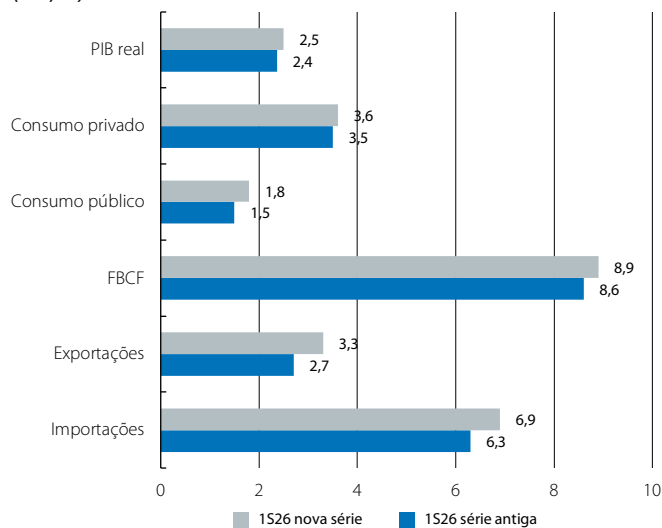
A publicação das séries definitivas do PIB para 2024 resultou na revisão do crescimento nesse ano para 2,7%, mais cinco décimas do que a estimativa preliminar, mas também na revisão em alta do crescimento nos dois primeiros trimestres de 2026, colocando o crescimento do semestre em 2,5%, mais 1 décima do que na série anterior. A procura interna continuou a ser o principal *driver* do crescimento, com o consumo a crescer 3,6% homólogo no 1S e a FBCF 8,9%, mais 1 e 3 décimas, respetivamente do que nas séries anteriores, colocando o contributo da procura interna nos 4,3 p. p. (antes 4,2) e mantendo o da procura externa em -1,8 p. p. Esta revisão, em conjunto com a expectativa de que a atividade continuará a crescer no segundo semestre, levou à revisão do crescimento esperado em 2026 para 2,3%. Os indicadores disponíveis para o 3T mostram o indicador de sentimento económico a acelerar para 102,4 face a 101,6 no 2T, mas com desempenhos díspares nas várias componentes: confiança na indústria melhora com evoluções positivas na expectativa de produção e contratação futuras, mas desfavoráveis entre os consumidores, impactados pelo aumento da inflação e das taxas de juro, nos serviços e na construção. Outros indicadores, como a venda de automóveis e as vendas a retalho, sugerem crescimento, ainda que mais moderado, e o mercado de trabalho continua impressionantemente forte, com o emprego a aumentar e o desemprego a reduzir. Finalmente, a ainda elevada taxa de poupança das famílias (12,1% no ano terminado no 2T vs. 12,4% no 1T), em conjunto com o anúncio de mais um alívio fiscal e de um bónus aos pensionistas no final do ano, são importantes almofadas quando o rendimento disponível real diminui num cenário mais inflacionista.

Inflação ganha novo impulso em setembro. A taxa de variação homóloga do IPC estimada pelo INE para setembro é de 3,6% (3,3% em agosto 2026). Já na subjacente o incremento foi mais contido (2,7% face a 2,6% em agosto). O aumento da inflação dos produtos energéticos para 15,2% explica praticamente 26% do acréscimo do dado global e grande parte do aumento da mesmo face ao mês anterior. Reconhecemos riscos em alta no nosso cenário de previsões para esta variável, mas apesar disso a dinâmica do IPC subjacente tem-se mostrado mais resistente e relativamente contida (o valor de variação mensal foi inferior à média histórica registada no período 2015-2019).

Preços da habitação crescem a menor ritmo. Com efeito, em cadeia, o índice de preços da habitação cresceu 3,6% no 2T 2026, menos duas décimas do que no trimestre anterior. Em termos homólogos avançou 16,5% (face a 17,8% no 1T 2026). O número de transações no trimestre foi robusto (40,1 mil) e claramente acima da média da série, mas também constitui um abrandamento em termos homólogos (-6,4%). A manutenção de procura forte, nova construção limitada e custos de construção também a incrementar substancialmente, deverão continuar a dar apoio aos preços. No entanto, fruto do enquadramento global com aumento das taxas de juro, prevemos que as variações trimestrais continuem a moderar no que resta do ano.

Economia regista capacidade de financiamento face ao exterior equivalente a 2,3% do PIB (ano terminado no 2T). Por setores, as famílias continuam a ser as que mais contribuem

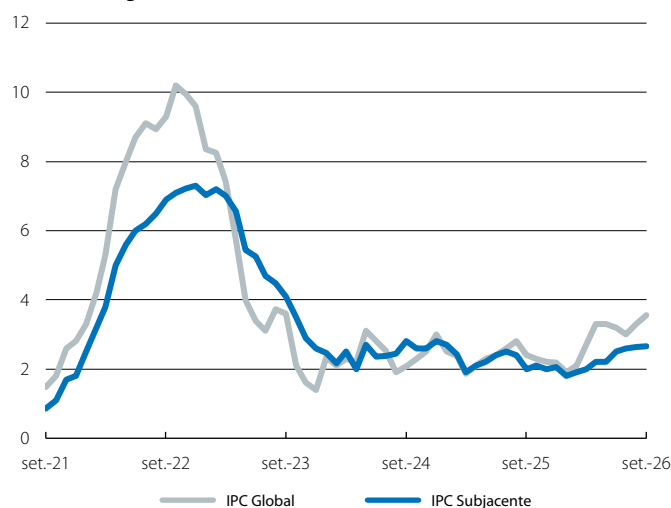
Crescimento do PIB real (tvh, %)



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

IPC

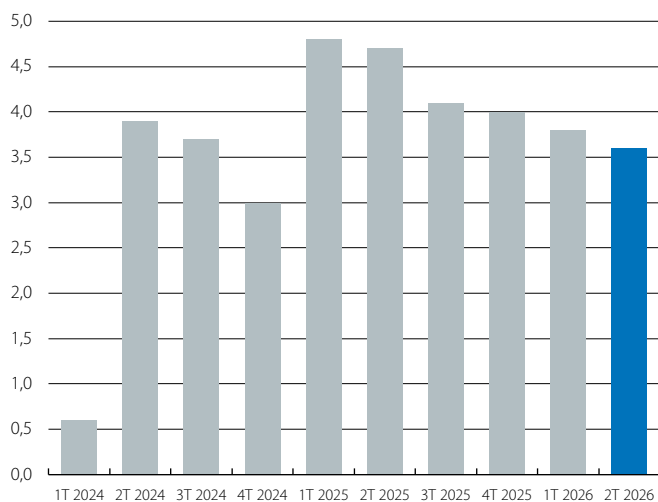
Var. homóloga (%)



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

Índice de preços da habitação

Var. trimestral (%)



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

para este excedente, com a própria capacidade de financiamento a representar 4,1% do PIB, enquanto as empresas não financeiras continuam a reduzir as suas necessidades de financiamento, sinal da redução do respetivo nível de endividamento. Nos restantes setores, destaque para as administrações públicas, que registaram capacidade de financiamento face ao exterior (saldo público, na ótica de contas nacionais) equivalente a 0,5% do PIB, apenas menos 1 décima do que no período homólogo, em grande parte devido ao aumento do saldo das transferências de capital, refletindo a receção de fundos NGEU.

