

Atividade: desaceleração saudável

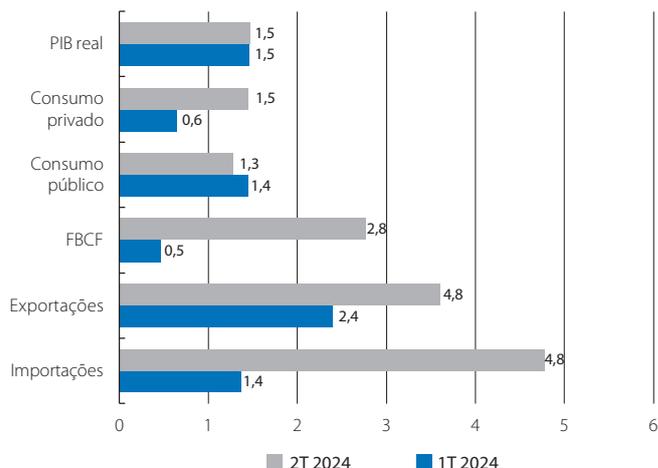
PIB no 2T quase estagna, escondendo aspetos positivos. No 2T, o PIB real apenas cresceu 0,1% em cadeia, uma significativa desaceleração face aos 0,8% registados no 1T. Esta desaceleração foi motivada pelo abrandamento das exportações e pela aceleração das importações, que se refletiu num contributo negativo da procura externa de -0,4 p.p. no crescimento trimestral, quase anulando o contributo positivo da procura interna de +0,5 p.p., suportado pela aceleração da FBCF, com destaque para o investimento em maquinaria e material de transportes. Por sua vez, o consumo privado desacelerou refletindo a contração do consumo de serviços e bens não alimentares não duradouros, cujo pico foi observado no 1T e que no final do 2T se situava 3,6% acima do nível pré pandemia. Em termos homólogos, o ritmo de crescimento manteve-se idêntico ao do 1T (+1,5%). Embora o dado tenha ficado abaixo daquilo que o BPI Research estimava, continuamos razoavelmente otimistas para o andamento da atividade, que na segunda metade do ano será suportada pelo turismo, pela desaceleração da inflação, descida dos custos de financiamento, bem como pelas alterações na política fiscal que se traduzirão num incremento do rendimento líquido de impostos, com impacto positivo no consumo. Também o aumento paulatino das verbas do PRR, cuja taxa de pagamento aos beneficiários finais está a aumentar, suportará a FBCF no 2S 2024. Neste sentido, continuamos a projetar que a economia cresça acima de 1,5% em 2024, sendo que os riscos nos parecem ligeiramente favoráveis, com possibilidade de que fatores internos se reflitam positivamente na atividade; os riscos negativos são sobretudo externos.

Entretanto, os indicadores de atividade relativos ao 3T registam comportamentos mistos. Se, por um lado, o indicador coincidente do Banco de Portugal desacelerou em julho, apontando para um crescimento homólogo de 1,2%, o mesmo indicador para o consumo privado voltou a acelerar também em julho, para 1,8% homólogo, e o indicador diário de atividade, também do Banco de Portugal, sugere aceleração da atividade em agosto. Por sua vez, os indicadores de sentimento relativos a agosto mostram os consumidores mais cautelosos, mas os setores da construção e indústria mais otimistas. Por fim, os dados relativos ao turismo continuam a evoluir favoravelmente, com o número de turistas e dormidas a aumentarem 6% e 5%, respetivamente, enquanto os voos diários cresceram 1,5% homólogo em julho e agosto.

Inflação desacelera para 1,9% em agosto. Menos 6 décimas do que em julho, resultado de uma queda de 1,4% dos preços dos produtos energéticos e de uma desaceleração para 0,8% (2,8% em julho) dos bens alimentares. Excluindo estas duas componentes, a taxa de inflação subjacente estabilizou em 2,4%, confirmando a lentidão do processo desinflationista. Nos próximos meses poder-se-ão observar comportamentos menos benignos, sobretudo na evolução dos preços dos bens energéticos, pois recentemente o Governo anunciou a retirada parcial dos apoios aos combustíveis (nomeadamente o descongelamento parcial da taxa de carbono), em linha com a recomendação da Comissão Europeia. De igual modo, a Galp anunciou que vai atualizar os preços da eletricidade e gás natural a partir de outubro, de 9% e

Portugal: componentes da procura

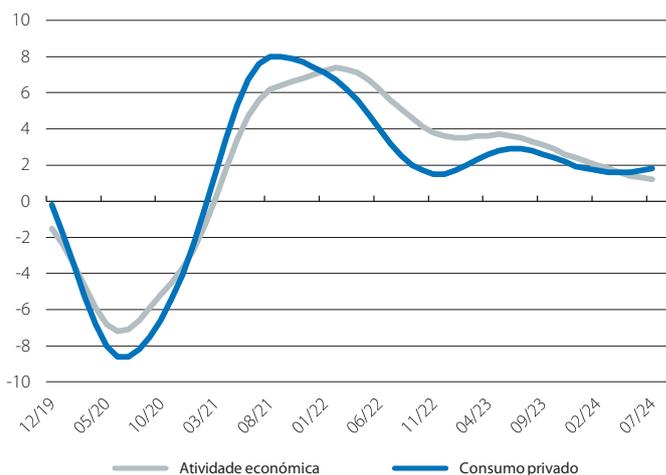
Varição homóloga (%)



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

Indicadores coincidentes

Varição homóloga (%)



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

Taxa de inflação em Portugal

Taxa de variação homóloga (%)



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

16%, respetivamente. Também a ERSE tinha anunciado aumentos de 6,9% nas tarifas e nos preços do gás natural a partir também do próximo mês de outubro no mercado regulado. Estes fatores suportam a nossa expectativa de crescimentos dos preços mais expressivos nos últimos meses do ano. Por outro lado, é de assinalar a resistência da componente subjacente, pondo em evidência a gradualidade do processo desinflationista: acreditamos que no que resta do ano o IPC subjacente vai continuar a flutuar em torno de 2,4%.

Os sinais reforçam a já esperada desaceleração do emprego.

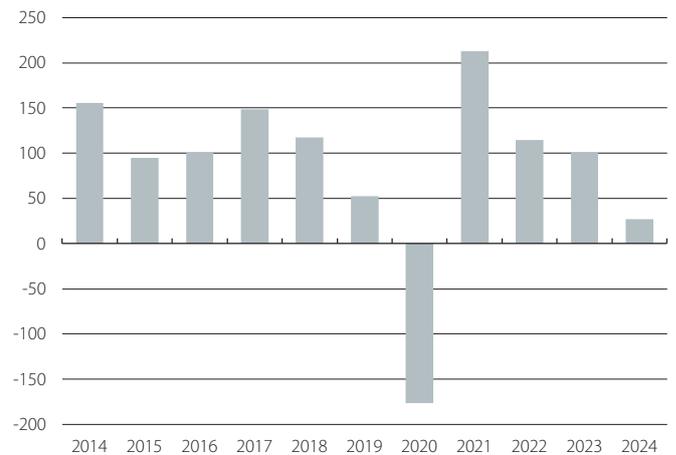
Os dados do 2T revelaram um crescimento homólogo de 1,0% da população empregada (48.500 indivíduos), para um máximo não visto desde o 3T 2008 (de 5.099.900 pessoas). Este comportamento é explicado pelos sectores do comércio & reparação de veículos automóveis e motociclos (44.700 pessoas) e da educação (38.100), contrariado pela queda no alojamento & restauração (-31.100). No entanto, apesar do sinal positivo, o emprego segue uma trajetória de desaceleração (no 1T, tinha aumentado 2.8% homólogo), corroborado pelos dados mensais: de facto, em julho, o emprego aumentou 0,5% homólogo, depois de crescimentos em torno de 2% no início do ano. Outro indicador positivo prende-se com a evolução dos salários: a remuneração bruta real mensal média por trabalhador aumentou 3,6% no 2T, para 1.337 euros, atingindo os 1.056 euros (+3,8%) no caso da componente regular. Estes resultados apontam para a recuperação do poder de compra da população empregada, depois da queda despoletada pelo recente ciclo inflacionista, e um sinal positivo para o dinamismo do consumo privado.

