

## Nova base das Contas Nacionais sugere economia mais robusta

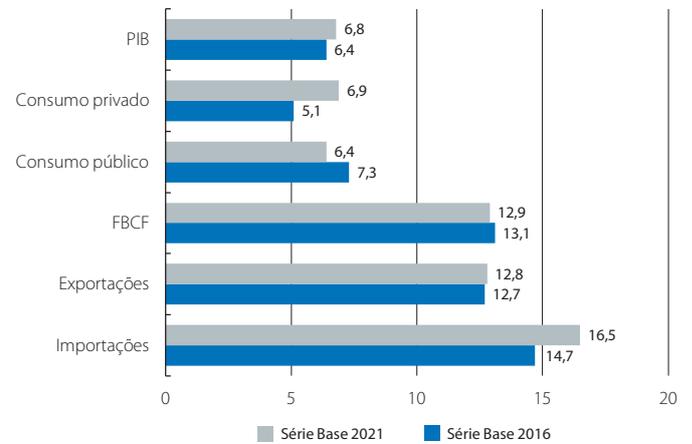
As novas séries das CN passam a ter como referência o ano 2021 e implicaram revisões no desempenho dos principais agregados macroeconómicos. Destacamos a revisão do crescimento real do PIB em 2023 de 2,3% para 2,5%. Isto, juntamente com as revisões ocorridas nos 1T e 2T de 2024, colocou o PIB real 6,8% acima do nível do 4T 2019, melhor do que os 6,4% indicados pela série anterior. Neste período, a incorporação de novos dados nas séries refletiu-se num contributo mais forte da procura interna, via consumo privado, e mais negativo da procura externa, por revisão do crescimento das importações de bens e serviços mais acentuada. Sem alterações significativas da antiga para a nova base, destaca-se o forte crescimento das exportações e da FBCF desde o 4T 2019. As novas séries mostram que as famílias pouparam mais do que o estimado antes. Em 2023, a poupança ascendeu a 14.346 milhões de euros, mais 2.635 milhões de euros do que estimado anteriormente; e o rendimento disponível das famílias foi revisto para 209.042 milhões, mais 2.917 milhões do que antes, colocando a taxa de poupança no final de 2023 em 8%, mais 1,4 p.p. do que na série base 2016, destacando-se o facto da tendência ter permanecido favorável no 1S 2024, com a taxa de poupança a aumentar para 9,8%, via aumento mais forte do rendimento disponível (+7,6% homólogo), do que do consumo privado (4,6%). Quanto ao andamento recente da economia, os indicadores relativos ao 3T dão sinais mistos, com os principais indicadores sintéticos a sugerirem aceleração da atividade em setembro. Destes salientamos a recuperação do indicador de sentimento económico da Comissão Europeia, que em setembro aumentou para 104 pontos, mais 2,9 pontos do que em agosto, e a melhoria do sentimento dos consumidores e dos restantes setores de atividade, com exceção da construção. Incorporando todos estes fatores, e apesar da aparente melhoria dos dados económicos no final do 2T, optámos por reduzir em uma décima a previsão de crescimento anual do PIB, para 1,7%, mantendo a expectativa de crescimento de 2,3% em 2025.

**Inflação em setembro novamente acima dos 2%.** O IPC Global cifrou-se em 2,1% (1,9% em agosto) e o Subjacente em 2,8% (2,4% em agosto). A dinâmica da componente Subjacente, tradicionalmente forte neste mês, superou as nossas previsões com um aumento mensal de 1,6% (prevíamos 1,2%). Por outro lado, o comportamento dos preços dos produtos alimentares não transformados e na energia foi mais benigno (inflação homóloga de 0,9% e -3,5%, respetivamente). São de esperar números de inflação acima de 2% no último trimestre, a concorrer para uma inflação média anual que estimamos em 2,4%.