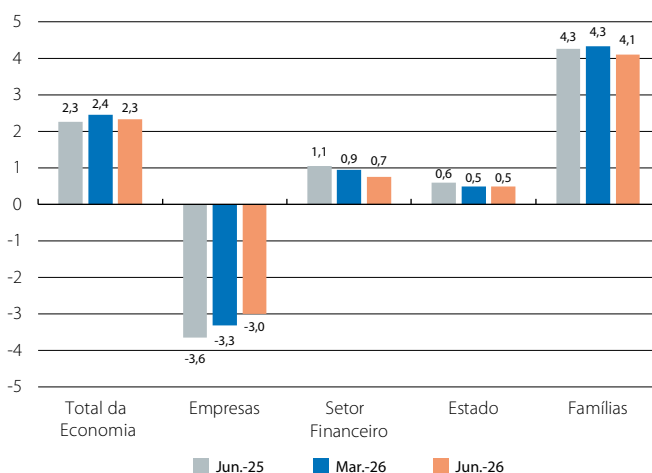
Na execução orçamental da primeira metade do ano, verificou-se uma contração do excedente de 0,9% para 0,5% do PIB, justificada por um aumento da despesa total (+7,7%) superior ao crescimento da receita (+6,7%). Os principais drivers do lado da receita foram o aumento de 7,8% nas contribuições sociais e de 5,7% nos impostos indiretos, que compensaram a ligeira quebra de 1,3% nos impostos diretos. Por sua vez, a dinâmica da despesa foi fortemente pressionada pelo expressivo acréscimo de mais de 30% no investimento público, assim como os aumentos nas prestações sociais e despesas com pessoal. De forma semelhante, o saldo primário também sofreu uma diminuição. Este resultado foi ainda afetado pelos impactos económicos do comboio de tempestades no início do ano em famílias e empresas, nomeadamente a destruição de infraestruturas.¹

O sistema bancário mantém significativo dinamismo e qualidade dos ativos. No 2T 2026, o rácio NPL total manteve-se inalterado nos 2,1%. No caso dos empréstimos ao consumo & outros fins, o rácio NPL diminuiu ligeiramente para 5,8%, enquanto no crédito à habitação manteve-se nos 0,8%. O rácio de empréstimos em *stage 2* – que mede a percentagem do crédito bancário concedido que ainda não está em incumprimento, mas cujo risco aumentou significativamente – diminuiu de forma mais relevante, para 7,9% (-0,4 p. p.), evidenciando uma trajetória sólida em termos de qualidade de ativos. Em termos homólogos, houve uma redução da rendibilidade do ativo e do capital próprio no segundo trimestre do ano, devido principalmente ao aumento do próprio ativo e do capital próprio, mas também por uma ligeira redução da margem financeira via juros recebidos de empréstimos e outros ativos. Já no que toca à liquidez e solvência, verificaram-se melhorias. Em agosto, o *stock* de depósitos do setor privado não financeiro aumentou 5,8% homólogo, com ambos os segmentos (SNF e particulares) a registarem evoluções positivas (11,2% e 3,7% homólogo, respetivamente). Adicionalmente, a carteira de crédito do setor privado não financeiro manteve-se em 8,7% homólogo em agosto, impulsionada principalmente pelos empréstimos aos particulares (10,6%), enquanto as SNF registaram um aumento mais modesto (5,2%). A carteira de crédito à habitação cresceu 11,2%, correspondendo a 64,5% do aumento total no *stock* de crédito ao setor privado não financeiro.

1. A deterioração orçamental foi parcialmente afetada pela resposta pública aos impactos da tempestade *Kristin*. As medidas implicaram um aumento da despesa, nomeadamente através de apoios à recuperação habitacional e outros subsídios, e uma redução de receita decorrente de isenções contributivas. Segundo a UTAO, a despesa associada a estas medidas ascendeu a 555,6 ME (despesa efetiva e perdas de receita).

Capacidade/Necessidade de financiamento da economia

(% do PIB)



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

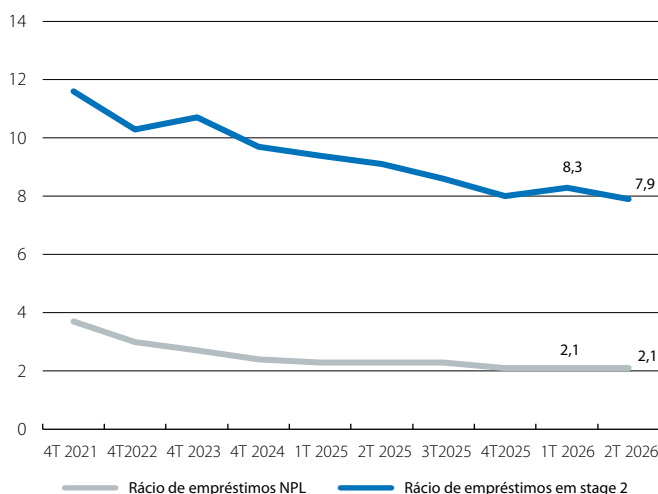
Execução Orçamental primeiro semestre – ótica de contas nacionais

	2025	2026	Var. homóloga Milhões €	%	Contributo para receita total
Receita total	59.868	63.886	4.018	6,7	–
Receita corrente	58.489	61.756	3.267	5,6	5,5
Receita fiscal	32.811	33.831	1.020	3,1	1,7
Contribuições sociais	18.406	19.838	1.432	7,8	2,4
Outras	7.271	8.087	816	11,2	1,4
Receita de capital	1.379	2.130	751	54,5	1,3
Despesa total	58.586	63.083	4.496	7,7	–
Despesa corrente	54.289	57.429	3.139	5,8	5,4
Prestações sociais	24.315	25.544	1.230	5,1	2,1
Despesas com pessoal	15.707	16.684	977	6,2	1,7
Juros	2.915	2.955	40	1,4	0,1
Outras	11.353	12.246	893	7,9	1,5
Despesa de capital	4.297	5.654	1.357	31,6	2,3
Saldo total	1.281	803	-478	–	–
Em % do PIB	0,9%	0,5%	–	–	–
Saldo primário	4.196	3.758	-438	–	–
Em % do PIB	2,8%	2,4%	–	–	–

Fonte: BPI Research, com base em dados das CNSI publicados pelo INE.

