

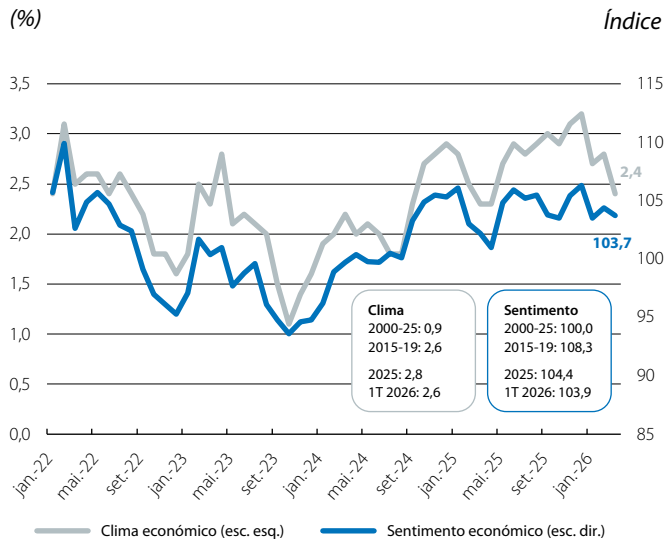
Primeiros sinais de impacto do novo geopolítico no Médio Oriente

Primeiro trimestre turbulento com indicadores de sentimento a refletirem cautela. O sentimento das famílias foi o mais afetado, com o indicador de março a diminuir cerca de 8 pontos, para níveis de final de 2023. Este movimento já reflete parcialmente o impacto do conflito no Médio Oriente, com deterioração significativa da perceção da própria situação financeira e económica do país para os próximos 12 meses. Entretanto, a taxa de poupança das famílias situou-se nos 12,1% do rendimento disponível, próximo dos níveis históricos mais elevados da série, constituindo uma importante almofada para eventuais períodos de maior aperto; ao mesmo tempo, o mercado de trabalho volta a revelar robustez no início do ano, com a possibilidade de uma desaceleração (contida) da dinâmica do emprego (em torno dos 2%) e a taxa de desemprego nos 6,2% no 1T. Nos restantes setores, a pioria do sentimento foi menos acentuada, tendo o indicador de clima económico caído de 2,8% homólogo em fevereiro para 2,4% em março; com pioria significativa da componente que avalia os preços, em resultado da clara perceção de que o conflito acarretará consigo novas tensões inflacionistas; enquanto na atividade continua ainda incerta a amplitude do impacto, muito dependente da duração do conflito e eventual registo de disrupções/destruição importantes nas cadeias de fornecimento e estruturas energéticas. Ainda assim, o indicador de sentimento da Comissão Europeia para Portugal manteve-se acima do nível 100: 103,7 em março vs. 104,4 em fevereiro. Os acontecimentos do início de 2026 – sobretudo a guerra no Irão – colocam riscos descendentes ao nosso cenário de crescimento que, para já, aponta para um nível em torno de 2%. Recentemente, o Banco de Portugal reviu o seu cenário macroeconómico, revendo em -5 décimas a previsão de crescimento em 2026, para 1,8%, mantendo o enviesamento em sentido descendente.

Guerra no Irão aproxima inflação dos 3% em março. Com a instabilidade no Médio Oriente (estreito de Ormuz) os reflexos mostraram-se já na inflação de março. Com efeito, o IPC da energia variou 6,7% em termos mensais e disparou para os 5,8% em termos homólogos (-2,2% em fevereiro). O IPC da energia, que era negativo há cinco meses consecutivos, contribuiu em mais de 50% para o aumento do IPC Global que saltou para 2,7% (2,1% em fevereiro). A dinâmica do IPC subjacente (2,0%) ainda se manteve relativamente controlada (variação mensal de 1,85%), pois foi inferior à média desta métrica para março no período 2015-2019 e nos últimos três anos. O desenrolar do novo geopolítico nos próximos tempos determinará se o aumento do IPC se torna mais persistente.

Preços das casas evoluem como nunca em 2025. Com a divulgação pelo INE do dado do 4T 2025 do Índice de Preços da Habitação verificou-se uma variação homóloga de 18,9% (e de 4%

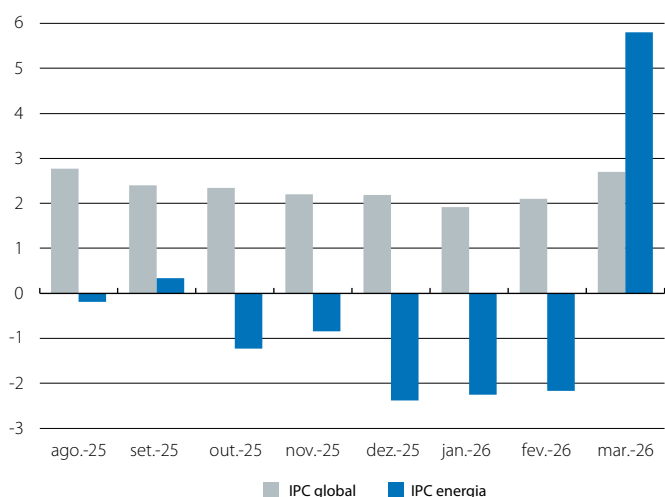
Indicadores de clima e sentimento económicos (%)



Fonte: BPI Research com base em dados do INE e Comissão Europeia.

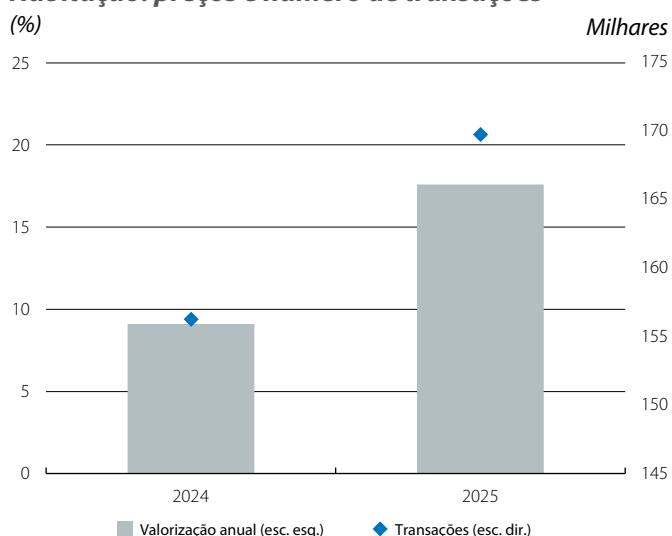
IPC

Variação homóloga (%)



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

Habitação: preços e número de transações



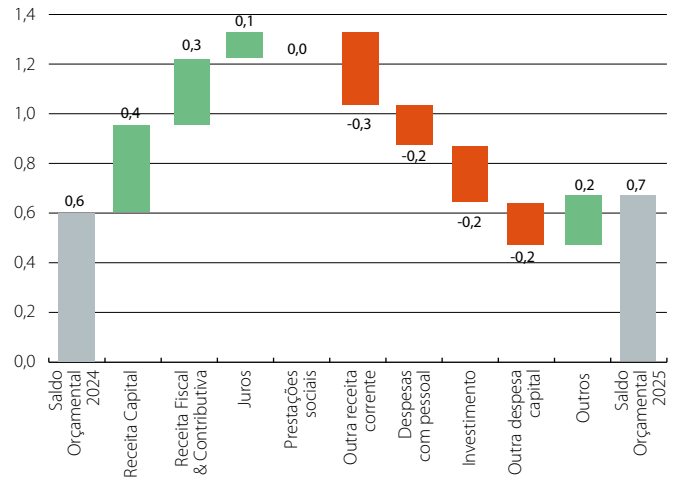
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE.

em cadeia), implicando uma valorização média das casas em 2025 de 17,6%. Este é um valor recorde da série do INE. O mesmo se passou no número de transações: quase 170 mil. Já em 2026, até fevereiro, a avaliação bancária no âmbito de processos de crédito à habitação continua a sinalizar valorização. O prolongar-se do conflito no Médio Oriente, com a inflação a poder condicionar a confiança e o rendimento disponível das famílias, bem como um serviço da dívida mais oneroso (implícito na atual tendência das taxas de juro de curto prazo) poderá refrear esta escalada.