**O emprego perde ímpeto gradualmente, mas continuará a suportar o crescimento da economia portuguesa.** De facto, o aumento mais lento do que o evidenciado no início do ano (0,9% homólogo em agosto) já era esperado, e aponta para que o emprego terá atingido um planalto. Por sua vez, a taxa de desemprego continua perto de mínimos e voltou a reduzir em agosto, para 6,4%. Neste contexto, revimos ligeiramente em baixa a nossa expectativa para a taxa de desemprego, esperando agora

### Portugal: PIB e componentes: crescimento 2T 2024 vs 4T 2019

Varição homóloga (%)



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

### Taxa de inflação em Portugal

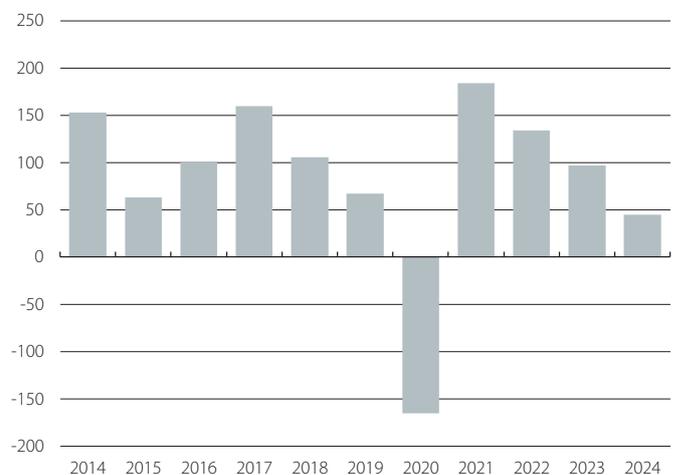
Taxa de variação homóloga (%)



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

### População empregada

Varição homóloga nos meses de agosto (milhares)



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

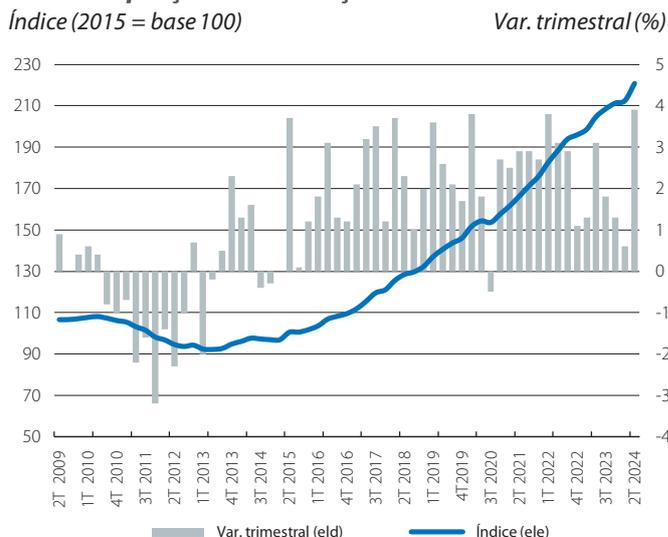
uma estabilização nos 6,5% em 2024 (face aos anteriores 6,6%), a par de uma redução para 6,4% no próximo ano.

**Preços das casas sobem como nunca.** Com efeito, no 2T 2024 os dados do Índice de Preços da Habitação (IPH) registaram a subida trimestral mais forte da série: 3,9%. Muito superior à dinâmica dos trimestres anteriores (+1,3% e +0,6% no 4T 2023 e 1T 2024, respetivamente). O número de transações também recuperou em termos homólogos 10,4%, quebrando um ciclo de sete trimestres em queda. A perspetiva de alívio das taxas de juro e o anúncio de medidas governamentais para o setor poderão ter tido um efeito de reposicionamento de alguns agentes do mercado, com reflexo no comportamento dos preços. Os dados posteriores a esta publicação, nomeadamente relativos à avaliação bancária no âmbito de processos de crédito à habitação, continuam a apontar para subida consistente no valor dos imóveis. Tudo pesado, efetuámos a revisão das nossas previsões, antecipando agora que os preços da habitação subam em média 6,8% em 2024.

**O saldo orçamental voltou a território positivo e a expectativa é que assim se mantenha no conjunto do ano.** De facto, fixou-se nos 2,5% do PIB no 2T (contabilidade nacional), uma melhoria face ao período homólogo (+1,0%) e que é explicada pelo crescimento expressivo da receita (11,4% homólogo), superior ao da despesa (7,5%). A receita fiscal justifica cerca de metade do aumento da receita, destacando-se a arrecadação de impostos sobre o rendimento e património e, particularmente, a receita de IRC. Por sua vez, o aumento da despesa é maioritariamente explicado pelo incremento das prestações sociais e das despesas com pessoal, com as duas rubricas a explicarem cerca de 77% do aumento da despesa pública no período. Neste contexto, o Governo estima um ligeiro excedente de 0,3% do PIB em 2024, ainda que o ritmo de execução do primeiro semestre, ajustado pelo impacto das novas medidas anunciadas, possa apontar para um excedente mais elevado, em torno de 0,6% do PIB. Por fim, o Governo aponta para uma redução do rácio de dívida pública de 97,9% do PIB em 2023 (revisto em baixa pelo INE face aos anteriores 99,1%) para 94,5% em 2024. Os dados da contabilidade pública até agosto reforçam esta ideia: o excedente de 0,3% engloba um crescimento da despesa superior ao da receita (10,9% e 7,5%, respetivamente).