Indicadores do sistema bancário

(% do total de empréstimos)



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

Mais um ano dominado pela incerteza em que o PIB é revisto em alta (desta vez acompanhado pela inflação)

Em setembro revisitámos o nosso cenário macroeconómico, atualizando-o tendo em conta a informação económica mais recente. Desta destacamos a publicação das contas nacionais anuais, com revisão em alta do PIB real e dos dados do mercado de trabalho no segundo trimestre, que, em ambos os casos, superaram as expectativas que tínhamos no cenário anterior. E a aceleração da inflação refletindo preços mais elevados dos bens energéticos.

Começando pelo Produto Interno Bruto, a revisão das séries revelou que o crescimento no primeiro semestre de 2026 foi superior ao esperado, com crescimentos em cadeia e homólogo de 1,2% e 2,5%, respetivamente, mais 2 e 1 décimas do que o estimado aquando da publicação do detalhe das contas nacionais relativas ao segundo trimestre, no final de agosto, que já tinha superado as previsões do BPI Research. Estes dados incrementaram o efeito de arrastamento, ou seja, aquilo que o PIB anual crescerá admitindo crescimento zero nos terceiro e quarto trimestres, para 2,1%, mais duas décimas do que o mesmo efeito após a publicação do detalhe do PIB do 2T. No entanto, quando olhamos para os indicadores mais recentes, um cenário de estagnação na segunda metade do ano parece improvável. Os indicadores disponíveis para o terceiro trimestre continuam a sugerir expansão da atividade suportada pela procura interna, consumo e investimento; e as perspetivas para o crescimento nos últimos meses do ano são positivas, suportadas pelo fim do PRR, pela robustez do mercado de trabalho e, mais recentemente pelo anúncio de mais um bónus aos pensionistas e de novo alívio fiscal, duas medidas que somam 800 milhões de euros ao rendimento disponível das famílias. Mas a atividade também enfrenta alguns ventos menos favoráveis que podem limitar o ritmo de expansão. Entre estes destaca-se o encarecimento dos bens energéticos, com impacto na inflação, e a política monetária de cariz mais restritiva do Banco Central Europeu. Desde junho, o BCE já aumentou as taxas diretoras em 50 p. b. e o mercado atribui uma probabilidade próxima de 90% a que uma nova subida ocorra até ao final do ano. Este facto refletir-se-á no encarecimento dos encargos com empréstimos tanto de famílias como de empresas, por um lado reduzindo o rendimento disponível para consumo, e por outro podendo causar adiamento de decisões de investimento. Por tudo isto antecipamos que o crescimento médio trimestral na segunda metade do ano ronde os 0,4%, abaixo dos 0,5%-0,7% observados nos 3 anos anteriores, acomodando eventuais movimentos mais cautelosos por parte dos agentes económicos, o que a ocorrer colo-

Cenário macroeconómico BPI Research

	2025	2026	2027
PIB	1,9	2,3	1,9
Inflação	2,3	3,0	2,4
Inflação subjacente	2,2	2,4	2,2
Taxa de desemprego	6,0	5,7	5,6
Criação de emprego	3,2	2,4	1,3
Preços das casas	17,6	15,7	6,6

Fonte: BPI Research.

cará o crescimento anual em 2026 em 2,3%, mais cinco décimas do que a anterior previsão de 1,8%. De referir que as previsões mais recentes de outras instituições sofreram revisões no mesmo sentido da do BPI Research. O Banco de Portugal e o Governo reviram a sua projeção para 2026 para 2,3%, igual à do BPI Research, enquanto a Universidade Católica (NECEP) reviu o crescimento para 2,2%, uma décima abaixo. Outras instituições que já em setembro tinham incluído o dado do 2T (EIU e Conselho de Finanças Públicas) colocam o PIB a crescer acima dos 2% em 2026, antecipando-se um movimento semelhante ao do BPI Research aquando da atualização por parte destas instituições que, para além do dado do 2T, incorporarão a revisão da série do PIB divulgada pelo INE a 23 de setembro.

Também revimos a previsão para a evolução da inflação em 2026 para 3%, por incorporação de expectativas mais elevadas do preço do petróleo e gás e pelo comportamento da inflação em agosto e setembro, que superou os 3%. No campo dos preços, a incerteza quanto à correção dos preços da energia faz antever adiamento do momento em que a inflação se aproximará dos 2%. No nosso cenário incorporamos a expectativa embutida nos preços de futuros dos mercados de energia, que apesar das pressões imediatas, antecipam algum desanuviamiento das tensões a médio prazo, permitindo prever efeitos de base favoráveis nos preços já em 2027. Acresce que, por ora, não se verifica contágio da pressão nos combustíveis às restantes classes de bens e serviços, o que associado a menor poder de imposição de acréscimos salariais, dada a menor criação de emprego, tenderá também a manter a componente subjacente da inflação a oscilar pouco acima dos 2%. Considerando ainda a postura do BCE, atento ao evoluir dos dados económicos e disposto a restringir a política monetária se tal for necessário, tudo aponta para o regresso da inflação à fasquia dos 2% a partir de 2028.

Nas restantes variáveis, salientamos a revisão em alta do ritmo de criação de emprego por incorporação da informação disponível até julho que superou as nossas expectativas, sem que isso tivesse impacto na estimativa da taxa de desemprego que se mantém em 5,7%. E a evolução dos preços no mercado imobiliário, que embora continuem a aumentar a ritmos elevados (16,5% no 2T), mostram um ligeiro abrandamento. Desta forma, a nossa previsão aponta para que os preços das casas aumentem em torno dos 15,5% no conjunto do ano de 2026, desacelerando em 2027 para níveis mais próximos dos 7%, refletindo o aumento das taxas de juro e os sinais já existentes de redução no número de transações efetuadas.

Mais uma vez, o «chavão» na construção destes cenários macroeconómicos é a elevada incerteza associada às tensões geopolíticas latentes no globo.