O surpreendente excedente orçamental de 2025 é ensombrado pelos desafios de 2026. O saldo orçamental fixou-se em 0,7% do PIB em 2025, depois do excedente de 0,6% em 2024. Tal como apontavam os dados mensais, o crescimento da receita superou o da despesa (6,7% e 6,6%, respetivamente), suportada, em larga medida, pela receita fiscal e contribuições sociais. O montante arrecadado pelas duas rubricas superou a última estimativa do Governo (inscrita no OGE 2026): no conjunto, excederam em quase 1.800 milhões de euros, uma dinâmica que não pode ser isolada do ambiente económico e da robustez do mercado de trabalho. Por sua vez, o aumento da despesa é explicado em quase 2/3 pelo comportamento das despesas com pessoal e prestações sociais, enquanto o investimento e a outra despesa corrente, apesar do aumento, ficaram consideravelmente abaixo do estimado (-2.330 milhões de euros). Apesar da surpresa positiva de 2025, o início de 2026 trouxe consigo desafios que colocam em xeque a expectativa de excedente orçamental do Governo (0,1% do PIB): as tempestades e o conflito no Médio Oriente agravam os desafios já expectáveis anteriormente (focos de tensão geopolítica já existentes, volatilidade das políticas comerciais dos EUA e a necessidade de investimento em defesa).

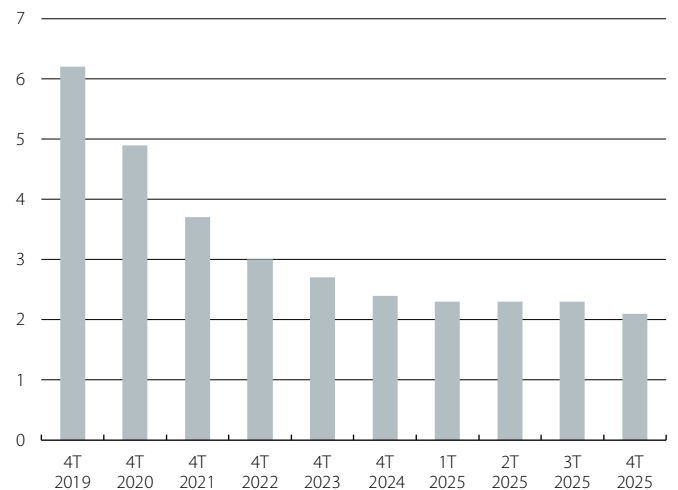
Os rácios de incumprimento voltaram a registar mínimos históricos no último trimestre de 2025. De facto, o rácio de NPLs total diminuiu 0,2 p. p. face ao 3T, para 2,1%, um mínimo da série estatística (que começa no final de 2015). A redução observada no final do ano foi transversal a todos os segmentos, com maior preponderância para a redução de 0,3 p. p. registada no consumo & outros fins. Entretanto, a carteira de crédito do sector privado não financeiro manteve um crescimento assinalável em fevereiro de 2026 (6,8% homólogo), com aumentos em todos os segmentos de crédito, destacando-se, ainda assim, o crédito à habitação (que registou um aumento de 9,6% homólogo). Para isso, contribuiu a nova contratação que, apesar da desaceleração face ao ano passado, continua com crescimentos expressivos (8,2% no acumulado dos primeiros dois meses do ano), consubstanciando-se no melhor início de ano de sempre. Ainda assim, o montante registado em fevereiro (1.673 milhões de euros) representa o valor mensal mais baixo desde o mês homólogo.

Passagem do saldo orçamental em 2024 para 2025 (p. p. do PIB)



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

Rácio de Non-Performing Loans Total (% do total de empréstimos)



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

O impacto do conflito no Irão na economia portuguesa

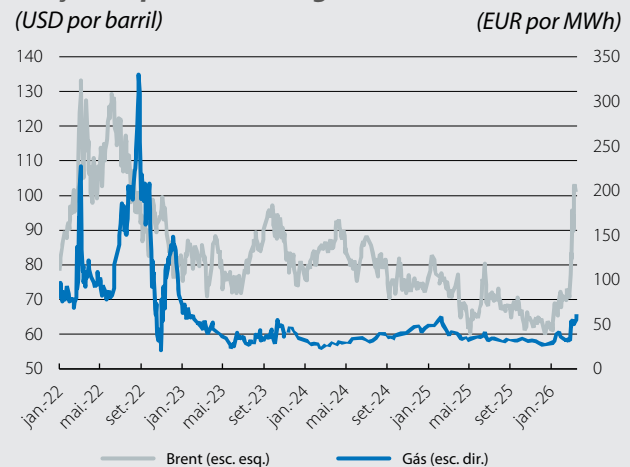
A revisão do cenário macroeconómico que efetuámos em fevereiro, antes da eclosão do conflito no Médio Oriente, foi globalmente positiva. Sem esquecer os impactos das intempéries registadas na primeira metade desse mês, antecipávamos que a economia continuasse a expandir em torno dos 2%, com o desemprego a mostrar estabilidade e a inflação a caminhar para a meta dos 2%.

No entanto, a intervenção dos EUA/Israel no Irão veio alterar alguns dos pressupostos em que assentavam as nossas projeções, onde destacamos os principais canais:

1. Encarecimento dos bens energéticos. Desde o final de fevereiro até ao dia 20 de março, os preços do Brent e do Gás Natural aumentaram cerca de 30 dólares: no caso do petróleo, excedendo os 100 dólares por barril, e quase 30 euros no caso do gás, próximo dos 60 euros por Megawatt/hora. Adicionalmente, naquele mesmo dia, os futuros apontavam para que no final do ano, o petróleo se situasse em torno dos 80 dólares por barril e o gás em torno dos 60 euros por MWh. Em resumo, os mercados de futuros têm apresentado agravamentos nos preços médios anuais do petróleo e gás em 2026 que oscilam entre cerca de 20 a 30 USD/barril e cerca de 20 euros para o gás face aos condicionantes do nosso cenário central anterior ao conflito.
2. Disrupções nas cadeias de fornecimento deste tipo de bens, com impactos noutros bens por via, por exemplo, do encarecimento dos custos de transporte e dos seguros.
3. Efeitos de contágio nos preços de outros bens e serviços e consequente aumento da inflação.
4. Possível alteração da política monetária do BCE como forma de controle de um surto inflacionista, causando agravamento das condições de financiamento. Após a reunião do BCE de 19 de março, o mercado antecipava que o BCE realizasse duas subidas de 25 p. b. em 2026, uma no 2T e outra no 3T. Já mais recentemente, assistimos ao incremento da probabilidade de ocorrência de uma terceira subida este ano.
5. Aumento da incerteza, adoção de posições cautelosas por parte dos agentes económicos, adiando decisões de consumo e de investimento.
6. Movimentos de fuga para a qualidade com impacto potencial na avaliação do risco de economias mais vulneráveis.

Parafraçando a intervenção de Lagarde após a última reunião de política monetária do BCE, o atual cenário está sujeito a transformações, representando um choque significativo e severo para a economia global (e portuguesa),

Preços do petróleo e do gás



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

com o grau de severidade a depender da duração e intensidade do conflito.