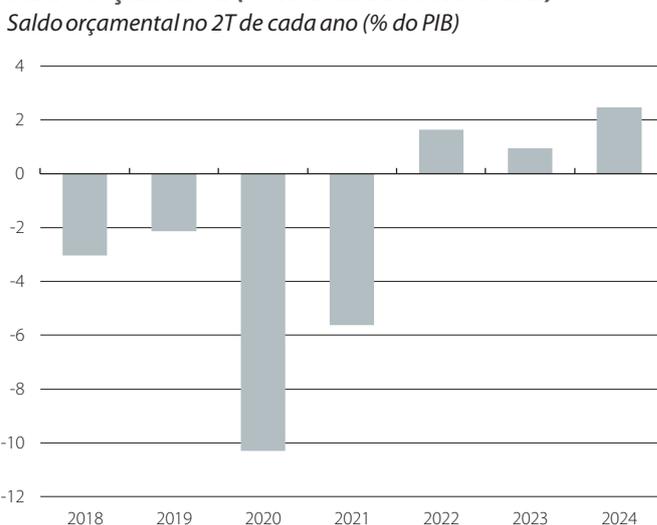
**O rácio de NPLs reduziu para um novo mínimo no 2T.** A redução de 0,1 p.p. face ao trimestre anterior colocou o rácio em 2,6%, com diminuições na mesma magnitude no caso do consumo & outros (para 6,2%) e das sociedades não financeiras (para 4,9%). Por sua vez, o rácio de NPLs do crédito à habitação manteve-se inalterado em 1,4%, contrariando a tendência de ligeira alta verificada nos dois trimestres anteriores. Ao mesmo tempo, a percentagem de empréstimo em stage 2 (ou seja, cujo risco aumentou significativamente, mas sem incumprimento) diminuiu 0,6 p.p., para 10%, um comportamento transversal aos vários segmentos de crédito. Entretanto, a carteira de crédito ao sector privado não financeiro aumentou 0,5% homólogo em agosto, perante o aumento de 0,9% da carteira de crédito à habitação e de 5,1% da carteira de crédito ao consumo. Relativamente ao crédito à habitação, o stock atingiu o montante mais elevado desde finais de 2022. Por sua vez, a carteira de crédito às SNF contraiu 1,2% homólogo.

### Índice de preços da habitação



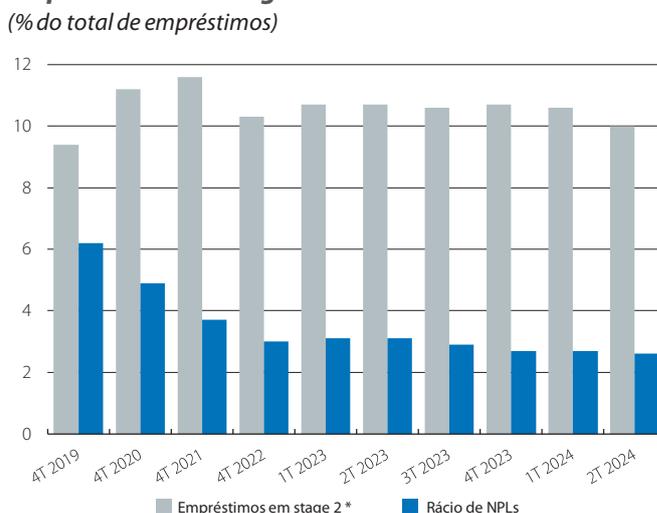
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

### Saldo orçamental (Contabilidade Nacional)



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

### Empréstimos em stage 2 e rácio de NPLs



Nota: \* Empréstimos cujo risco aumentou significativamente, mas sem incumprimento. Fonte: BPI Research, com base nos dados do BdP.

## A última década no mercado de crédito à habitação

O mercado de crédito à habitação passou por inúmeros desafios nos últimos anos: as alterações regulatórias (como a implementação de medidas macroprudenciais), a pandemia (pelo qual passou praticamente incólume) e a subida vertiginosa das taxas de juro (um contexto que se julgava esquecido). Este artigo será uma viagem ao passado, retornando ao pós-crise das dívidas soberanas. Será que alguma coisa mudou nestes 10 anos?