Teresa Gil Pinheiro

Previsões de crescimento de outras instituições

		2025	2026	2027
BPI atual	set.-26	1,9	2,3	1,9
Governo	out.-26	–	2,3	2,1
NECEP	out.-26	–	2,2	1,5
Banco de Portugal	out.-26	–	2,3	1,8
EIU	set.-26	–	2,1	1,7
CFP	set.-26	–	2,2	1,8
FMI	jun.-26	–	1,7	1,6
OCDE	jun.-26	–	1,8	1,7
Focus Economics	jun.-26	–	2,0	1,8
Comissão Europeia	mai.-26	–	1,7	1,8

Fonte: CE, FMI, OCDE, Bdp, CFP, NECEP, EIU, FE.

Como se tem caracterizado o crescimento económico em Portugal?

O que leva uma economia a efetivamente crescer? A resposta a esta questão pode focar-se em diferentes perspetivas, sendo uma delas os fatores de produção. Neste artigo, analisamos como se tem caracterizado o crescimento económico em Portugal comparativamente à Zona Euro (ZE) à luz da contabilidade do crescimento.

Enquadramento teórico

Smith (1776), Malthus (1798) e Ricardo (1817) apresentaram a divisão do trabalho, o investimento, a demografia e a integração comercial como principais fontes de riqueza. Mais tarde, Schumpeter (1942) destacou a importância das inovações e do progresso técnico, enquanto Solow (1956) e Romer (1990) formalizaram estas ideias, sugerindo que o crescimento económico resulta do aumento do emprego, da acumulação de capital e da produtividade total dos fatores (PTF), que representa o efeito da tecnologia e eficiência.

Retrospectiva do crescimento: Portugal vs. Zona Euro

Utilizando a abordagem moderna,¹ comparámos o crescimento do PIB em Portugal comparativamente à ZE através da decomposição nos contributos dos fatores trabalho, capital e PTF.²

Desde 2000, a economia portuguesa atravessou três fases distintas. Entre 2000 e 2008, o crescimento foi moderado (9,1%) e assentou sobretudo no investimento real: o contri-

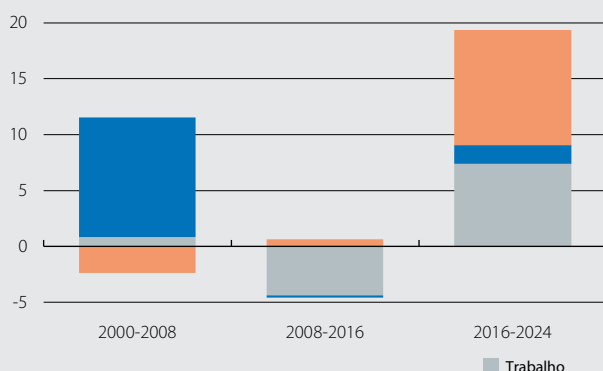
buto do capital superou o da ZE (10,7 p. p. vs. 8,0 p. p. na ZE). Embora tenha sido motivado pelos fundos europeus (Quadro Comunitário de Apoio), o investimento não se traduziu em ganhos agregados de eficiência na alocação de recursos, levando a uma contribuição negativa da PTF (-2,4 p. p. vs. 4,7 p. p.). No contexto da entrada no euro, parte dos fluxos financeiros foi canalizada para setores de menor valor acrescentado, como construção, imobiliário e comércio, enquanto várias indústrias tradicionais, como os têxteis, perderam competitividade com a liberalização comercial e a maior integração da China nas cadeias de valor globais. O contributo do trabalho foi de apenas 0,8 p. p. (5,2 p. p. na ZE), refletindo o decrescente dinamismo do emprego, o abrandamento do crescimento da população ativa e fluxos migratórios insuficientes.

Entre 2008 e 2016, as crises financeira e da dívida soberana afetaram a procura, a produção e o emprego, originando contributos negativos do trabalho (-4,4 p. p.) e do capital (-0,2 p. p.). A fragilidade dos balanços das empresas, o aumento do crédito malparado e a desalavancagem bancária restringiram a capacidade de investimento produtivo. A Zona Euro foi, em média, menos afetada, beneficiando de uma maior resiliência económica e institucional.

Desde 2016, Portugal recuperou e cresceu acima da ZE em quase todos os anos.³ A expansão sustentou-se na procura interna, no mercado de trabalho, nos fundos NGEU e em

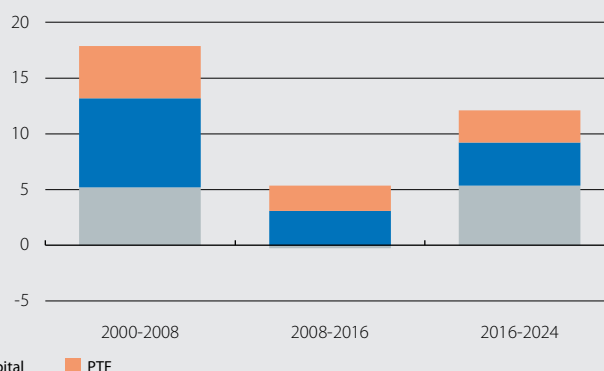
Portugal: PIB real na ótica dos fatores de produção

Contributos para a var. acumulada (p. p.)



Zona Euro: PIB real na ótica dos fatores de produção

Contributos para a var. acumulada (p. p.)



Notas: O fator trabalho é representado pela população empregada e o capital pelo respetivo stock, enquanto a PTF/resíduo de Solow é tratada como exógena e deduzida da subtração entre a taxa de crescimento do PIB e as do trabalho e capital ponderadas pelas elasticidades (participação dos salários no PIB como proxy para a elasticidade $1-\alpha$).

Fonte: BPI Research, com base em estimativas internas e dados da AMECO e Eurostat.

1. Através de uma função de produção Cobb-Douglas com retornos constantes à escala, muito usada pela literatura económica: $Y = AK^\alpha L^{1-\alpha}$, em que Y é o PIB, A a PTF, K o capital (aqui medido em stock), L o trabalho (aqui medido em população empregada), α a elasticidade do capital e $1-\alpha$ a elasticidade do trabalho, aproximada pela compensação anual em % do PIB por empregado a preços de mercado, segundo o Eurostat. Por exemplo, a Comissão Europeia indica que a função produção Cobb Douglas é usada para estimar o produto potencial e o *output gap* em termos comparáveis entre Estados-Membros da UE.