Excedente da balança corrente representa 2% do PIB. Até junho, o saldo da balança corrente atingiu os 2.768 milhões de euros, refletindo melhorias significativas no saldo da balança energética – associada à normalização dos preços da energia – e à melhoria do excedente turístico. Até ao final do ano antecipamos uma redução do excedente externo em percentagem do PIB, na medida em que o défice energético tenderá a estabilizar nos níveis atuais e porque é provável que um ambiente mais propício ao investimento favoreça o incremento das importações. Contudo, o saldo deverá manter-se em terreno positivo, garantindo a redução da dívida externa.

A carteira de crédito ao sector privado não financeiro voltou a terreno positivo. De facto, o stock aumentou 0,5% homólogo em julho, um comportamento suportado pela ligeira recuperação da carteira de crédito à habitação e sólida expansão do crédito ao consumo. Mais concretamente, o crédito à habitação aumentou ligeiramente pelo segundo mês consecutivo (0,4% homólogo), com a recuperação das novas operações de crédito, em torno dos 29% homólogo, a fomentar este desempenho. A redução das taxas de juro ajuda a explicar este comportamento: de facto, as taxas de juro implícitas nos contratos de crédito à habitação continuam a descer gradualmente e, em julho, caíram 0,03 p.p. para cerca de 4,49%. Por sua vez, o crédito ao consumo cresceu 4,5%, mantendo-se um dinamismo expressivo dos novos empréstimos (em quase 11%). Do lado das empresas não financeiras, a queda da carteira voltou a desacelerar (-0,6% homólogo, face a -1,4% no mês anterior), com os novos empréstimos a recuperar de forma expressiva (mais de 12% até julho).

População empregada

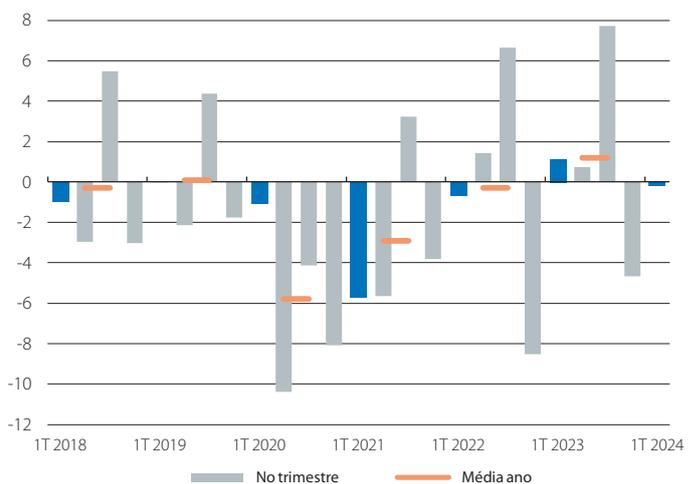
Variação homóloga nos meses de julho (Milhares)



Nota: Dados ajustados de sazonalidade.
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

Saldo orçamental (Contabilidade Nacional)

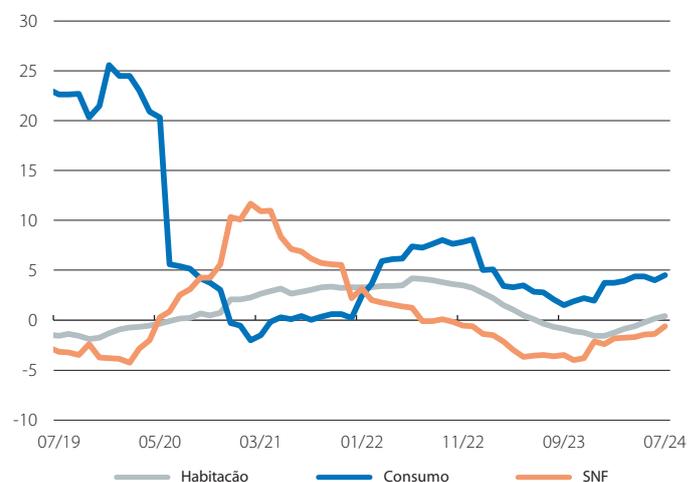
(% do PIB)



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

Carteira de crédito ao sector privado não financeiro

Taxa de variação homóloga (%)



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

A posição de Portugal no Índice de Desenvolvimento das Viagens & Turismo

De acordo com barómetro do Turismo da ONU,¹ apesar do crescimento significativo do setor nos últimos trimestres, o nível global do turismo (medido pelo número de hóspedes) permanece ainda -3% abaixo do pré-pandemia no 1T 2024. Não é o caso de Portugal, onde esse nível foi já superado largamente em 2023: numa primeira fase ainda em 2022 suportado pela recuperação do turismo de residentes; depois em 2023, com o *rebound* mais forte proporcionado pelos não residentes. Mas não só em métricas de quantidade deve ser avaliado o turismo. Para além dos números de hóspedes e dormidas é importante aferir se estão reunidas as condições para este «setor estrela» da economia nacional continuar a crescer de forma sustentada, equilibrada e duradoura. Assim, é preciso mudar o foco e olhar o setor através de uma lente panorâmica, capaz de visualizar os pontos fortes com o intuito de os reforçar e também ajudar no diagnóstico dos pontos fracos.

O Índice de Desenvolvimento de Viagens e Turismo (TTDI),² um índice de referência que mede o conjunto de fatores e políticas que permitem o desenvolvimento sustentável e resiliente do sector do turismo numa base comparativa entre 119 países, constitui um bom ponto de partida para esse diagnóstico. Ao permitir comparabilidade, o índice funciona como uma ferramenta de *benchmarking* para empresas, governos e instituições. O sector turístico português ocupa no TTDI 2024 uma posição confortável no *ranking* mundial, com o 12º lugar, logo atrás da Itália, Suíça e Canadá; mas à frente de outros países europeus como os Países Baixos, a Dinamarca, a Suécia e a Grécia, por exemplo. Face à edição de 2021 do TTDI houve inclusive uma melhoria, pois aí Portugal ocupava o 15º posto.

O TTDI está estruturado em cinco subíndices, que, por sua vez, abrangem diferentes pilares (17 no total). Portugal

destaca-se positivamente no subíndice do «Ambiente propício» onde é (junto com França) o país mais bem cotado da amostra que apresentamos no primeiro quadro (países próximos e também concorrentes – países da bacia mediterrânica); especialmente em matéria de segurança e proteção, saúde e higiene, e conectividade das TIC. Neste subíndice o país apresenta pontuação máxima em aspetos como o Índice de Terrorismo Global, número de médicos por 1.000 habitantes, percentagem da população coberta por rede móvel 3G e percentagem da população que usa pagamentos digitais.