O impacto macroeconómico deste conflito dependerá em primeiro lugar do fator tempo, mas também de outros fatores, como sejam o grau de destruição das infraestruturas energéticas nos países do Golfo Pérsico. Num cenário menos gravoso, em que o conflito se revele temporário (até 3 meses) e em que os preços do petróleo e do gás se comportem em linha com os atuais preços dos futuros (valor médio anual do petróleo em 2026 em torno dos 85 dólares e do gás em torno dos 55 euros), o impacto poderia ser relativamente limitado, reduzindo o crescimento em 2026 em 5 décimas. Neste caso, o movimento de subida da inflação seria controlado, em parte porque os preços dos bens energéticos serão corrigidos, em parte porque não se formam expectativas inflacionistas significativas nem ocorrem efeitos de segunda ordem importantes.

Contudo, num outro cenário mais gravoso, em que o conflito se prolonga no tempo,¹ é plausível admitir que em 2026, em termos médios, o preço do petróleo se aproximaria dos 110 dólares, em linha com o observado entre 2011 e 2013, caracterizados por instabilidade geopolítica no Médio Oriente e receios de interrupções no fornecimento.² Além disso, neste cenário o preço do gás situar-se-ia em torno dos 75 euros por MWh (mais 40 dólares e mais 45 euros, respetivamente, do que os níveis implícitos no nosso cenário de fevereiro).

1. Mais concretamente, este é um cenário em que a duração do conflito excede um ano, se transforma em conflito regional e as infraestruturas energéticas são muito danificadas.

2. Principais fatores de pressão sobre o preço de petróleo foram Primavera Árabe (2011), Sanções ao Irão (2012), maior procura por parte de economias emergentes (China), Tensões na Síria (2013).

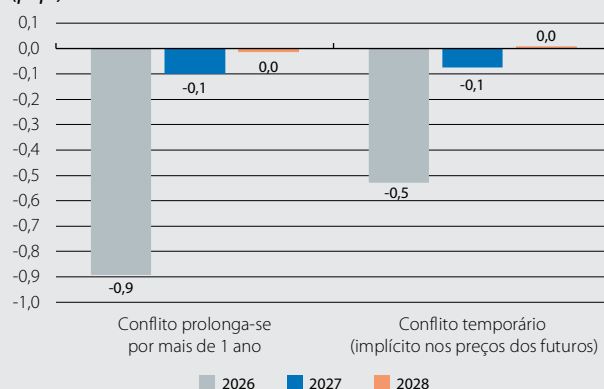
Neste último cenário, a que atribuímos uma baixa probabilidade, o impacto global pode ser ainda mais significativo, na medida em que disrupções nas cadeias de fornecimento, posicionamento mais agressivo dos bancos centrais para combater a inflação e movimentos de fuga para a qualidade com agravamento significativo dos prémios de risco associados a deterioração significativa da confiança nos mercados financeiros, tenderiam a exacerbar o impacto desfavorável do conflito na atividade. Neste caso, o impacto na inflação seria mais significativo, podendo aproximar-se dos 4% e o crescimento abrandar para ritmos inferiores a 1% em 2026.

Desta forma, conclui-se que a incerteza por ora mantém-se elevada, pelo que o nosso cenário central está sob revisão, sendo os riscos, no que respeita o crescimento, claramente enviesados em baixa. Na próxima revisão de cenário iremos já incorporar os impactos das tempestades que assolaram o país em janeiro-fevereiro, e que deverão ter sido expressivos no PIB do 1T. Mas de uma coisa continuamos bastante certos: a economia portuguesa partiu para 2026 numa posição muito favorável, com uma procura interna robusta e menores desequilíbrios estruturais. Apesar de todos os desafios, com elevada probabilidade continuaremos a crescer acima da Zona Euro e de grande parte dos nossos parceiros do euro.

Teresa Gil Pinheiro

Portugal: impacto do aumento dos preços do petróleo e gás no crescimento*

(p. p.)



Nota: * Impacto direto da alteração dos preços destas commodities.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Datastream e Bloomberg.

Guerra no Médio Oriente: impacto de um choque energético nas empresas portuguesas

Os recentes desenvolvimentos geopolíticos no Médio Oriente, em particular a escalada do conflito envolvendo o Irão, EUA e Israel, reavivam o risco de um novo choque energético com implicações relevantes para a economia europeia como um todo e, em particular, para a rentabilidade das empresas nacionais. A experiência vivida aquando da guerra na Ucrânia mostrou como aumentos abruptos e persistentes nos preços da energia podem deteriorar margens, pressionar estruturas de custos e refletir-se nos preços do consumidor, sobretudo em economias mais dependentes de importações energéticas. Este artigo analisa de que forma um novo choque energético associado ao conflito no Irão poderá afetar a rentabilidade das empresas em Portugal, num contexto macroeconómico e financeiro que, apesar de mais preparado, continua exposto a elevados níveis de incerteza.

As contas das empresas na ótica da produção: conceitos

Na ótica da produção, as contas das empresas procuram medir o contributo direto da atividade produtiva para a criação de riqueza, focando-se no processo de transformação de fatores produtivos em bens e serviços. O conceito central é o Valor Acrescentado Bruto (VAB), que representa a riqueza criada pela empresa e resulta da diferença entre a produção e os consumos intermédios.

A produção inclui o valor dos bens e serviços produzidos pela empresa num dado período, abrangendo vendas, variações de existências, trabalhos para a própria empresa e outros proveitos operacionais diretamente ligados à atividade produtiva. Os consumos intermédios correspondem ao valor dos bens e serviços adquiridos a terceiros e consumidos no processo produtivo (matérias-primas, energia, serviços externos), excluindo a remuneração do trabalho e do capital.

O VAB mede, assim, o rendimento gerado internamente pela empresa, que é depois distribuído sob a forma de remunerações dos trabalhadores, impostos líquidos de subsídios sobre a produção e excedente bruto de exploração (EBE). Se pensarmos em termos de reporte contabilístico das empresas, podemos considerar que o EBE é equiparado ao Resultado Operacional e ao EBITDA. Esta ótica é particularmente relevante para análises de produtividade, competitividade e impacto macroeconómico das empresas e está alinhada com os princípios das Contas Nacionais (SEC 2010).¹

1. Vide o site do INE acerca deste tema: https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_cnacionais_metodb2021.

Contas das empresas na ótica da produção



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

A fatura energética das empresas e o impacto de um choque

Mas quanto pesa a energia nas contas das empresas? Globalmente, a despesa em energia representa 8% da Produção e 20%² do VAB. Dentro das despesas em energia, 41% dizem respeito a eletricidade e 59% a outras fontes.³ Estes são valores médios, mas existem setores cuja despesa energética está mais concentrada numa determinada fonte. Por exemplo, no setor da Restauração 81% da despesa em energia é com eletricidade e algo semelhante se passa no setor do Alojamento (74%). Quando falamos de outras fontes (excluindo eletricidade) os níveis de concentração de despesa com energia são ainda maiores, com um número elevado de setores acima dos 90%. A saber: Transportes terrestres, Atividades Postais, Silvicultura, Ativ. Especializadas da Construção, Pesca, Ativ. relacionadas com edifícios e manutenção de jardins. Face às características destes setores (com os transportes à cabeça), parece claro que quando falamos de outras fontes de energia (excluindo eletricidade) a fatura recairá mais sobre os combustíveis.⁴

Mas quais os setores que têm o seu VAB mais exposto a grandes variações nos preços da eletricidade e dos combustíveis? Apresentamos estes dados no segundo gráfico.