2. $g_Y = g_A + \alpha g_K + (1-\alpha)g_L$, em que g são as taxas de crescimento calculadas de forma logarítmica e ponderadas pelas respetivas elasticidades do trabalho e capital. A taxa de crescimento da PTF (g_A) é deduzida como resíduo.

3. Exceto em 2020-2021, devido aos efeitos da pandemia que foram mais adversos em Portugal, entre outros motivos, pela concentração no turismo.

melhorias de eficiência. Nesta ótica, a PTF tornou-se o principal *driver* (10,3 p. p. vs. 2,9 p. p. na ZE), refletindo o impulso da digitalização (principalmente após o início da pandemia), o aumento das qualificações, a maior orientação exportadora e a melhoria da situação financeira das famílias e das empresas, nomeadamente PME's. Porém, sendo um resíduo da função de produção, este resultado deve ser lido com prudência.⁴

A melhoria no saldo migratório no âmbito do grande aumento do nº de imigrantes no período recente⁵ reforçou o contributo do trabalho (7,4 p. p. vs. 5,3 p. p.), enquanto o do capital permaneceu moderado (1,7 p. p. vs. 3,8 p. p.), apesar da recuperação do investimento. Após vários anos de investimento deficitário, parte da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) compensou a depreciação e substituiu ativos obsoletos ao abrigo dos fundos europeus. O PRR ganhou expressão apenas nos últimos anos, pelo que o seu impacto integral sobre a capacidade produtiva deverá surgir com desfasamento.

Limites à sustentabilidade do crescimento a longo prazo

Apesar do desempenho recente, o crescimento potencial permanece incerto. A forte contribuição da PTF na última década é compatível com ganhos de eficiência e internacionalização das empresas, mas também incorpora a recuperação cíclica e efeitos de base posteriores às crises. O contributo do trabalho deverá abrandar à medida que o mercado de trabalho se consolida e a oferta de mão-de-obra abrandar. O envelhecimento demográfico, o crescimento mais lento da população ativa, o menor dinamismo nos fluxos migratórios e uma taxa de desemprego em torno de mínimos históricos sustentam a projeção do Banco de Portugal de uma moderação no emprego.⁶ A qualificação, retenção de talento e produtividade serão cada vez mais importantes para a convergência real, sobretudo com um tecido empresarial marcado por micro e pequenas empresas.

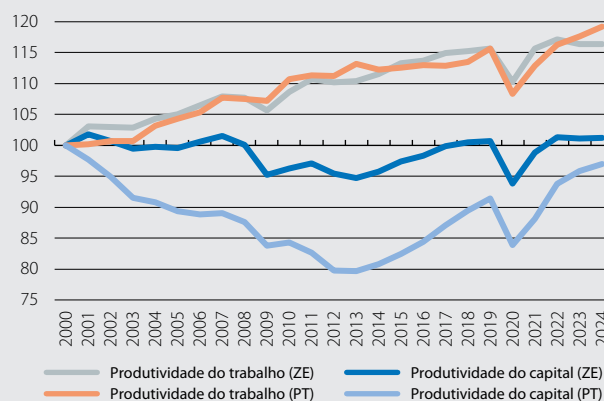
A produtividade do capital recuperou desde o Programa de Assistência Económica e Financeira, mas em 2024 continuava abaixo do nível de 2000, sinalizando que o investimento se mantém deficitário. Uma convergência real duradoura exige infraestruturas e ativos fixos mais produtivos e inovadores, o que deverá ser reforçado com os mecanismos que sucederem o PRR, de modo que o contributo do progresso tecnológico se torne permanente.

4. A PTF também pode incorporar efeitos cíclicos, alterações na utilização da capacidade produtiva e limitações na medição dos fatores.

5. O saldo migratório atingiu um máximo histórico em 2022, enquanto a população estrangeira residente continua a renová-lo, tendo atingido cerca de 1,6 milhões de pessoas em 2025.

6. Consultar o Boletim Económico de junho de 2026, disponível em: <https://www.bportugal.pt/publicacao/boletim-economico-junho-2026>

Produtividade do trabalho e do capital Índice (2000 = 100)



Nota: A produtividade do trabalho (capital) foi calculada através do rácio entre o PIB real e a população empregada (stock de capital).

Fonte: BPI Research, com base nos dados da AMECO e Eurostat.

A Comissão Europeia sublinha ainda que a produtividade permanece abaixo da média europeia, as empresas enfrentam obstáculos à expansão e a economia mantém uma dependência relevante do turismo. Apesar dos desenvolvimentos nas atividades mais tecnológicas e intensivas em conhecimento, os setores menos escaláveis e de menor valor acrescentado continuam a ter um peso elevado no PIB e na procura externa.⁷

Em suma, Portugal passou de um crescimento baseado na acumulação de capital, sem ganhos proporcionais de produtividade, para um padrão que permitiu superar anualmente a ZE, apoiado pela dinâmica demográfica, pelo trabalho e pelo progresso técnico. Com menor margem para expandir o emprego, o crescimento passa a depender cada vez mais da qualificação e retenção de talento, da inovação empresarial, da renovação do capital existente e do reforço das atividades mais competitivas.

Tiago Miguel Pereira

7. A título de exemplo e de acordo com os dados do INE, as indústrias químicas e farmacêuticas; as indústrias metalúrgicas, de máquinas e automóveis; as indústrias informáticas, elétricas e eletrónicas; atividades de informação e comunicação; finanças e seguros; e atividades de consultoria, científicas e técnicas, que são segmentos tendencialmente de maior intensidade tecnológica e de conhecimento, justificaram apenas 28,4% do aumento do VAB agregado entre 2000 e 2023. O remanescente deveu-se aos restantes setores menos intensivos em conhecimento, como as indústrias alimentares e têxteis, a construção, o comércio, o alojamento e restauração, etc.

Contas públicas: pioria controlada sem pôr em causa sustentabilidade da dívida

Em contabilidade pública, a informação até julho mostra que a administração pública registou um excedente de 288 milhões de euros. Em termos homólogos, a despesa aumentou 10,6% e a receita 7,4%, o que se traduziu na significativa deterioração do saldo orçamental, que passou de um excedente de 1,3% do PIB em julho 2025 para outro de apenas 0,2%¹ em julho de 2026. Esta deterioração também reflete efeitos extraordinários relacionados com a regularização de dívidas, que retirados das contas, reduziriam a amplitude de deterioração do saldo de 1,1 p. p. para 0,5 p. p.,² mais em linha com a deterioração sugerida pelas contas da administração pública numa ótica de contas nacionais publicadas até ao primeiro semestre de 2026.³

A receita total atingiu os 76.538 milhões de euros, mais 7,4% do que no mesmo período de 2025, com contributos mais significativos da receita fiscal, com destaque para o IVA, das contribuições para a segurança social e das outras receitas correntes, sobretudo via recebimento de transferências da União Europeia, no âmbito do PRR. Este padrão de crescimento e de contributos reflete em muito o dinamismo da atividade económica, com destaque para a robustez do mercado de trabalho, tanto por via do emprego como dos salários, evidentes por exemplo nos comportamentos das contribuições para a segurança social e nas receitas do IVA e IRS.