Em contrapartida, no subíndice das «Condições favoráveis ao turismo e viagens» há claro espaço para melhoria no pilar da competitividade de preços (93º lugar): o país fica especialmente «mal na fotografia» nos itens do Índice de preços da Hotelaria (92º lugar) e no nível de preços dos combustíveis (100º). Espanha está também débil na classificação do pilar da competitividade de preços (94º lugar), pese embora a sua posição relativa no Índice de preços da Hotelaria seja mais favorável (75º). De facto, Portugal apenas supera ligeiramente Espanha neste pilar devido ao facto do preço das rendas/alugueres de curta duração ser ainda mais favorável em Portugal. Não esquecer que no índice TTDI como um todo Espanha ocupa o 2º lugar, apenas atrás dos EUA. Sendo o único país com fronteira terrestre com Portugal, Espanha é um concorrente turístico óbvio em alguns segmentos e regiões. A exposição do mercado português a uma concorrência tão forte (e com uma escala significativamente maior) é, se pensarmos numa lógica SWOT,³ uma ameaça. Mas também uma oportunidade pelas sinergias que podem ser geradas e pela exposição à própria concorrência, que traz associada o efeito virtuoso de impelir a equiparar e melhorar.

Índice de Desenvolvimento de Viagens e Turismo

Score (mín. 1 - máx. 7)

	Portugal	Espanha	França	Itália	Turquia	Grécia	Croácia	Tunísia	Marrocos
Travel & Tourism Development Index	4,8	5,2	5,1	4,9	4,4	4,5	4,1	3,6	3,6
Ambiente propício	5,7	5,6	5,7	5,4	4,4	5,3	5,3	4,1	4,2
Condições favoráveis às Viagens & Turismo	4,6	4,8	4,3	4,4	5,2	4,5	4,2	5,0	4,5
Infraestruturas	4,8	5,5	5,3	4,9	4,2	5,1	4,2	2,8	3,1
Recursos naturais, culturais e não recreativos	3,9	5,5	5,6	5,3	4,2	3,1	2,5	2,2	2,6
Sustentabilidade	4,4	4,3	4,1	4,1	3,9	4,2	3,8	3,6	3,4

Fonte: BPI Research, com base nos dados do Travel & Tourism Report 2024.

1. Ver UN Tourism World Tourism Barometer | Global Tourism Statistics (unwto.org).

2. O TTDI é um índice desenvolvido pelo Fórum Económico Mundial. A segunda edição deste índice, que é uma evolução do Índice de Competitividade das Viagens e do Turismo (TTCI), publicado desde 2007, foi lançada em 2024. Cada fator do índice e o *score* final do índice em si baseia-se numa escala normalizada entre 1 (pior) e 7 (melhor).

3. O acrónimo SWOT é uma sigla para Forças (Strengths), Fraquezas (Weaknesses), Oportunidades (Opportunities) e Ameaças (Threats).

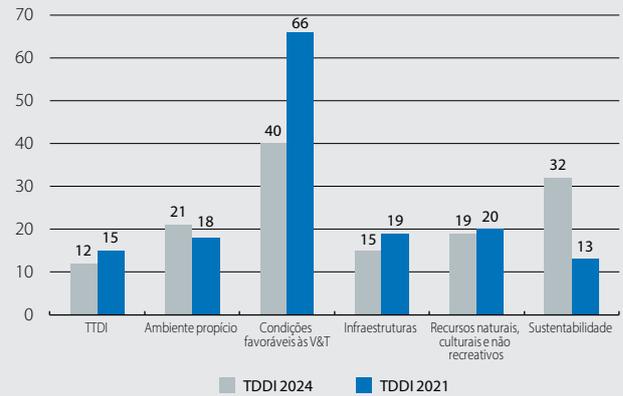
Apesar do subíndice dos «Recursos naturais, culturais e não recreativos» apresentar a nossa pontuação mais fraca (3,9),⁴ em termos relativos o país neste campo situa-se no 19º lugar, sendo o pilar dos recursos naturais o mais frágil (35ª posição). Por fim, falar do subíndice relativo à Sustentabilidade onde também há muito espaço para melhoria. Este aspeto é especialmente importante na medida em que entronca com uma tendência recente associada às próprias escolhas dos viajantes: 69% dos turistas procura ativamente opções de viagem sustentáveis.⁵ A pontuação do país, apesar de superior à dos seus concorrentes do quadro, é fraca. Portugal é apenas o 90º na sustentabilidade da procura, com uma posição preocupante no que toca à sazonalidade da procura e aos índices de concentração do interesse em determinadas atrações culturais e naturais. No recente pacote de medidas «Programa Acelerar a Economia», o governo elenca algumas em particular para adereçar estes problemas. Em específico, a «Estratégia Turismo 2035»⁶ concede mais importância ao tema da sustentabilidade e do seu impacto no Turismo. Também o lançamento do «Plano Turismo + Sustentável 2024/2030» visa reforçar a posição e competitividade de Portugal como destino turístico sustentável e seguro, com enfoque na economia circular e sustentabilidade ambiental.

«O princípio do turismo saudável é simples: é ver – e viver – como vivem as pessoas de um país.», escreveu recentemente Miguel Esteves Cardoso numa das suas crónicas diárias onde aludia a uma alegada falta de lisboetas em Lisboa. Se seguirmos com equilíbrio e genuinidade, não faltará quem nos queira «ver e viver».

Tiago Belejo Correia

Portugal nos 5 subíndices do TTDI

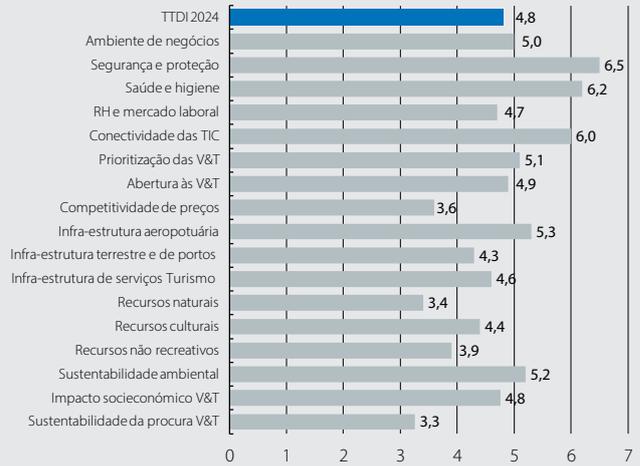
Posição dos países no estudo (melhor - 1 Pior - 119)



Nota: Na legenda do gráfico «V&T» refere-se a Viagens & Turismo.
 Fuente: BPI Research, com base nos dados do Travel & Tourism Report 2024 e 2021.

Portugal nos 17 pilares do TTDI 2024

Score (mín. 1 - máx. 7)



Nota: Na legenda do gráfico «V&T» refere-se a Viagens & Turismo.
 Fonte: BPI Research, com base nos dados do Travel & Tourism Report 2024.

4. Prejudicado pelo pilar dos Recursos Naturais, nomeadamente pelas posições relativas fracas dos itens «Número de eco-regiões terrestres e de água doce» (63º) e «Número de sítios naturais do Património Mundial» (53º).

5. Ver «A World in motion – shifting consumer trends in 2022 and beyond». (World Travel & Tourism Council).

6. Sucede à Estratégia Turismo 2027.

Contas públicas: o el dorado que importa manter

Que as contas públicas deixaram de ser um foco de preocupação em Portugal, parece já não existir dúvidas. O excedente orçamental de 1,2% do PIB em 2023 e a descida do rácio de dívida pública para níveis não vistos desde há 14 anos suportam essa ideia. A comparação com os restantes países da União Europeia reforça essa convicção.