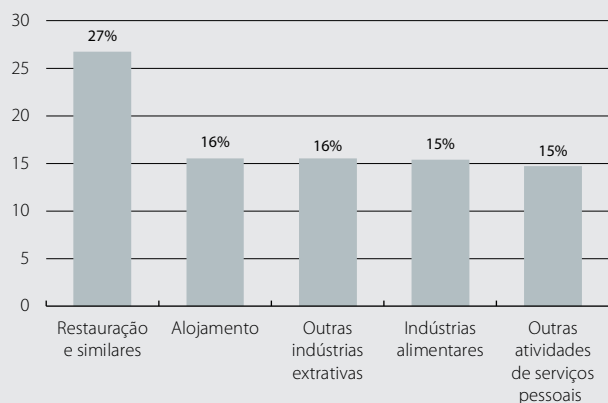
2. 8% as despesas em eletricidade e 12% as despesas noutras fontes de energia.

3. Para a repartição dos pesos neste estudo utilizámos os dados do artigo Amador, J.; (2022). «Mix e intensidade energética em Portugal: retratos com dados agregados e de empresa», Banco de Portugal.

4. Por simplificação e ausência de detalhe mais fino daqui em diante neste artigo vamos assumir que as outras fontes de energia excluindo eletricidade se referem a combustíveis.

Top 5 setores com maior despesa em eletricidade

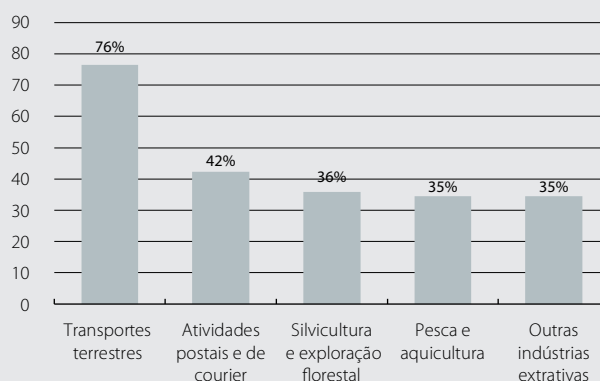
(% do VAB)



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

Top 5 setores com maior despesa em combustíveis

(% do VAB)



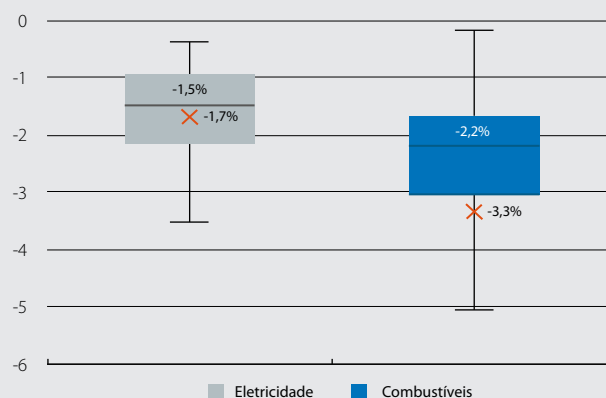
A diferença de proporção dos pesos entre estas duas fontes de energia sugere aquilo que já sabíamos – um choque nos combustíveis tem um potencial de magnitude maior na rentabilidade das empresas portuguesas do que um choque na eletricidade. Essa ideia é confirmada quando aferimos o potencial de erosão de outra medida de rentabilidade (o EBE), em resultado de um aumento de 10% nas despesas com eletricidade ou com combustíveis. Os resultados estão sumariados no terceiro gráfico. Em média, um aumento de 10% da eletricidade traduz-se numa redução de 1,7% no EBE das empresas e um aumento de 10% nos combustíveis traduz-se numa redução de 3,3%. As medianas também estão representadas no gráfico *box plot* (-1,5% e -2,2%, respetivamente). A razão da diferença entre a mediana e a média ser superior no caso dos combustíveis prende-se com a existência de valores *outliers* bastante extremos, ou seja, a existência de setores em que um aumento dos gastos com combustíveis em 10% traduz-se numa erosão do EBE muito superior. Esses pontos não estão representados no gráfico, mas podemos apontar por exemplo os Transportes terrestres (-29,4%), as Atividades postais e de courier (-24,1%), as Atividades relacionadas com edifícios, plantação e manutenção de jardins (-9,9%), a Pesca (-9,5%), e, Atividades de investigação e segurança (-9,1%).

O conflito que eclodiu no Médio Oriente tem sido especialmente penalizador para a cotação do Brent. Com efeito, o Irão é o 3º país com as maiores reservas comprovadas de crude e produz 3 milhões de barris/dia, a Arábia Saudita produz 10 milhões barris/dia, e, pelo estreito de Ormuz é feito o transporte marítimo de 25% do petróleo mundial. A circulação de petroleiros no estreito de Ormuz é controlada pelo Irão e à data que escrevemos encontra-se praticamente paralisada. Tendo este cenário em mente, simulámos o impacto do aumento do Brent para os 100 dólares a partir dos 69 dólares⁵ a que transacionava nos

5. Valor a que cotava o Brent nos dias que antecederam o início do conflito.

Potencial de erosão no Excedente Bruto de Exploração

Variação decorrente de um aumento de 10% nas despesas (%)



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

Setores mais impactados por um choque petrolífero (%)

| Setor | Δ VAB | Δ EBE |
|---|-------|-------|
| Transportes terrestres | -34 | -133 |
| Ativ. postais e de courier | -19 | -108 |
| Silvicultura e exploração florestal | -16 | -33 |
| Pesca e aquicultura | -16 | -43 |
| Outras indústrias extrativas | -13 | -29 |
| Transportes por água | -12 | -26 |
| Agricultura, prod. animal e caça | -12 | -14 |
| Ativ. de aluguer | -9 | -13 |
| Ativ. desportivas, de diversão e recreativas | -8 | -33 |
| Recolha, drenagem e trat. águas residuais | -8 | -13 |
| Ativ. relacionadas com edifícios e manut. jardins | -7 | -45 |
| Ativ. de investigação e segurança | -5 | -41 |
| Ativ. de emprego | -1 | -25 |

Nota: Seleccionámos os 10 setores com maior erosão de VAB e EBE (o que na maioria dos casos é coincidente).

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

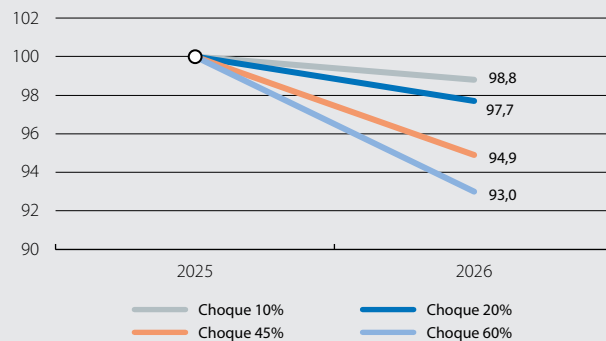
dias prévios ao conflito. O pressuposto desta simulação é que este aumento se traduz com a mesma magnitude no aumento das despesas com combustíveis, *ceteris paribus*. Para a totalidade do tecido empresarial, este exercício resulta em recuos médios de 5% no VAB e de 13% no EBE. Podemos ver no quadro a extensão da deterioração destas métricas nos setores mais penalizados no VAB e/ou EBE.⁶ Os transportes terrestres são o setor mais impactado e com risco de a operação gerar resultados negativos, o que só poderia ser colmatado com aumento do preço destes serviços ou com redução de outros custos. Fica bem patente o potencial que um choque energético tem de se refletir em aumentos dos preços no consumidor, na medida em que os serviços de transporte são um insumo a muitas outras atividades.

Estendemos este exercício para ter uma perspetiva do impacto agregado no VAB das empresas nacionais, ou seja, ponderando o peso do VAB de cada setor no VAB global⁷ e também choques de diferentes magnitudes. Assim, um choque de 45% aos preços dos combustíveis pré-Guerra no Irão teria uma redução estimada no VAB das empresas de 5,1% e um choque de 60% (implicitamente situa o Brent nos 110 USD/barril) faria encolher o VAB agregado em 7%.