Por seu turno, a despesa total⁴ situou-se em 76.256 milhões de euros, mais 10,6% face ao período homólogo, particularmente influenciado pelos contributos das despesas em aquisição de bens e serviços, via regularização de pagamentos em atraso ao SNS e beneficiários da ADSE,⁵ e despesas de capital, influenciadas pela realização de investimentos no âmbito do PRR. Embora com contri-

1. De acordo com os nossos cálculos e considerando a previsão do BPI Research para o PIB em 2026.
2. Corrigidos destes efeitos, os saldos nos primeiros sete meses do ano em 2025 e 2026 seriam 1,5% e 1% do PIB, respetivamente.
3. A publicação das Contas Nacionais por Setor institucional relativas ao segundo trimestre de 2026, mostra que na primeira metade do ano, o saldo orçamental foi 0,5% do PIB, menos 4 décimas do que no período homólogo.
4. Segundo o *Report on Public Finances in MEU 2026*, Portugal surge como um dos países com projeções para o crescimento da despesa líquida superior ao aconselhado pelo Conselho Europeu. No entanto, a CE refere que as projeções para o saldo orçamental próximas do equilíbrio estão em conformidade com as obrigações de política orçamental previstas no Pacto de Estabilidade e Crescimento.
5. Corrigindo a aquisição de B&S destes efeitos, o crescimento desta rubrica teria sido de 5,1% e não 18,9%; e as despesas relacionadas com o SNS teriam avançado 4,1% em vez dos 34% observados. No entanto, este é um movimento com impacto limitado no saldo orçamental de 2026, na medida em que se trata de um movimento de caixa, correspondendo, na ótica de contas nacionais, a despesas já contabilizadas nos anos a que diziam respeito.

Execução orçamental janeiro-julho – Ótica de Caixa

	2025	2026	Var. homóloga Milhões €	%	Contributo para receita total
Receita total	71.291	76.538	5.247	7,4	
Receita fiscal e contributiva	59.236	62.223	2.987	5,0	4,2
Receita fiscal	39.698	41.378	1.680	4,2	2,4
IRS	9.581	10.142	561	5,9	0,8
IRC	6.300	6.166	-134	-2,1	-0,2
IVA	14.164	15.122	958	6,8	1,3
Outros	9.653	9.948	295	3,1	0,4
Contribuições de Segurança Social	19.538	20.845	1.307	6,7	1,8
Outras receitas correntes	10.030	11.860	1.830	18,2	2,6
Dividendos CGD	672	988	316	47,1	0,4
Transferências da União Europeia	3.296	4.222	927	28,1	1,3
Outras	6.062	6.650	588	9,7	0,8
Receita de capital	2.025	2.455	429	21,2	0,6

Fonte: BPI Research com base na execução orçamental de julho.

Execução orçamental janeiro-julho - Ótica de Caixa

	2025	2026	Var. homóloga Milhões €	%	Contributo para despesa total
Despesa total	68.969	76.256	7.287	10,6	
Despesa corrente primária	59.202	63.976	4.774	8,1	6,9
Despesas com o pessoal	17.292	18.362	1.070	6,2	1,6
Aquisição de bens e serviços	9.285	11.038	1.753	18,9	2,5
Serviço Nacional de Saúde	4.064	5.456	1.392	34,2	2,0
(Pagamento de dívidas vencidas SNS)	(167)	(1.399)	(1.232)	(739)	(1,8)
(Pagamentos devidos a beneficiários ADSE)	(139)	(198)	(60)	(43)	(0,1)
Outras	5.221	5.582	361	6,9	0,5
Transferências correntes	30.744	32.554	1.810	5,9	2,6
Prestações sociais	19.955	20.908	953	4,8	1,4
Caixa Geral de Aposentações	7.080	7.382	302	4,3	0,4
Subsídios	1.340	1.526	186	13,8	0,3
Outras	541	496	-44	-8,2	-0,1
Despesas correntes não primárias	4.581	5.050	469	10,2	0,7
Juros e outros encargos	4.581	5.050	469	10,2	0,7
Despesas de capital	5.186	7.230	2.044	39,4	3,0

Fonte: BPI Research com base na execução orçamental de julho.

buto menos significativo para o crescimento da despesa total, refere-se o crescimento de cerca de 14% dos subsídios, refletindo apoios à recuperação de habitação própria e permanente concedidos no âmbito dos apoios atribuídos aos estragos causados pela tempestade Kristin.

Em 2026 estamos a assistir ao avanço mais forte da despesa com maior grau de rigidez – despesa com pessoal, prestações sociais, aposentações da CGD e juros – comparativamente ao avanço da receita fiscal e contributiva: 5,7% vs. 5%, respetivamente, tendência que se poderá reforçar,

constituindo um fator de esmagamento do saldo orçamental, sobretudo numa altura de maior incerteza a nível global, com potenciais impactos desfavoráveis quanto à atividade doméstica, nomeadamente no que se refere à manutenção dos atuais ritmos criação de emprego, fator que em muito suporta o andamento da receita pública. Adicionalmente, o facto de o emprego se encontrar próximo de máximos históricos sugere que a criação de emprego poderá desacelerar nos trimestres mais próximos, o que muito provavelmente se fará sentir no ritmo de crescimento da receita fiscal e contributiva, cujo crescimento futuro se perspetiva menor, refletindo também a recente descida anunciada das taxas de IRS, que afetará o crescimento da receita em 2026 e 2027. Por seu turno, a despesa com maior grau de rigidez representa 68% da despesa total, antecipando-se que continuará a expandir-se a ritmos mais elevados do que o da receita fiscal e contributiva, na medida em que são prováveis maiores gastos com pensões – tanto pela atualização obrigatória das pensões, como do provável aumento do número de pensionistas, das atualizações salariais na função pública e pelo esperado maior encargo com juros.

Os dados na ótica das contas nacionais, disponíveis para o primeiro semestre, apontam na mesma direção: maior crescimento da despesa do que da receita.