Para além do que foi o passado recente, as expetativas para os próximos tempos continuam favoráveis: a Comissão Europeia, nas suas mais recentes previsões, aponta para ligeiros excedentes orçamentais em 2024 e 2025, e espera que o rácio de dívida pública continue a cair e se aproxime dos 90% do PIB em 2025.

No entanto, os anúncios recentes de novas medidas de política orçamental trouxeram de novo algumas bandeiras vermelhas. De facto, que impacto é que estas medidas podem ter nas contas públicas no futuro próximo e como é que isso se coaduna com as novas regras orçamentais europeias?

O que esperamos das contas públicas em 2024?

O dinamismo da atividade económica e a robustez do mercado de trabalho deverão continuar a suportar o crescimento da receita fiscal e contributiva em 2024, mas a um ritmo menor, perante a desaceleração da economia e da inflação, a par da implementação de medidas de desagravamento fiscal. Também os fundos provenientes da UE, nomeadamente os do PRR, deverão contribuir de forma positiva para o crescimento da receita total.¹

Por sua vez, a despesa deverá crescer a um ritmo superior ao da receita, justificado pelo comportamento das despesas com pessoal (com as atualizações salariais inscritas no OGE 2024 e outras medidas recentemente anunciadas), das prestações sociais (nomeadamente com as pensões), dos encargos com juros e do investimento público, principalmente financiado pelo PRR.

O que está a acontecer em 2024 nas duas óticas de análise?

A ótica oficial das contas públicas é a da contabilidade nacional, mas, neste caso, temos apenas dados para o 1T.²

Previsões para as contas públicas

(% PIB)

	Saldo orçamental					Dívida pública				
	2023	2024	2025	2026	2027	2023	2024	2025	2026	2027
BPI	1,2	0,3	0,4	0,3	0,3	99,1	94,7	90,7	87,2	83,6
Banco Portugal	–	1,0	0,8	0,6	–	–	92,5	87,2	82,7	–
Comissão Europeia	–	0,4	0,5	–	–	–	95,6	91,5	–	–
OCDE	–	0,3	0,3	–	–	–	95,7	92,5	–	–
FMI	–	0,2	0,2	0,2	0,2	–	94,7	90,8	87,0	83,5
Governo ¹	–	0,2	0,3	0,1	0,6	–	98,9	91,4	87,2	83,4

Nota: 1. As previsões do Governo são as constantes no OGE 2024 para o ano de 2024 e no PE 2024-2028 para o período 2025-2027.

Fonte: BPI Research, com base em publicações das várias instituições.

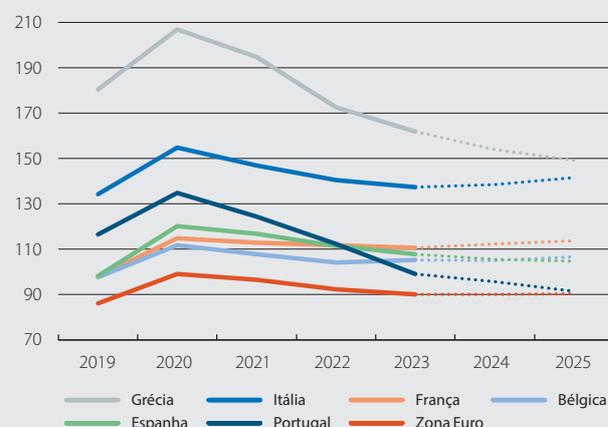
1. Para mais informações, ver o focus «Virámos a página do panorama orçamental... e agora?», no IM06/2024.

2. Os dados para o 2T serão divulgados a 23 de setembro.

3. O saldo orçamental do conjunto da UE foi de -3,0% do PIB no 1T 2024.

Evolução da dívida pública, por país

(% PIB)



Fonte: BPI Research, com base nas previsões da primavera da Comissão Europeia.

Assim, o saldo orçamental ficou em -0,2% do PIB no 1T, o que compara com o excedente de 1,1% no 1T 2023. No entanto, este défice não põe em causa, por si só, a expetativa de um ligeiro excedente para o conjunto de 2024, uma vez que é normal existir volatilidade ao longo do ano (quer ao nível da receita, quer ao nível da despesa). Efetivamente, corrigido de sazonalidade, o saldo orçamental manteve-se em terreno positivo (0,6% do PIB, face a 2,1% no trimestre homólogo), destacando-se como o 3º maior excedente orçamental entre os demais países da UE para os quais existe esta informação.³

Em causa para o défice no 1T esteve o aumento da despesa (11% homólogo) superior ao da receita (7,3%), perante o aumento das despesas com pessoal, prestações sociais e subsídios. Destaca-se, para cada uma destas rubricas, o impacto da atualização dos salários dos funcionários públicos, o aumento das pensões (entre 5% e 6%) e ainda a injeção de verbas no Sistema Elétrico Nacional (366 milhões de euros). Adicionalmente, importa ter presente outros efeitos que influenciaram negativamente a comparação homóloga

das despesas com pessoal e das prestações sociais, como a antecipação de metade da atualização das pensões de 2023 para 2022, e o aumento intercalar ocorrido em maio e julho de 2023, no caso dos salários dos funcionários públicos e das pensões, respetivamente. Neste contexto, o crescimento da despesa superou o crescimento estimado no OGE 2024 para o conjunto do ano (9%).

Do lado da receita, o crescimento homólogo é explicado, largamente, pela receita fiscal e contributiva, destacando-se também o aumento superior a 30% da receita de capital, por via dos fundos do PRR. O aumento da receita total ficou ligeiramente acima do que está previsto para o conjunto do ano (7,0%).

Os primeiros 7 meses do ano revelam um saldo positivo em contabilidade pública, com a despesa a crescer a um ritmo acima da receita (11,3% e 9,5% homólogo, respetivamente). No entanto, a comparabilidade com o período homólogo é afetada, tal como no caso da contabilidade nacional, por diversos fatores, que afetaram tanto a receita como a despesa (por exemplo, a prorrogação do prazo de pagamento do IRC afetou a receita fiscal até junho, recuperando posteriormente em julho).

Assim, no acumulado do ano até julho, o excedente foi de 0,7% do PIB, comparando com o excedente de cerca de 1,3% do PIB em igual período de 2023. Além disso, importa ter presente que o OGE 2024 prevê um défice em contabilidade pública (-0,5% do PIB).

Qual o impacto das novas medidas para as contas públicas e quais as implicações para as novas regras orçamentais europeias?

Têm sido avançadas várias medidas que terão impacto nas contas públicas no futuro. As mais expressivas em termos de custo incluem o IRS Jovem, a isenção do IMT, Imposto de Selo e emolumentos na compra da primeira habitação por parte dos jovens, a redução gradual do IRC, a redução geral do IRS até ao 6º escalão, a redução do IVA da eletricidade, eliminação de portagens nalgumas vias ex-SCUT e a revisão dos salários em várias classes profissionais na Administração Pública. Do levantamento feito, estimamos que o custo das novas medidas deverá ultrapassar os 2.300 milhões de euros em 2024 (0,9% do PIB) e superar os 2.600 milhões de euros em 2025 (0,9% do PIB). Isto implicaria, mantendo todos os outros pressupostos subjacentes às nossas atuais previsões, que o ligeiro excedente esperado para 2025 se traduziria num ligeiro défice, de 0,5% do PIB.