Tiago Belejo Correia

Impacto no VAB das empresas resultante de choque no preço dos combustíveis

(Nível 2025=100)



Nota: Choque de 45% corresponde a um choque associado a um aumento do Brent para os 100 USD vs. preço do Brent nos dias pré- Guerra no Irão a refletir-se integralmente no preço dos combustíveis em bomba.

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

6. Por vezes os setores com maior erosão do VAB e EBE não coincidem devida ao peso relativo das remunerações VS despesas energéticas na conta de exploração.

7. Por simplificação ponderámos os setores que representam 60% do VAB das SNF e para os restantes atribuímos uma redução média global do VAB associada ao choque.

Outlook para o turismo nacional em 2026

Em 2025, os estabelecimentos de alojamento turístico em Portugal receberam 32,5 milhões de hóspedes e 82,1 milhões de dormidas, refletindo crescimentos anuais de 3,0% e 2,2%, respetivamente. O incremento dos proveitos totais foi mais forte (+7,2%) decorrente não só da inflação dos serviços associados a viagens e turismo, mas também da subida na cadeia de valor (crescimento mais elevado de proveitos nos estabelecimentos de alojamento turístico de segmentos mais altos). Nos últimos anos temos perspetivado recorrentemente números recorde no setor, que se confirmam. A tendência manter-se-á em 2026? É isso que pretendemos clarificar neste artigo.

Cenário para 2026

Desenhámos um cenário para a evolução do setor em 2026 ancorado nos últimos dados, na observação de dinâmicas e também em algum *know how* de fontes externas. Partimos de um cenário «endógeno» (aquele que existiria em 2026 *ceteris paribus* decorrente dos dados e das dinâmicas observadas) e considerámos à posteriori alguns efeitos «exógenos» aos quais atribuímos um peso/impacto como forma de *add-on*, para chegar aos números finais.

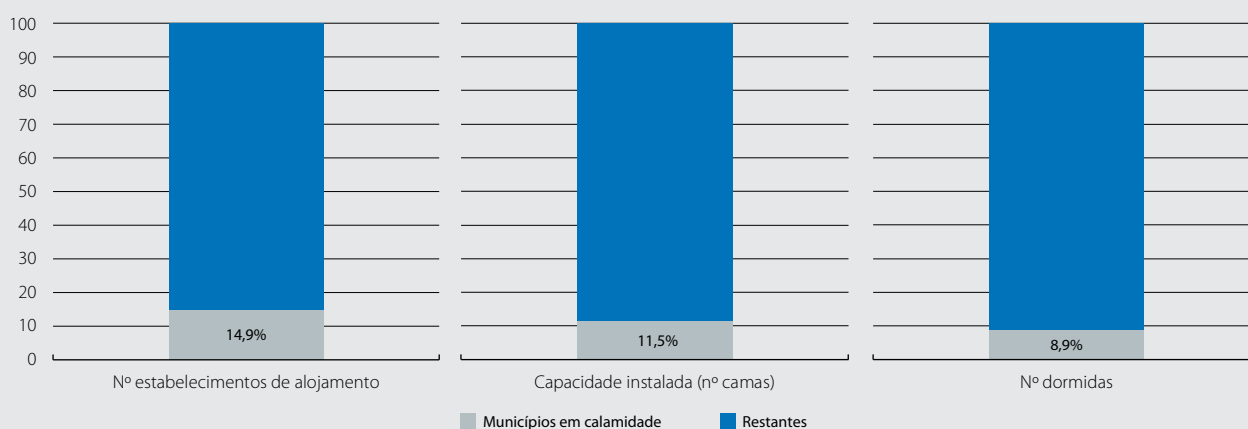
De acordo com as Nações Unidas, o setor a nível global deverá crescer entre 3% a 4% em 2026,¹ alavancado na recuperação do turismo na Ásia e Pacífico, na manutenção de condições económicas globais favoráveis, na continuação da redução da inflação dos serviços turísticos e assumindo que os conflitos geopolíticos não se intensificam. A expectativa de um painel de especialistas numa *survey* desta organização aponta para um ano positivo embora abaixo das que eram registadas na mesma *survey* para 2025. No nosso cenário «endógeno» estimámos um crescimento global dos hóspedes em Portugal de 3,4% em 2026, na metade inferior do intervalo entre 3% e 4%. Para este racional concorrem diversos aspetos. Primeiro, a posição no ciclo. Enquanto o turismo

noutras partes do globo está ainda numa fase de expansão/recuperação forte pós-Covid, em Portugal esse caminho já foi trilhado (entre os países da UE somos dos que tem maior variação face a este período) e encontramos-nos numa fase de consolidação. Por outro lado, o *value for money* continuará a ser a principal preocupação dos viajantes, e Portugal nesta matéria não compara bem num dos termos da equação, quando olhamos ao fator preço.² Por fim, o desempenho com dinâmica e *outlook* fortes em alguns países da bacia do mediterrâneo que concorrem diretamente com Portugal – Albânia, Malta, Montenegro e Turquia. A evolução do número de voos nos aeroportos nacionais, *proxy* para a evolução do turismo internacional, apresenta-se coerente com esta visão, registando-se em janeiro um crescimento homólogo de 3,3%. A capacidade aérea também tem aumentado já observando dados de 2026. Em janeiro, o número de rotas e lugares aumentaram em termos homólogos 4,5% e 4,0%, respetivamente. Em fevereiro 2,9% e 1,8%. O *forecast* para o número de lugares que consultámos no «TravelBI» (do Turismo de Portugal, i.e. «TdP») apontam para crescimentos homólogos acima de 3% na época alta de verão.

Um *add-on* que considerámos ao valor global da previsão final está associado à expansão da oferta hoteleira. De acordo com os dados do TdP, os hotéis a abrir num futuro próximo cifram-se em 76 unidades, às quais correspondem 4.268 quartos e 8.154 camas.³ Tomando como referência este pipeline de quartos, a concretização destes hotéis traduzir-se-ia num aumento total de capacidade de alojamento nos EAT de 2%. Como *assumption* admitimos a entrada de 20% do pipeline do TdP a operar em 2026 e com uma taxa de ocupação de 50%, resultando num incremento de turistas de 0,2%. O outro *add-on*, neste caso a subtrair ao «crescimento endógeno», prende-se com o efeito das tempestades e cheias que se fizeram sentir no final de janeiro e fevereiro no território

Representatividade dos municípios em calamidade no setor do turismo

(%)



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

1. Vide World Tourism Barometer – volume 24, Issue 1, January 2026. Nota: este estudo é anterior ao conflito com o Irão.
2. Vide Focus «A posição de Portugal no Índice de Desenvolvimento das Viagens & Turismo» no relatório IM09/2024.
3. Projetos de empreendimentos turísticos com parecer favorável do TdP e com data de despacho em 2024 e 2025.

nacional. Neste contexto, foi declarada situação de calamidade em 68 municípios que concentram 17% da população residente. Nestes municípios o setor do alojamento turístico não é a atividade mais importante, mas não é negligenciável. Em 2025 estes municípios concentravam 14,9% dos estabelecimentos em atividade (1.263 unidades), 11,5% da capacidade instalada (58,3 mil camas) e 8,9% das dormidas no país (7,3 milhões). O efeito que estimámos subtrai 0,8% ao «cenário endógeno». ⁴ Assim, a nossa previsão para a evolução do número de hóspedes em 2026 é de 2,8%, uma ligeira desaceleração face aos 3% registados em 2025.

Por geografias, o cenário assume um crescimento dos hóspedes residentes na ordem dos 3% (4,7% em 2025) atento à expectativa de moderação do crescimento nos salários reais e ao movimento de busca por *value for money*, que poderá desviar algum turismo para o estrangeiro ou para soluções de alojamento não abrangidas pelas estatísticas do INE que tomamos como base para as previsões. ⁵ O conflito no Médio Oriente poderá encarecer alguns destinos mais longínquos em benefício do turismo interno, e também por isso a nossa previsão para o crescimento dos hóspedes residentes é mais forte do que a de crescimento dos hóspedes não residentes.