Este cenário parece justificado pela publicação do quadro de políticas invariantes, que por si só implicariam a redução do saldo orçamental em 2027 em cerca de 4,8 mil milhões de euros, sobretudo via aumento das despesas com pessoal em 1,2 mil milhões de euros; das pensões em 2 mil milhões e dos juros em 0,8 mil milhões.

A maioria das estimativas existentes para as contas públicas portuguesas apontam para retorno a situação deficitária, contudo essas mesmas estimativas continuam a sugerir a manutenção de saldos primários, isto é, excluindo despesa com juros, positivos. A verificação de tal cenário continuará a permitir a redução do rácio de dívida pública, atualmente em 93% do PIB, mas que deverá ser revisto em baixa com a revisão do Produto Bruto Interno por incorporação de dados relativos à imigração. Neste cenário, a probabilidade de o mercado manter a confiança na sustentabilidade das contas públicas portuguesas continuará elevada, o que em muito contribuirá para conter o impacto do recente aumento das taxas de juro de longo prazo no mercado sobre o custo de financiamento da dívida pública portuguesa. Estimamos que em 2026 a taxa implícita da dívida portuguesa aumente 2 décimas face a 2025 para 2,4% e para 2,6% em 2027.

Teresa Gil Pinheiro

Quadro de Políticas Invariantes 2027

Medida com impacto esperado no saldode 2027	Impacto (€ milhões)	Peso no impacto total da despesa estimado (%)
RECEITAS LÍQUIDAS	-259	-5
Receita decorrente do aumento de salários e pensões	-668	-14
Atualização da dedução específica e escalões do IRS	401	8
IRS rendas moderadas (25% → 10%)	209	4
IVA construção para habitação moderada (23% → 6%)	94	2
IRC redução taxa em 1 p. p.	300	6
IRC SIFIDE indireto (reversão)	-124	-3
Contribuições sociais receita decorrente do aumento de salários	-471	-10
DESPESAS	5.042	105
Consumos intermédios	418	9
Despesas com pessoal da AP	1.231	26
Acordo de rendimentos	587	12
Progressões e promoções	283	6
Aumento da RMMG	116	2
Acordos salariais setoriais	244	5
Pensões	1.993	42
Efeito composição	1.169	24
Atualização regular das pensões	824	17
Reforço do Complemento Solidário Idosos	100	2
Juros da dívida pública	776	16
Investimento público	433	9
Transferência para o Orçamento da União Europeia	91	2
IMPACTO TOTAL NO SALDO	4.783	-
em % do PIB nominal estimado pelo BPI para 2027	1,4%	-

Fonte: BPI Research com base em dados da imprensa nacional.

Indicadores de contas públicas (% do PIB)

	2026	2027	2028
FMI			
Saldo orçamental	0,0	0,0	-0,2
Saldo primário	1,9	1,9	1,7
Dívida pública	85,6	82,3	79,2
Comissão Europeia			
Saldo orçamental	0,2	-0,4	-
Saldo primário	-	-	-
Dívida pública	87,6	86,0	-
Conselho de Finanças Públicas			
Saldo orçamental	0,1	-0,4	-0,6
Saldo primário	-	-	-
Dívida pública	86,5	84,5	83,1
BPI Research			
Saldo orçamental	-0,2	-0,4	-0,4
Saldo primário	2,2	2,5	2,5
Dívida pública	86,3	83,2	81,6

Fonte: BPI Research, FMI, CE, CFP.

O que nos dizem os primeiros dados do turismo após o estalar da guerra no Irão

O início da guerra no Irão abriu um capítulo incerto para o turismo internacional. Tanto a perturbação nos *hubs* aeroportuários do Golfo Pérsico como a forte subida dos preços do petróleo e as dúvidas acerca da possibilidade de escassez de combustível para o transporte aéreo introduziram questões sobre o impacto líquido do conflito no crescimento do setor. Vamos então tentar perceber, com alguns dados, os primeiros reflexos deste acontecimento no setor turístico.

Em primeira instância olhemos para as receitas. Podemos observar na Balança de Pagamentos¹ os dados de exportações de viagens e turismo que mostram que estas, como um todo, passaram de um crescimento de apenas 2,1% em termos homólogos até fevereiro de 2026 (pré-conflito) para 4,0% entre março e julho (pós-conflito). Esta aceleração explica-se principalmente pelo maior dinamismo do turismo de Espanha, Reino Unido e Alemanha, que são alguns dos principais mercados de origem de turistas para Portugal. Com efeito, em termos homólogos as exportações de turismo cresceram entre março e julho 514,6 milhões de euros, com os incrementos destes três países a explicarem 51% do incremento total.

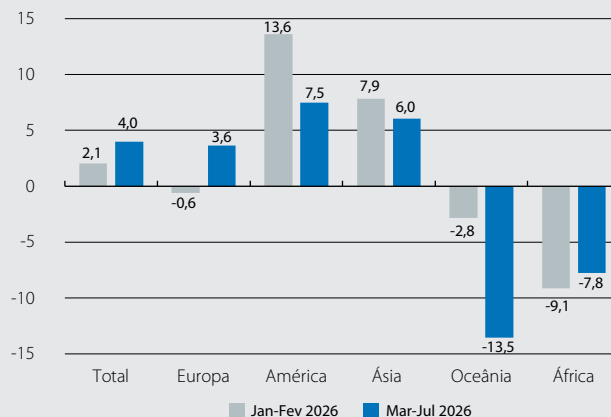
Apesar de não dispormos de um grande desdobramento por países destes dados, outro aspeto ao qual se pode atentar é a evolução das dinâmicas continentais das exportações. Assim, observam-se antes e depois do conflito várias inversões de tendência. As exportações de turismo para países europeus no início do ano estavam numa tendência homóloga de quebra e passaram a crescer perto dos 4% entre março e julho. Em sentido contrário as exportações para América e Ásia perderam ritmo após o eclodir do conflito. Isso é ainda mais marcado nas exportações para a Oceânia, onde a quebra que já existia no início do ano agrava-se de forma ainda mais salientada. Olhemos agora para a evolução das dormidas por país, nestes dois horizontes temporais. Os dados corroboram aquilo que já tínhamos visto ao nível das exportações. Genericamente, uma melhoria de desempenho face ao início do ano nos principais países emissores europeus e um agravamento no desempenho de originário de outros continentes – EUA (passa de uma taxa de crescimento de 5,2% para 3,2%); Brasil (passa de 17,9% para 1,3%) e Canadá (passa 13,3% para 7,4%).