O que é que isto implicaria para Portugal, no contexto das novas regras fiscais europeias? Com a recente entrada em vigor, os Estados-Membros terão de entregar o quadro orçamental quadrienal em setembro, em linha com a trajetória para a despesa primária líquida⁴ indicada pela Comissão Europeia.

4. Este conceito inclui: despesa líquida de medidas de receita discricionária e excluindo gastos com juros, despesas com desemprego cíclico, despesas em programas da UE inteiramente financiadas com fundos europeus e despesas *one-off* e outras temporárias. Para mais informações sobre as novas regras europeias, ver o focus «Ano novo, novas regras orçamentais europeias: Portugal em foco», no IM 03/2024.

À data em que escrevemos este artigo, não há informação sobre os requisitos para a trajetória técnica enviados pela CE a Portugal, pelo que elaborámos um exercício de estimação assumindo que a CE exige que a despesa primária líquida não possa exceder o ritmo de crescimento previsto para o PIB potencial nominal. Neste contexto, concluímos que a margem orçamental (ou seja, quanto é que a despesa poderia aumentar sem colocar em causa esta regra) andaria em torno dos 5.400 milhões de euros. Analisando o impacto conhecido até ao momento das medidas de política fiscal e mantendo tudo o resto constante (ou seja, não assumindo novas medidas com impacto na despesa nem eventuais medidas que possam aumentar a receita), isto implica que a evolução esperada da despesa exceda em mais de 2.000 milhões de euros (0,7% do PIB) a margem orçamental projetada.⁵ Este montante reduz para cerca de 1.000 milhões de euros caso o Executivo decida retirar todas as medidas de apoio anteriormente implementadas para atenuar o aumento dos custos com a energia (que a CE estima que tenham um impacto de -0,5% do PIB em 2025 se se mantiverem como atualmente).

Considerações para 2025

Apesar de a posição de Portugal ser bastante mais vantajosa do que no passado ou mesmo em comparação com outros parceiros europeus, a estimativa a que chegamos no ponto anterior, ainda que limitada, não dá razões para respirar de alívio. De facto, se as medidas conhecidas até ao momento avançarem, e se a isso juntarmos a variação da despesa decorrente da normal dinâmica das respetivas rubricas,⁶ é provável que a CE tenha uma posição mais dura e obrigue a tomar medidas adicionais, de forma a que a trajetória técnica seja cumprida.

Ainda assim, num cenário em que todas estas medidas avançam, colocando o saldo orçamental num ligeiro défice, não estariam em causa as cláusulas de salvaguarda do défice e da dívida pública inscritas nas novas regras orçamentais europeias. Mas não deixa de ser relevante ter presente que os riscos continuam à espreita, incluindo os decorrentes da envolvente macroeconómica e financeira e da vertente orçamental. Neste contexto, a consolidação das contas públicas continua como um fator muito relevante na avaliação internacional de Portugal, quer por parte dos investidores, quer por parte das agências de *rating*. De facto, os recentes esforços de consolidação das contas públicas explicam parte do posicionamento de Portugal na categoria de investimento entre as principais agências de *rating*. Pôr em causa este *el dorado* é jogar com um cenário de desconfiança e potencial agravamento dos custos de financiamento para Estado, famílias e empresas.

Vânia Duarte

5. Semelhante à conclusão a que o Banco de Portugal chega no Boletim Económico - junho 2024.

6. O BdP estima que as despesas com pessoal e as pensões e outras prestações sociais em dinheiro, no conjunto, aumentem quase 3.000 milhões de euros em 2025.

Inflação em Portugal: uma abordagem regional

A inflação ocorre quando se verifica um aumento geral dos preços dos bens e serviços. Os economistas e as entidades oficiais convencionaram monitorar o fenómeno de aumento dos preços através de índices (da sua variação ao longo do tempo) que são baseados em cabazes de compras, com determinados pesos alocados às diferentes categorias de bens e serviços. Assim, apesar dos números que resultam da construção do índice serem dados objetivos, é bom de ver que o conceito de inflação é subjetivo. Por exemplo, já em artigos anteriores demonstrámos que os consumidores são atingidos de forma diferenciada pelo aumento dos preços em função do seu nível de rendimentos.¹

Mas não só entre consumidores de diferentes rendimentos num mesmo país existem diferenças na inflação sentida. Entre países estas diferenças também existem, mesmo com a mesma moeda, como é o caso dos países da zona euro no contexto do mais recente surto inflacionista. Vejamos: em outubro de 2022 a inflação no conjunto da zona euro superou os 10%, mas observaram-se grandes diferenciais entre países – «apenas» 7% em França e mais de 20% nos países bálticos. Há várias razões para isto acontecer (a posição no ciclo económico, o peso de determinadas atividades no tecido económico, a forma como os preços grossistas da energia são transferidos para o consumidor, existência de subsídios, política fiscal, efeitos de base, etc), mas o mais importante a reter é o tremendo desafio que isto constitui ao nível da política monetária e das ações dos governos nacionais.

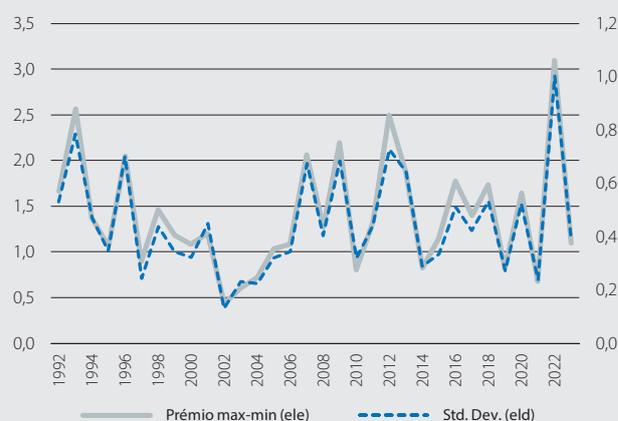
Neste artigo pretendemos dar uma perspetiva diferente levantando novas questões: Entre regiões de Portugal a inflação é uma realidade uniforme? Existem diferenciais ao longo do tempo? Como evoluem? Existem categorias de bens e serviços com maiores diferenciais de inflação? Como são esses diferenciais por categoria e por região do país?

Para abordar a primeira questão recolhemos a inflação média anual de Portugal e das regiões entre 1992 e 2023

realizando de seguida um *one sample t-test*. Este teste permite-nos inferir se a média da inflação em cada região neste período é igual a determinado valor específico, neste caso, a inflação média do período para o conjunto do País. A hipótese nula é que a diferença entre as duas médias é zero. Estatisticamente, como podemos verificar através dos resultados do primeiro quadro, não podemos rejeitar a hipótese nula e assim também não podemos afirmar que a inflação global de cada região durante estes 32 anos é diferente do valor registado para o IPC nacional como um todo.² No longo prazo não existem diferenças significativas entre a inflação de cada região e a inflação do país, mas entre regiões haverá? Uma medida simples para tentar responder a esta questão é calcular o *spread* em cada ano entre a inflação regional mais alta e a inflação regional mais baixa. Quando maior o diferencial (medido em pontos percentuais), maior a divergência de inflação regional verificada no ano. Também neste espírito, outra medida para avaliar a divergência da inflação regional é calcular o desvio padrão das taxas de inflação

Divergência da inflação regional

(Pontos percentuais)



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

One Sample t-test para o IPC Global

Região	Média (IPC 1992-2023)	Desvio padrão (IPC 1992-2023)	Média IPC Portugal (1992-2023)	t-statistic	Rejeita H0?
Norte	2,75	2,31	2,73	0,0514983	Não
Centro	2,63	2,23		-0,2613285	Não
AM Lisboa	2,75	2,42		0,0495713	Não
Alentejo	2,74	2,22		0,0293956	Não
Algarve	2,72	2,26		-0,0102409	Não
RA açores	2,86	2,17		0,3506750	Não
RA madeira	2,61	2,40		-0,2840939	Não

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

1. Ver artigo no IM06 de 2022 «Inflação alta: um fardo desigual?».
 2. Testámos níveis de significância de 5% e 10%.

regionais em cada ano. A representação gráfica destas duas medidas está na segunda imagem. Ambas as curvas andam a par e passo, mas neste horizonte temporal existiram três anos que se destacam pela maior divergência entre a região com inflação mais alta e a região com inflação mais baixa: 1992, 2012 e 2022. Em 2022 a divergência atingiu o seu ponto mais elevado, um diferencial de 3,1 p. p. entre o IPC da AM Lisboa (8,1%) e da RA Açores (5%).