No lado dos não residentes, mercados emissores dos EUA e Canadá deverão continuar a moderar o seu ritmo de crescimento, com incrementos de +2% e +3%, respetivamente. Esta moderação assenta sobretudo na ocorrência de um grande evento desportivo que abrange os dois países (Mundial de Futebol de 2026) e que deverá dinamizar o turismo interno. O prolongamento no tempo do conflito no Médio Oriente também contribui para um abrandamento do turismo de longo curso face ao encarecimento das viagens de avião (associado ao aumento dos custos com combustível).

Como se traduzirá isto em termos de agregados macroeconómicos? Os últimos dados da conta satélite do turismo que dispomos referem-se a 2024. Nestes, estima-se que o consumo turístico tenha representado 16,6% do Produto Interno Bruto (PIB), mantendo o peso relativo no PIB observado em 2023. O Consumo do Turismo no Território Económico (CTTE) e o VABGT atingiram os €47,2 mil milhões e 20,1 mil milhões, respetivamente, o que representou um aumento em termos nominais de 6,5%.

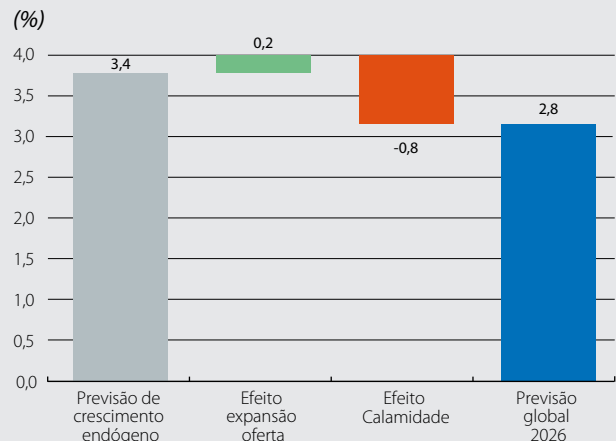
Visto que já temos dados para o PIB, VAB e exportações do Turismo para todo o ano 2025 e projeções do Turismo e PIB para 2026, recorrendo a modelos econométricos tentámos fazer uma aproximação à evolução do VAB do Turismo e peso do turismo no PIB. Assim, perspetivamos que o turismo em 2025 tenha voltado a aumentar o seu peso no PIB (de 16,6% para 17%) e que continue a fazê-lo em 2026 (para 17,5%), atingindo nesse ano um VAB de 23,1 mil milhões de euros.

Tiago Belejo Correia

4. Aqui as *assumptions* são uma quebra de 100% de hóspedes em fevereiro nos concelhos em calamidade da região de Leiria e de 70% nos três meses seguintes, e, quebra de 80% dos hóspedes em fevereiro nos restantes concelhos em calamidade excluindo os da região de Leiria.

5. No caso do AL, as séries só contemplam estabelecimentos com pelo menos 10 camas (limiar estatístico previsto no Reg. UE 692/2011).

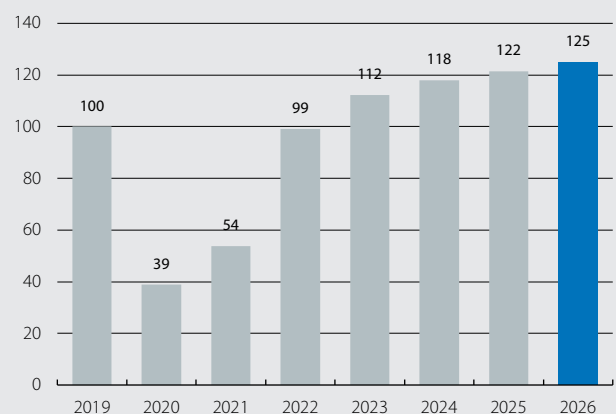
Previsão para o crescimento de hóspedes em 2026



Fonte: Previsões do BPI Research.

Número de hóspedes

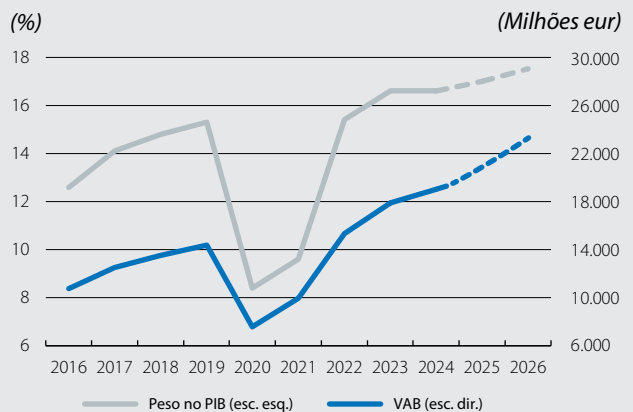
(2019 = Nível 100)



Nota: Dados de 2026 referem-se a previsões do BPI Research.

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

Portugal: VAB do Turismo e Peso do Turismo no PIB



Nota: Os dados de 2025 e 2026 referem-se a previsões do BPI Research.

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

O desempenho da indústria portuguesa: dinâmicas setoriais, competitividade e reindustrialização

À semelhança da maioria das economias europeias, Portugal passou por um processo natural de desindustrialização no final do século passado, com o aumento da importância do setor terciário na atividade e no emprego. Em 2024, e segundo as séries longas do INE, as indústrias¹ produziram um valor acrescentado bruto (VAB) que representava apenas 13,3% do PIB nominal, um peso consideravelmente abaixo do verificado até ao início dos anos 90 (mais de 20% de forma consistente). Este processo significou a transição para uma economia considerada desenvolvida, dado o reforço do setor terciário, sendo uma das consequências a perda de quota de mercado externo em indústrias estratégicas (por exemplo, os têxteis) para outros países onde as condições empresariais ou os custos de produção eram mais competitivos (nomeadamente asiáticos, como a China),² tal como verificado na generalidade da Europa.

Esta situação reflete-se nos limites à competitividade que a estrutura empresarial³ enfrenta, pelo que a revitalização da indústria portuguesa, a par com o aumento do investimento em inovação, torna-se crucial para se criarem fundamentos sólidos sobre os quais a economia possa crescer de forma sustentada a médio-longo prazo e mitigar a sua exposição à volatilidade dos mercados internacionais. Isto revela-se particularmente relevante na conjuntura atual de elevada incerteza geopolítica, reforçada pela escalada de tensões no Médio Oriente e a paralisação do comércio de energia pelo Estreito de Ormuz, que acentuou os riscos ascendentes sobre a inflação e os riscos descendentes sobre a atividade e a procura externa.

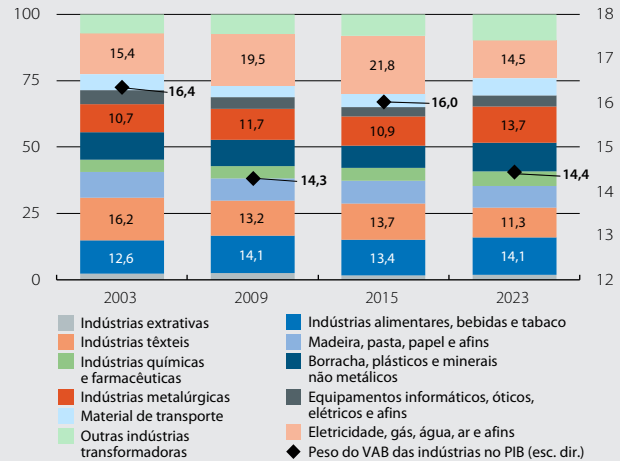
Neste artigo analisamos a evolução do valor criado pelas principais indústrias, as dinâmicas no comércio externo e se tem havido uma reorientação estratégica para segmentos de maior potencial produtivo e inovador.