Tudo pesado, a grande conclusão que podemos retirar deste primeiro impacto de curto prazo do conflito no Irão tem a ver com o facto de ter dado algum dinamismo ao turismo originário de outros países europeus, mas ter abrandado o turismo de longo curso. Principalmente de mercados emissores que nos últimos anos tinham vindo a exibir taxas de crescimento mais exuberantes como os EUA e o Canadá. De qualquer forma, o ritmo de crescimento destes mercados continua forte e acima do ritmo europeu, contrastando fortemente com as quebras de dormidas dos franceses, italianos e belgas, por exemplo.

Historicamente, episódios de instabilidade geopolítica no Médio Oriente costumam impulsionar o turismo português (vide a «Primavera Árabe») através do «*safe haven effect*» – são

Exportações de Viagens e Turismo

Var. homóloga (%)

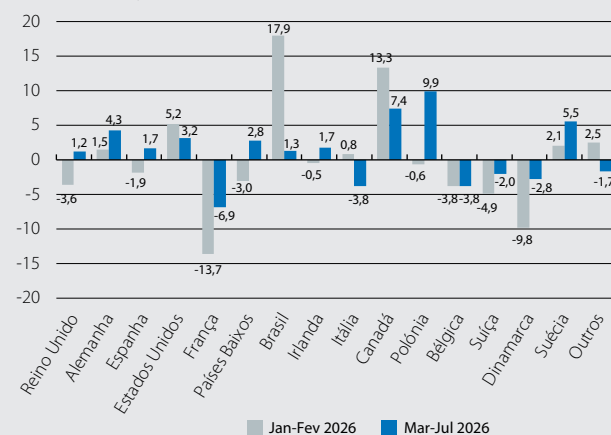


Nota: Os dados de África incluem apenas os PALOP.

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

Dormidas

Var. homóloga (%)



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

períodos que tendem a resultar numa redistribuição dos fluxos turísticos à medida que os viajantes procuram destinos com segurança e estabilidade política. Portugal ocupa o 7.º lugar a nível mundial no Global Peace Index 2026 elaborado pelo Institute for Economics and Peace, mantendo-se entre os países mais pacíficos e seguros do mundo, e isto é uma vantagem competitiva que por diversas vezes assinalámos. Contudo, os efeitos de longo prazo de um conflito desta natureza podem ir em sentido contrário. Esta guerra tem vindo a agravar a fatura sobre os combustíveis, o que pesa de sobremaneira sobre a operação das companhias aéreas e por conseguinte sobre o custo das viagens. Os orçamentos domésticos ficam mais pressionados e isto também impacta nas escolhas turísticas, aumentando a procura por destinos mais próximos e diminuindo a frequência anual de viagens. Em última instância, os efeitos mais amplos de uma crise energética duradoura podem desaguar em crise económica, contraindo a atividade do setor.

Tiago Belejo Correia

1. Dados da Balança de Pagamentos divulgados pelo 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

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	07/26	08/26	09/26
Índice coincidente para a atividade	2,0	2,0	2,0	2,4	2,3	2,2	2,4	2,5	...
Indústria									
Índice de produção industrial	0,8	0,7	3,3	0,6	0,4	-0,8	-0,9	-3,8	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-6,2	-4,0	-3,2	-2,9	-2,1	-3,6	-4,3	-4,4	...
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	8,8	18,9	5,7	14,8	-2,2	10,8	...	...	...
Compra e venda de habitações	14,5	15,5	3,8	-4,7	-8,7	-6,4	-	-	...
Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária)	8,5	17,4	18,2	18,4	17,5	16,7	15,2	14,7	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	6,3	1,7	2,5	1,7	2,1	1,5	1,0	9,3	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	5,5	10,1	11,6	7,7	6,0	8,2	8,4	8,4	...
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	3,3	5,3	5,8	5,3	4,4	3,5	2,6	2,4	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,8	3,5	3,3	3,5	3,4	3,0	2,9	3,0	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-18,0	-16,2	-16,2	-15,2	-16,2	-25,6	-22,6	-20,5	...
Mercado de trabalho									
População empregada	1,2	3,2	3,7	3,7	2,3	2,9	1,6	0,9	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,4	6,0	5,8	5,8	6,1	5,3	5,7	5,7	...
PIB	2,7	1,9	2,1	1,9	2,4	2,6	-	-	-

Preços

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

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	07/26	08/26	09/26
Inflação global	2,4	2,3	2,6	2,2	2,2	3,3	3,0	3,3	3,6
Inflação subjacente	2,5	2,2	2,3	2,1	1,9	2,3	2,6	2,6	2,7

Setor externo

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

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	07/26	08/26	09/26
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	2,0	0,1	1,6	0,1	-3,2	0,0	1,8	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	2,0	4,5	6,9	4,5	3,7	4,3	3,9	...	...
Saldo corrente	7,3	3,6	3,4	3,6	2,3	1,2	0,7	...	...
Bens e serviços	6,8	3,0	3,2	3,0	1,7	0,5	0,2	...	...
Rendimentos primários e secundários	0,5	0,6	0,2	0,6	0,6	0,7	0,5	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	10,5	8,3	7,6	8,3	7,7	7,3	6,8	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2024	2025	3T 2025	4T 2025	1T 2026	2T 2026	07/26	08/26	09/26
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	7,5	5,4	6,3	5,4	6,4	6,9	6,3	5,8	...
À ordem	-0,3	8,1	8,6	8,1	7,9	7,3	7,1	5,6	...
A prazo e com pré-aviso	15,3	3,1	4,3	3,1	5,1	6,5	5,6	5,9	...
Depósitos das Adm. Públicas	26,7	28,7	-0,5	28,7	20,4	9,2	19,9	24,9	...
TOTAL	7,9	6,0	6,1	6,0	6,9	7,0	6,8	6,4	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	1,9	6,6	5,8	6,6	7,7	8,2	8,4	8,7	...
Empresas não financeiras	-1,0	2,6	2,2	2,6	4,3	4,8	5,2	5,2	...
Famílias - habitação	3,0	9,3	8,0	9,3	9,8	10,6	10,8	11,2	...
Famílias - outros fins	5,4	7,0	6,9	7,0	8,4	8,2	8,2	8,7	...
Administrações Públicas	0,6	6,4	4,8	6,4	3,2	3,2	5,8	6,9	...
TOTAL	1,9	6,6	5,7	6,6	7,5	8,0	8,4	8,7	...
Taxa de incumprimento (%)²	2,4	2,1	2,3	2,1	2,1	2,1	-	-	-

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.