Os dados revelam que sim. De facto, se olharmos para um indicador como o rácio de transformação, neste caso relacionando o crédito à habitação com os depósitos das famílias, verificamos que nos últimos 10 anos houve uma redução, passando de 80% em 2014 para cerca de 56% em 2023. Ou seja, há 10 anos atrás, por cada 100 euros depositados pelas famílias, os bancos emprestavam 80 euros para financiar a compra de casa, reduzindo para pouco mais de 56 euros em 2023.

Adicionalmente, o número de contratos de crédito à habitação em carteira nos bancos tem seguido uma trajetória globalmente descendente nos últimos 10 anos: no final de 2023, havia mais de 1,35 milhões de contratos de crédito à habitação, um montante inferior aos cerca de 1,6 milhões de contratos existentes no final de 2014. Por outro lado, o número de novos contratos realizados em cada ano aumentou consideravelmente: em 2014, foram celebrados cerca de 28.500, o que compara com mais de 99.000 contratos realizados ao longo de 2023.<sup>1</sup> Ou seja, o número de novos contratos tem sido insuficiente para compensar o número de contratos que chega à maturidade e/ou os contratos que terminam antecipadamente.

Efetivamente, o número de reembolsos antecipados atingiu níveis expressivos: em 2023, realizaram-se mais de 247.600 reembolsos, mais 181.400<sup>2</sup> que o registado há 10 anos atrás. As famílias têm aproveitado a isenção temporária da comissão de amortização antecipada, as poupanças excedentárias constituídas durante a pandemia e a maior facilidade de utilização de poupanças alocadas em PPRs, para amortizar antecipadamente o crédito à habitação e reduzir o encargo mensal com a habitação num contexto de agravamento das taxas de juro. As famílias terão também aproveitado os anos de menores encargos com a prestação mensal da casa e num ambiente de crescimen-

1. Este número estará sobrestimado, uma vez que, em 2023, 27% das novas operações de crédito à habitação diziam respeito a transferências de créditos entre bancos. No último Relatório de Estabilidade Financeira (maio 2024), o Banco de Portugal explica que a isenção de comissão de reembolso antecipado e a atuação de intermediários de crédito explicam isto. Se corrigirmos o número de novos contratos em 2023 por esta percentagem daria um total de mais de 72.000 novos contratos.

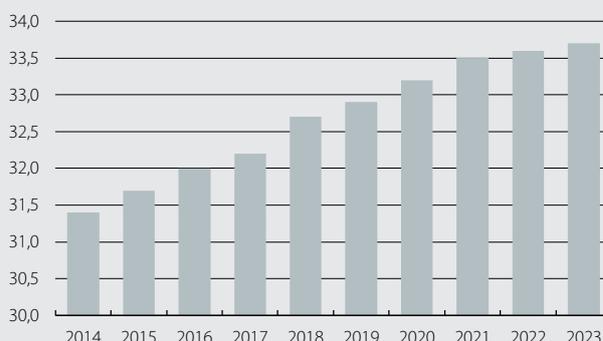
2. Este valor também estará sobrestimado. Estimamos que possa rondar os 145.000 se corrigirmos do efeito de transferências de crédito entre instituições e de renegociações.

to económico e robustez do mercado de trabalho para amortizar antecipadamente os seus créditos à habitação. Prova disso é a evolução do montante médio reembolsado em cada ano, que passa de cerca de 25.590 euros em 2014 para 46.600 euros em 2019. Já mais recentemente, com as poupanças excedentárias acumuladas durante a pandemia e em antecipação àquela que já era vista como provável subida das taxas de juro, o montante médio reembolsado antecipadamente chegou a superar os 48.000 euros em 2021 e 2022. Em 2023, apesar de ter reduzido para 45.340 euros,<sup>3</sup> ainda se destaca largamente do registado há 10 anos atrás.