E como se comportará a divergência de inflação entre regiões, mas por categorias de bens e serviços? Calculámos a mesma medida de divergência (prémio entre inflação máxima e mínima) e de seguida a média de longo prazo. O resultado está sintetizado na terceira imagem. As Comunicações são destacadamente a categoria com menor divergência regional em termos de inflação. Isto justificar-se-á pelo facto do mercado, especialmente nas telecomunicações, ser dominado por um número pequeno de grandes operadoras que têm pacotes de serviços estandardizados e cujo preço não discrimina localizações. Por sua vez, a Educação, o Vestuário & Calçado e as Bebidas alcoólicas & Tabaco são as categorias com maior divergência. Contudo salienta-se que a divergência enorme na categoria de Educação também está muito influenciada por valores outliers que se registaram na série.³

Por último tentámos perceber como é que se comporta a divergência da inflação em cada região face ao país, por categoria. Para isto calculámos a diferença entre o IPC de

Divergência da inflação regional por categoria
(Média 1992-2023, em pontos percentuais)



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

cada categoria na região e no país, efetuando de seguida a média para cada período considerado. Apresentamos os resultados no último quadro e destacamos algumas conclusões.

Em primeiro lugar, historicamente, a RAM foi a região em que a inflação cresceu menos comparativamente à inflação do país (7 em 12 categorias). Por oposição, a RAA foi a região onde a inflação cresceu mais (4 em 12 categorias). No último surto inflacionista aconteceu exatamente o oposto, com a RAM a ter aumento de preços superior ao

IPC por categoria: divergência regional face ao IPC do país

Categoria	Média histórica (1992-2023)							Ultimo surto inflacionista (2022-2023)						
	RAA	ALG	RAM	C	ALE	AML	N	N	C	RAM	AML	ALG	RAA	ALE
Produtos alimentares e bebidas não alcoólicas	RAA	ALG	RAM	C	ALE	AML	N	N	C	RAM	AML	ALG	RAA	ALE
Bebidas alcoólicas e tabaco	RAA	ALE	ALG	AML	RAA	C	N	C	N	AML	ALG	ALE	RAA	RAM
Vestuário e calçado	C	ALE	RAA	N	AML	ALG	RAM	RAM	C	ALG	N	AML	ALE	RAA
Habitação, água, eletricidade, gás e outros combustíveis	AML	C	N	ALG	ALE	RAA	RAM	AML	C	N	ALG	ALE	RAM	RAA
Acess. para o lar, equip. doméstico e manut. habitação	RAA	N	ALE	AML	RAM	C	ALG	N	AML	C	ALG	RAM	ALE	RAA
Saúde	ALG	AML	RAA	N	C	ALE	RAM	RAM	AML	ALG	RAA	C	ALE	N
Transportes	RAM	RAA	N	ALG	AML	ALE	C	ALG	RAA	N	AML	RAM	ALE	C
Comunicações	RAM	RAA	N	AML	C	ALE	ALG	RAA	AML	RAA	ALG	ALE	C	N
Lazer, recreação e cultura	ALE	ALG	N	C	AML	RAA	RAM	ALG	ALE	C	AML	N	RAM	RAA
Educação	RAA	ALE	N	AML	ALG	C	RAM	AML	N	ALE	ALG	C	RAM	RAA
Restaurantes e hotéis	ALE	ALG	AML	N	RAA	C	RAM	RAM	AML	RAA	N	ALG	C	ALE
Bens e serviços diversos	AML	N	ALG	ALE	C	RAA	RAM	N	ALG	RAM	C	AML	RAA	ALE

← Maior divergência

1 2 3 4 5 6 7

Menor divergência →

1 2 3 4 5 6 7

Nota: As siglas correspondem às regiões: N - Norte; C - Centro; AML - Área Metropolitana de Lisboa; ALE - Alentejo; ALG - Algarve; RAA - Região Autónoma dos Açores; RAM - Região Autónoma da Madeira. 2) A escala de 1 a 7 indica a região com maior divergência face ao IPC de Portugal (1) a região com menor divergência face ao IPC de Portugal (7) em cada categoria de bem ou serviço. Normalmente regiões com menor divergência significa que em média nos períodos indicados a inflação foi inferior ao IPC de Portugal e nas regiões com maior divergência a inflação foi superior ao IPC de Portugal.

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

3. Por exemplo, em 1992 a inflação da Educação na RA Açores foi de 325,6% e na RA Madeira de 51,8%. Posteriormente em 1996 foi de -81% na RA Açores e de -16% na RA Madeira. Se a divergência for calculada apenas entre 1997 e 2023 o valor médio passa para 4,8 p. p.

país em 3 das 12 categorias e a RAA a ter menor aumento de preços (em 5 das 12 categorias). Curioso também assinalar que em apenas uma categoria na mesma região o aumento de preços quer em termos históricos quer no último surto inflacionista foi superior à média do país: foi na «Habitação, água, eletricidade, gás e outros combustíveis» na Área Metropolitana de Lisboa. Em média, a inflação da «Habitação, água, eletricidade, gás e outros combustíveis» na Área Metropolitana de Lisboa foi superior em +0,11 p.p. (histórico) e +0,62 p.p. (último surto inflacionista). Esta categoria contém as rendas da habitação, podendo este resultado estar a traduzir a maior pressão no mercado da habitação/arrendamento do maior centro urbano do país, em particular nos últimos anos. Além disso, esta categoria também engloba custo com abastecimento de água, recolha de lixo e saneamento básico e pode também refletir as diferenças nestes aspetos entre diversos municípios. A categoria de «Transportes» na região Centro é também a única em que a divergência da inflação regional face à nacional foi menor quer em termos históricos quer no último surto inflacionista. Em média, a inflação dos «Transportes» na zona Centro foi inferior em -0,15 p.p. (histórico) e -0,14 p.p. (último surto inflacionista). Por fim, referir que a Área Metropolitana de Lisboa é também a única que nunca ocupa a sétima posição do quadro para uma categoria, nem em termos históricos nem em termos do último surto inflacionista, ou seja, nunca é a região em que o crescimento de preços é o menor face ao crescimento de preços do país. É possível que isto traduza uma pressão genérica da procura sobre os preços maior nesta região, resultado não só da maior densidade populacional, mas também de rendimentos das famílias mais elevados.

Como foi possível constatar, a realidade da inflação apresenta muitas matizes quer regionais quer numa análise mais fina, por categoria. É nossa expectativa que este artigo tenha constituído mais um contributo para compreensão do comportamento dos preços.