O valor criado pelas indústrias

Entre 2003 e 2023, o VAB gerado pelas indústrias aumentou 63,4% para cerca de 39 mil milhões de euros. O ramo que mais contribuiu para o aumento em termos absolutos foram as indústrias metalúrgicas (+2.792,8 milhões de euros; +108,8%), tornando-se a terceira maior indústria com uma representação de 13,7% (+3,0 p. p.) do VAB total

1. Incluindo indústrias extrativas, transformadoras e a eletricidade, gás, água, ar e afins, aqui designadas por utilidades públicas.
 2. Ver artigo do Boletim Económico do BCE: «Past and future challenges for the external competitiveness of the euro area» (https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/articles/2024/html/ecb.ebart202406_01~3639959dc2.en.html).
 3. Ver Focus no IM09/2025: «Os limites à produtividade e competitividade das empresas portuguesas» e no IM10/2025: «A competitividade das empresas portuguesas – uma perspetiva setorial».

Composição do VAB gerado pelas indústrias (% do total das indústrias) (% do PIB)



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

do setor, por via de um grande aumento da formação bruta de capital fixo (FBCF). As utilidades públicas não sofreram grandes alterações (VAB aumentou 54% no mesmo horizonte de 20 anos), continuando a ser o maior ramo embora com uma relevância decrescente (14,5%; -0,9 p. p.). As indústrias alimentares destacaram-se pela positiva (+82,9%), tornando-se no segundo principal ramo (14,1%; +1,5 p. p.), também importante visto que o país apresenta alguma dependência externa neste tipo de bens. Já as indústrias têxteis, cuja posição foi impactada pelo aumento da concorrência de produtos importados e ultrapassada pelas indústrias alimentares, encontram-se em declínio, com o VAB a crescer apenas 14,5% e o respetivo peso a cair 4,8 p. p. para 11,3%.

Além da metalurgia, os principais destaques incidem sobre os farmacêuticos (cujo VAB aumentou 171,9% desde 2003 e o respetivo peso +1,0 p. p. para 2,5%) e o material de transporte (+74,4%; +0,4 p. p. para 6,3%), indústrias de alta e média-alta intensidade tecnológica que contribuem para a especialização estratégica em áreas mais competitivas internacionalmente.

Dinâmicas na procura externa

As exportações de bens industriais aumentaram nas últimas duas décadas (+151,7% entre 2005 e 2025), mas recentemente sofreram uma estagnação, devido ao menor contributo de ramos como os têxteis; madeira, cortiça, papel e afins; coque e produtos petrolíferos refinados. As indústrias alimentares forneceram o maior contributo para a variação acumulada (+22,0 p. p. e um peso de 11,2% em 2025), associadas à dinamização da agricultura. O material de transporte também deu um contributo relevante (20,7 p. p.) e possui o maior peso no total exportado (13,7%) apesar de

este ter diminuído, associando-se à dinamização da indústria automóvel embora esta careça de maior investimento em inovação e eficiência. O principal destaque recente vai para o aumento do peso das indústrias farmacêuticas e dos produtos informáticos, óticos e afins, devido ao impulso dado pelos fundos europeus para dinamizar a competitividade do setor secundário, reorientando-o para segmentos mais intensivos em tecnologia, conhecimento e de maior valor acrescentado.

Apesar do dinamismo na procura externa, nomeadamente em ramos relevantes à autonomia estratégica do país ou de maior intensidade tecnológica, permanecem alguns entraves estruturais. O saldo comercial dos bens das indústrias agravou-se nos últimos anos para -26.698,9 milhões de euros (o que equivale a -8,7% do PIB),⁴ refletindo uma dependência externa persistente e exposição relevante a choques da oferta.

Estratégias para a competitividade e reindustrialização

Em retrospectiva, houve uma evolução positiva na criação de valor por parte do setor secundário e um aumento da relevância de indústrias de maior tecnologia e conhecimento, como a farmacêutica, a tecnológica e a automóvel. Porém, vemos espaço para novos desenvolvimentos, visto que a economia ainda se encontra concentrada no turismo e a estrutura produtiva continua a assentar significativamente em segmentos de baixo valor acrescentado.

Assim, é consensual que a reindustrialização, tendo em conta tanto a transição energética como a transição digital, assume um papel crucial na busca pela autonomia estratégica e um crescimento sustentado. Para estes fins, Portugal reúne múltiplas condições favoráveis, nomeadamente uma melhoria significativa na proporção de mão-de-obra qualificada,⁵ uma localização geográfica privilegiada (e uma Zona Económica Exclusiva vasta por explorar), hegemonia na produção de energias renováveis⁶ e uma base consolidada de apoio financeiro público.

O PRR tem financiado a competitividade da indústria através das Agendas Mobilizadoras, reforçando a capacidade de modernização e internacionalização das empresas, o que poderá ser maximizado este ano pela entrada na fase final da sua execução. No pilar da resiliência, tem acelera-

Exportações de bens das indústrias: contributos para a variação acumulada e peso

| | Contributo para a variação das exportações das indústrias (p. p.) | | | | Peso no total exportado (%) | | |
|--|---|-----------|-----------|-----------|-----------------------------|------|------|
| | 2005-2019 | 2019-2025 | 2024-2025 | 2005-2025 | 2005 | 2015 | 2025 |
| Total das indústrias | 91,5 | 31,4 | 0,2 | 151,7 | 97,4 | 97,1 | 96,2 |
| Indústrias extrativas | 1,2 | 0,8 | -0,1 | 2,7 | 1 | 1,1 | 1,4 |
| Indústrias alimentares, bebidas e tabaco | 11,2 | 5,6 | -0,2 | 22 | 7,2 | 10 | 11,2 |
| Indústrias têxteis | 6,3 | 0,7 | 0 | 7,7 | 17,1 | 13,7 | 9,6 |
| Madeira, cortiça, papel, cartão e afins | 5,4 | 1,3 | -0,3 | 7,9 | 8,2 | 7,7 | 6,2 |
| Coque e produtos petrolíferos refinados | 7,4 | 0,3 | -1,6 | 7,9 | 3,5 | 7,2 | 4,4 |
| Indústrias químicas | 5,1 | 0,3 | -0,3 | 5,6 | 6 | 5,7 | 4,5 |
| Indústrias farmacêuticas | 3 | 6,5 | 1,9 | 15,4 | 1,1 | 1,9 | 6,3 |
| Borracha e outros minerais não metálicos | 8,9 | 2,7 | -0,1 | 14,1 | 7,9 | 9,5 | 8,5 |
| Indústrias metalúrgicas (exceto máquinas e equipamentos) | 8,2 | 2,9 | -0,2 | 13,8 | 8,2 | 9 | 8,5 |
| Máquinas e equipamentos | 4,4 | 0,7 | 0,4 | 8,9 | 4,4 | 4,6 | 5,1 |
| Equipamentos informáticos, óticos e afins | 2,9 | 3 | -0,3 | 8,6 | 9 | 3,8 | 6,8 |
| Equipamento elétrico | 3,7 | 1,8 | 0,6 | 7,2 | 4,6 | 5,5 | 4,5 |
| Material de transporte | 18,1 | 1,3 | 0,4 | 20,7 | 14,7 | 12 | 13,7 |
| Outras indústrias transformadoras | 4,6 | 1,1 | 0 | 6,7 | 3,4 | 4,1 | 3,9 |
| Eletricidade, gás, água, ar e afins | 1,2 | 0,8 | 0 | 2,6 | 1,1 | 1,1 | 1,4 |

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

do a qualificação da mão-de-obra e a automação dos processos.⁷ O pilar da transição digital reduz assimetrias tecnológicas, sobretudo entre PMEs, com a componente «Empresas 4.0». Paralelamente, incentiva a descarbonização e eficiência energética por via do pilar da transição climática. O Programa COMPETE 2030 complementa o PRR no âmbito da investigação e desenvolvimento, novos produtos, transferência de conhecimento e no reforço da política industrial sobre ativos intangíveis. É de notar ainda que o conflito recente entre os EUA, Israel e Irão e o consequente aumento dos preços do petróleo e do gás natural poderá refletir-se negativamente no desempenho de algumas indústrias mais expostas ao consumo de energia, nomeadamente a química; a de borracha, plástico e minerais não metálicos e a de madeira, cortiça, papel e afins.