Tiago Belejo Correia

Como se caracteriza a riqueza das famílias portuguesas?

Em 2023, a riqueza líquida das famílias atingiu 855,2 mil milhões de euros, um acréscimo de 6% face a 2022 e cerca de 28% face a 2019. Movimento semelhante, mas menos pronunciado ocorreu na riqueza líquida real, que a preços de 2019, avançou 1,6% face a 2022 e 12% face a 2019. Por sua vez, o rendimento líquido real por família também evoluiu favoravelmente desde 2019, situando-se, no final de 2023, 9,6% acima do valor de 2019, regredindo face aos anos anteriores, que estão enviesados pelo impacto da pandemia.

A valorização do mercado imobiliário foi o principal responsável pelo incremento da riqueza nominal, já que, desde o final de 2019, os preços das casas registaram uma valorização de 45%. Contudo, também o aumento do património financeiro, via depósitos e mercado de capitais, favoreceu o crescimento da riqueza. Outro fator com impacto na riqueza líquida foi a queda do valor nominal dos passivos financeiros.

A habitação é a principal fonte de riqueza das famílias, representando 51% do património total, e viu o seu peso no património aumentar cerca de 3 pontos percentuais desde 2019. A riqueza financeira representa os restantes 49%, com os depósitos, a representarem 48% do património financeiro e 23% do património total.

No início de 2024, o BCE iniciou a divulgação de estatísticas relativas à riqueza das famílias¹ que permite uma análise mais fina dos dados do seu património, nomeadamente por posicionamento das famílias por percentil de riqueza e por situação da família no mercado laboral.

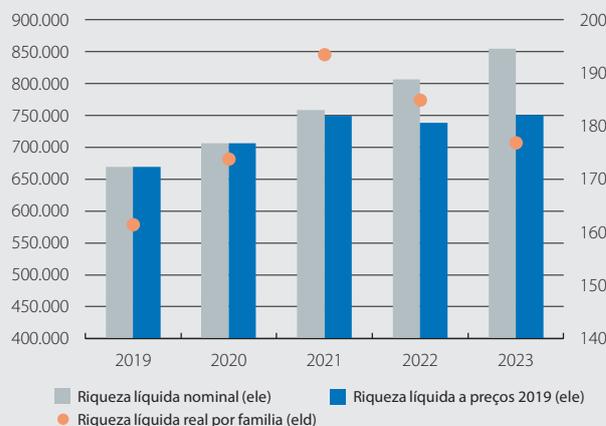
O património por nível de riqueza da família

Olhando para o ano 2023, observa-se que o nível de concentração da riqueza nos 10% da população com património mais elevado é semelhante em Portugal e na zona euro: mais de metade da riqueza concentra-se nestes 10% da população. Já entre a metade dos menos ricos (ou seja, os 50% da população com menor património), a percentagem de ativos detidos é superior em Portugal face à zona euro – não se tendo alterado significativamente desde 2019. Relativamente aos ativos totais da metade das famílias menos ricas é de referir, que em 2023 os ativos totais diminuíram 1,5% face a 2022, mas, ainda assim, situam-se 15,4% acima do nível de 2019: principalmente em resultado da valorização de quase 13% do respetivo património imobiliário.

Contudo, é também na metade menos rica da população portuguesa que se concentram os passivos – 40% dos empréstimos para compra de casa são responsabilidade desta faixa da população, que também concentra 42% de

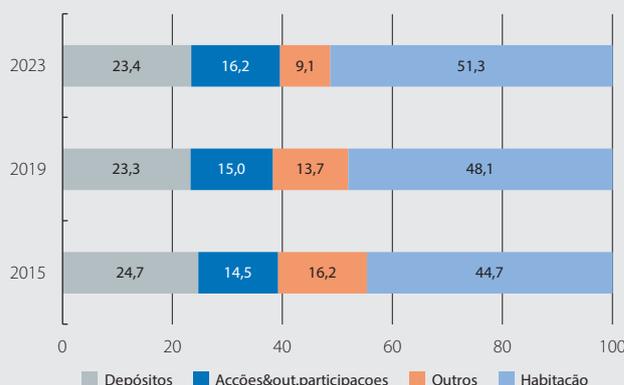
1. DWA (distribuição da riqueza das famílias), agrega informação recolhida através do Inquérito às famílias sobre consumo e situação financeira (Household Finance and Consumption Survey) e informação disponível nas Contas Setoriais Trimestrais.

Riqueza líquida das famílias portuguesas (Milhões de euros, mil euros)



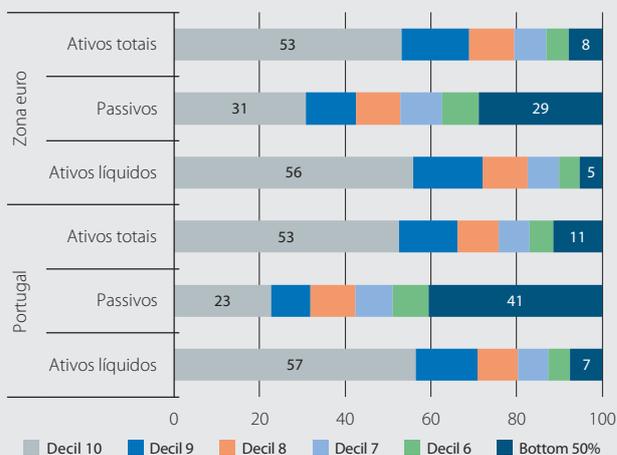
Fonte: BPI Research, com base em dados do Banco de Portugal e INE

Composição da riqueza das famílias portuguesas (% da riqueza total)



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

Distribuição da riqueza por decil de rendimento* (% do total)



Nota: * Decil baseado no conceito de riqueza líquida.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Banco Central Europeu.

outros tipos de crédito, possivelmente crédito ao consumo. Foi também nesta faixa de património mais reduzido que se verificou um aumento dos passivos face a 2023: mais 945 milhões de euros, dos quais mais 649 milhões para aquisição de casa, (com exceção dos 50% menos ricos, apenas as famílias no 8º decil registaram aumento dos passivos face a 2022: mais 72 milhões, mas reduziram o montante do crédito à habitação e aumentaram em 101 milhões o crédito ao consumo). Embora sendo normal que as famílias com menos património necessitem de maior recurso a crédito, é também nestas que se concentram os agregados com mais vulnerabilidades no cumprimento das obrigações assumidas com a contratação de crédito. Mas é importante lembrar que este movimento ocorreu num período em que as taxas de juro atingiram o seu pico, pelo que, muito provavelmente, o stress financeiro associado ter-se-á já começado a moderar.

Em Portugal, o peso da habitação no património das famílias menos ricas é substancialmente mais elevado do que no conjunto da zona euro: 75% vs 63%, respetivamente (o que explicará também a questão dos passivos serem mais elevados nesta faixa da população, refletindo também o não funcionamento do mercado de arrendamento). Por sua vez o património financeiro, com destaque para os depósitos, representa apenas 21% do património da metade menos rica das famílias portuguesas, o que contrasta com 33% na média da zona euro. O restante, semelhante em Portugal e na zona euro, diz respeito a património financeiro e não financeiro associados a atividades empresariais ou profissões liberais.

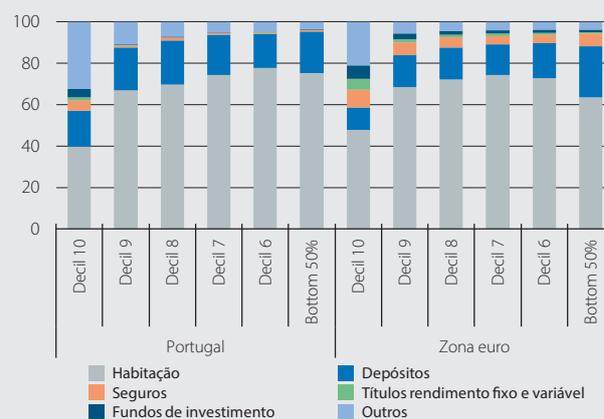
O património das famílias por situação no mercado de trabalho

Os dados do património familiar tendo em conta a situação perante o mercado de trabalho, permitem observar que a distribuição dos ativos e passivos é semelhante em Portugal e na zona euro, no caso dos indivíduos empregados, mas que o grau de riqueza da população reformada é mais confortável na zona euro do que em Portugal. Concretamente em Portugal, os ativos totais dos reformados representam 23% do património total das famílias, cerca de menos 6 pontos percentuais do que na zona euro; situação oposta observa-se nos trabalhadores por conta própria, que em Portugal detêm 12% do património das famílias, cerca de +2 pontos percentuais do que na zona euro.

No que respeita aos passivos, estes concentram-se maioritariamente nos indivíduos empregados, sendo que em Portugal cerca de 70% destes representam responsabilidades destes indivíduos, constituindo um fator de conforto quanto à capacidade de cumprimento das responsabilidades assumidas. Adicionalmente, observa-se que os passivos das pessoas em situação de desemprego são bastante reduzidos: apenas 2,8% dos passivos são responsabilidade de pessoas em que o risco de incumprimento das responsabilidades assumidas é superior.

Composição da riqueza das famílias

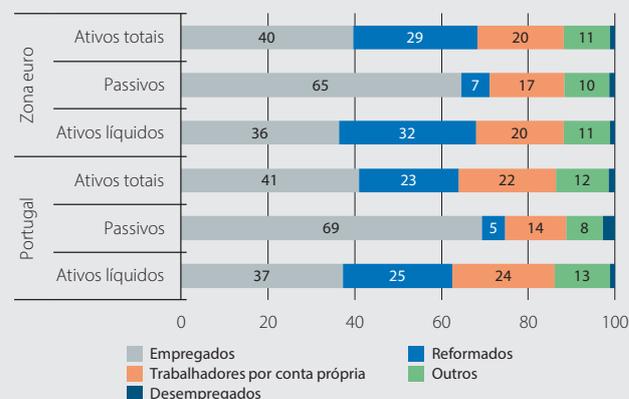
(% dos ativos)



Fonte: BPI Research, com base em dados do Banco Central Europeu.

Distribuição da riqueza por situação no trabalho

(% do total)



Fonte: BPI Research, com base em dados do Banco Central Europeu.

Conclusão: As famílias portuguesas têm aumentado o seu património nos últimos anos e não difere de forma significativa na sua distribuição por classes de riqueza ou perante a situação laboral face à zona euro, à exceção dos passivos assumidos pela metade da população com menos património. De facto, nesta parcela da população, o peso dos créditos contratados é muito superior em Portugal face ao conjunto da zona euro. Por si só, este poderia ser um aspeto preocupante no que concerne à capacidade de cumprimento das responsabilidades assumidas perante as instituições de crédito. No entanto, há vários fatores que dissipam estas preocupações: em primeiro lugar o facto de os dados disponíveis sugerirem que maioritariamente estas famílias se encontram numa situação regular perante o mercado de trabalho; em segundo lugar o facto de estarmos num período de redução gradual das taxas de juro e de gradual desinflação, contribuindo para o alívio dos custos de financiamento suportados por estas famílias. Adicionalmente, não é de desprezar o facto de a metade das famílias menos ricas terem visto também o seu património a valorizar desde 2019, constituindo também um fator de maior solidez perante compromissos assumidos.

Teresa Gil Pinheiro

Indicadores de atividade e emprego

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

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
Indicador coincidente para a atividade	5,7	3,3	3,3	2,6	2,0	1,4	1,3	1,2	...
Indústria									
Índice de produção industrial	0,8	-3,1	-4,5	-3,5	1,4	1,4	-2,7	-4,0	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-3,4	-7,4	-9,0	-9,3	-7,9	-6,7	-6,5	-6,7	-6,5
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	6,2	7,5	12,1	4,9	-19,9	3,6	-5,6	...	...
Compra e venda de habitações	1,3	-18,7	-18,9	-11,4	-4,1	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária)	13,8	9,1	8,1	6,4	5,5	6,8	6,6	7,4	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	158,9	19,1	24,9	19,1	13,1	9,5	9,5	9,3	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	15,2	7,6	5,8	1,7	6,3	4,3	1,4	-0,4	-1,6
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	5,5	1,1	0,6	0,6	1,8	2,2	3,2	2,1	...
Indicador coincidente do consumo privado	3,9	2,4	2,8	2,2	1,7	1,6	1,7	1,8	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-29,7	-28,6	-22,8	-27,2	-24,6	-18,7	-17,2	-15,4	-14,3
Mercado de trabalho									
População empregada	2,3	2,3	2,2	1,6	2,6	1,0	0,8	0,5	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,2	6,5	6,1	6,6	6,8	6,1	6,4	6,2	...
PIB	6,8	2,3	1,9	2,1	1,5	1,5	-	-	-

Preços

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

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
Inflação global	7,8	4,4	3,5	1,7	2,2	2,7	2,8	2,5	1,9
Inflação subjacente	5,6	5,1	4,4	3,0	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4

Setor externo

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

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	23,2	-1,4	2,9	-1,4	-5,5	-3,6	-3,6	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	31,7	-4,0	1,4	-4,0	-7,3	-5,7	-5,7	...	...
Saldo corrente	-2,8	3,6	4,1	3,6	5,1	5,8	5,8	...	...
Bens e serviços	-4,7	3,3	2,1	3,3	4,6	5,3	5,3	...	...
Rendimentos primários e secundários	1,9	0,4	2,0	0,4	0,5	0,6	0,6	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	-0,5	7,2	7,3	7,2	8,8	9,2	9,2	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	6,4	-2,3	-2,6	-2,3	2,7	5,6	5,6	5,1	...
À vista e poupança	7,3	-14,8	-9,4	-14,8	-11,2	-4,6	-4,6	-5,2	...
A prazo e com pré-aviso	5,2	14,8	6,9	14,8	20,2	17,7	17,7	17,3	...
Depósitos das Adm. Públicas	12,4	-12,4	5,5	-12,4	9,1	4,5	4,5	15,0	...
TOTAL	6,5	-2,6	-2,4	-2,6	2,9	5,6	5,6	5,4	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	1,7	-1,5	-1,8	-1,5	-0,8	0,0	0,0	0,5	...
Empresas não financeiras	-0,6	-2,1	-3,5	-2,1	-1,7	-1,4	-1,4	-0,6	...
Famílias - habitações	3,2	-1,5	-0,9	-1,5	-0,9	0,2	0,2	0,4	...
Famílias - outros fins	2,9	0,2	-0,8	0,2	2,0	2,7	2,7	3,3	...
Administrações Públicas	-2,7	-5,5	-1,4	-5,5	5,9	-5,8	-5,8	-2,3	...
TOTAL	1,6	-1,7	-1,8	-1,7	-0,5	-0,2	-0,2	0,4	...
Taxa de incumprimento (%)²	3,0	2,7	2,9	2,7	2,7	...	-	-	-

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.