Tiago Miguel Pereira

4. -8.069,4 milhões (equivalente a -4,5% do PIB) em 2015.

5. Por exemplo, segundo o Eurostat, o *gap* da proporção de mão-de-obra com no máximo o ensino básico no emprego total da indústria transformadora entre Portugal e a UE diminuiu de 52 p. p. de diferença para 28 p. p. entre 2011 e 2024. O mesmo se verifica nas indústrias extrativas (62 p. p. para 39 p. p.).

6. Ver Focus no IM02/2026: «O mercado da energia em Portugal encontra-se numa trajetória sólida e adaptativa, mas a pobreza energética persiste».

7. Acresce a nova linha «Reindustrializar», com uma dotação inicial de 150 milhões de euros e gerida pelo Banco de Fomento.

Indicadores de atividade e emprego

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

| | 2024 | 2025 | 2T 2025 | 3T 2025 | 4T 2025 | 1T 2026 | 01/26 | 02/26 | 03/26 |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|---------|-------|-------|-------|
| Índice coincidente para a atividade | 2,0 | 2,0 | 1,8 | 2,0 | 2,2 | ... | 2,1 | 2,1 | ... |
| Indústria | | | | | | | | | |
| Índice de produção industrial | 0,8 | 0,5 | 1,2 | 2,8 | 0,3 | ... | 0,4 | -4,4 | ... |
| Indicador de confiança na indústria (valor) | -6,2 | -4,0 | -4,8 | -3,4 | -2,8 | -2,0 | -1,4 | -2,1 | -2,4 |
| Construção | | | | | | | | | |
| Licenças de construção - habitação nova (número fogos) | 6,5 | 20,6 | 20,1 | 8,9 | 16,0 | ... | -16,9 | ... | ... |
| Compra e venda de habitações | 14,5 | 15,5 | 15,5 | 3,8 | -4,7 | ... | - | - | - |
| Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária) | 8,5 | 17,4 | 17,4 | 18,2 | 18,4 | ... | 18,7 | 17,2 | ... |
| Serviços | | | | | | | | | |
| Turistas estrangeiros (acum. 12 meses) | 6,3 | 1,9 | 4,1 | 2,6 | 1,9 | ... | 1,6 | 1,7 | ... |
| Indicador de confiança nos serviços (valor) | 5,6 | 10,1 | 6,6 | 12,9 | 8,4 | 4,9 | 4,7 | 5,0 | 5,0 |
| Consumo | | | | | | | | | |
| Vendas no comércio a retalho | 3,3 | 4,8 | 4,8 | 5,4 | 4,4 | ... | 4,4 | 4,9 | ... |
| Indicador coincidente do consumo privado | 2,8 | 3,4 | 3,5 | 3,1 | 3,1 | ... | 3,2 | 3,1 | ... |
| Indicador de confiança dos consumidores (valor) | -18,0 | -16,2 | -17,9 | -16,2 | -15,2 | -16,2 | -14,7 | -15,3 | -18,7 |
| Mercado de trabalho | | | | | | | | | |
| População empregada | 1,2 | 3,2 | 2,9 | 3,7 | 3,7 | ... | 2,6 | 2,0 | ... |
| Taxa de desemprego (% da pop. ativa) | 6,4 | 6,0 | 5,9 | 5,8 | 5,8 | ... | 5,6 | 5,8 | ... |
| PIB | 2,2 | 1,9 | 1,7 | 2,2 | 1,9 | ... | - | - | - |

Preços

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

| | 2024 | 2025 | 2T 2025 | 3T 2025 | 4T 2025 | 1T 2026 | 01/26 | 02/26 | 03/26 |
|---------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Inflação global | 2,4 | 2,3 | 2,2 | 2,6 | 2,2 | 2,2 | 1,9 | 2,1 | 2,7 |
| Inflação subjacente | 2,5 | 2,2 | 2,3 | 2,3 | 2,1 | 1,9 | 1,8 | 1,9 | 2,0 |

Setor externo

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

| | 2024 | 2025 | 2T 2025 | 3T 2025 | 4T 2025 | 1T 2026 | 01/26 | 02/26 | 03/26 |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|---------|------------|-------|-------|
| Comércio de bens | | | | | | | | | |
| Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses) | 2,0 | 0,6 | 4,2 | 2,0 | 0,6 | ... | -1,6 | ... | ... |
| Importações (variação homóloga, acum. 12 meses) | 2,0 | 4,0 | 7,0 | 6,7 | 4,0 | ... | 3,1 | ... | ... |
| Saldo corrente | 6,5 | 3,8 | 3,5 | 3,0 | 3,8 | ... | 3,4 | ... | ... |
| Bens e serviços | 6,4 | 3,7 | 4,0 | 3,5 | 3,7 | ... | 3,3 | ... | ... |
| Rendimentos primários e secundários | 0,1 | 0,1 | -0,5 | -0,5 | 0,1 | ... | 0,0 | ... | ... |
| Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento | 9,6 | 8,3 | 6,9 | 7,0 | 8,3 | ... | 7,8 | ... | ... |

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 | 2T 2025 | 3T 2025 | 4T 2025 | 1T 2026 | 01/26 | 02/26 | 03/26 |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|---------|------------|------------|-------|
| Depósitos¹ | | | | | | | | | |
| Depósitos das famílias e empresas | 7,5 | 5,4 | 5,4 | 6,3 | 5,4 | ... | 5,0 | 5,1 | ... |
| À ordem | -0,3 | 8,1 | 5,1 | 8,6 | 8,1 | ... | 7,5 | 8,0 | ... |
| A prazo e com pré-aviso | 15,3 | 3,1 | 5,8 | 4,3 | 3,1 | ... | 2,8 | 2,6 | ... |
| Depósitos das Adm. Públicas | 26,7 | 28,7 | 39,6 | -0,5 | 28,7 | ... | 25,3 | 29,2 | ... |
| TOTAL | 7,9 | 6,0 | 6,4 | 6,1 | 6,0 | ... | 5,6 | 5,9 | ... |
| Saldo vivo de crédito¹ | | | | | | | | | |
| Setor privado | 1,9 | 6,6 | 4,9 | 5,8 | 6,6 | ... | 6,7 | 6,8 | ... |
| Empresas não financeiras | -1,0 | 2,6 | 2,0 | 2,2 | 2,6 | ... | 2,3 | 2,7 | ... |
| Famílias - habitação | 3,0 | 9,3 | 6,4 | 8,0 | 9,3 | ... | 9,6 | 9,6 | ... |
| Famílias - outros fins | 5,4 | 7,0 | 6,6 | 6,9 | 7,0 | ... | 7,1 | 7,2 | ... |
| Administrações Públicas | 0,6 | 6,4 | 3,8 | 4,8 | 6,4 | ... | 5,2 | 4,9 | ... |
| TOTAL | 1,9 | 6,6 | 4,8 | 5,7 | 6,6 | ... | 6,6 | 6,7 | ... |
| Taxa de incumprimento (%)² | 2,4 | 2,1 | 2,3 | 2,3 | 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.