Outra alteração importante prende-se com a maturidade média dos empréstimos: o aumento dos preços das casas, ainda que num contexto de baixas taxas de juro, levou a que as famílias optassem por prazos de pagamento mais prolongados para reduzir o encargo mensal. De facto, enquanto, em 2014, o prazo médio das novas contratações rondou os 30,8 anos, o valor disparou para 33,4 anos em 2018, levando o Banco de Portugal a implementar um conjunto de medidas macroprudenciais nesse ano. Posteriormente, perante a inércia da convergência da maturidade média para o objetivo dos 30 anos, o BdP ajustou a medida macroprudencial em 2022 e a maturidade máxima passou a ser definida em função da idade do mutuário, rondando entre os 35 e os 40 anos. Este novo contexto permitiu que o prazo médio tivesse caído para 30,6 anos em 2023 nos novos contratos firmados nesse ano, ligeiramente abaixo do observado há 10 anos atrás. Olhando para a carteira (primeiro gráfico), essa convergência não é visível: o prazo médio passou de 31,4 anos em 2014 para

### Maturidade média dos contratos de crédito à habitação

(Anos)



**Nota:** Maturidade média dos contratos existentes no final de cada ano.

**Fonte:** BPI Research, com base nos dados dos Relatórios de Acompanhamento dos Mercados Bancários de Retalho (BdP).

3. Este valor também estará sobrestimado, uma vez que parte dos reembolsos antecipados totalmente deveu-se às transferências de crédito entre bancos.

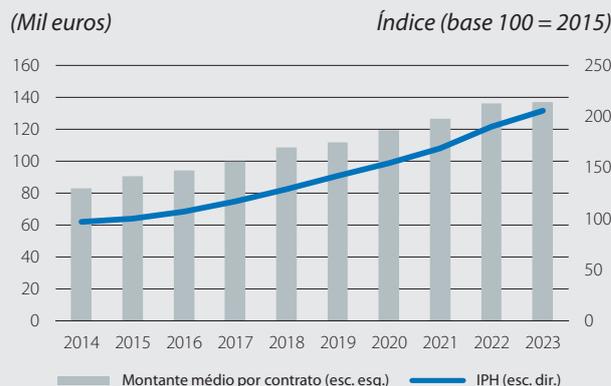
33,7 anos no ano passado, o que é explicado pela maturidade mais reduzida dos contratos que chegam ao fim (por decurso normal ou reembolso antecipado) e cada vez maior peso dos contratos mais recentes (de maior maturidade), e também perante as renegociações de crédito (as que envolvem um prolongamento da maturidade).

Por sua vez, o montante médio dos novos contratos de crédito à habitação aumentou, refletindo o aumento do preço das casas, passando de cerca de 82.940 euros para quase 137.000 euros. Isto influenciou também o saldo médio em dívida por contrato em carteira, ainda que o aumento, de mais de 20% para quase 73.000 euros, não seja tão expressivo, pelo efeito dos reembolsos antecipados, assim como o menor saldo em dívida dos contratos mais antigos.

A recente subida abrupta dos custos de financiamento acabou por exercer um impacto substancial na tipologia das taxas de juro contratadas. De facto, olhando para os novos contratos, a taxa de juro variável passou de representar quase 90% em 2014 para representar pouco mais de 42% em 2023. Isto aconteceu por via do aumento da importância da taxa mista, que passou de 8% dos contratos celebrados em 2014 para 45% no ano passado, e, ainda que em menor dimensão, pela maior preponderância da taxa fixa (mais de 12% em 2023, face a pouco mais de 3% há 10 anos atrás). O impacto na carteira não é, ainda, tão expressivo, pelo peso dos contratos mais antigos, mas esta desagregação também sofreu alterações: a taxa variável passou de representar quase 98% dos contratos em carteira, para representar 86,2% no final de 2023, com o maior ganho a ser sentido no caso da taxa mista (+8,9 p.p., para 10,6%). A importância assumida recentemente pelas taxas mista e fixa na carteira de crédito à habitação não tem paralelo em termos históricos.

No que diz respeito à taxa variável, a opção entre os indexantes também sofreu uma grande volatilidade ao longo dos últimos 10 anos. Em 2014, a Euribor a 6 meses era o indexante preferido nos novos contratos (em quase 64% dos contratos celebrados), seguindo-se a Euribor a 3 meses (cerca de 32% dos contratos). Neste contexto, mais de 53% dos contratos em carteira tinham como indexante a Euribor a 6 meses, e mais de 42% tinham a Euribor a 3 meses. No entanto, com a entrada das taxas de juro em território negativo em 2015, o indexante a 12 meses ganhou relevância (embora tenha entrado em território negativo, atingiu níveis menos negativos do que os registados nos outros dois indexantes e voltou a território positivo mais rapidamente). Este novo contexto levou a que a Euribor a 12 meses chegasse a atingir quase 94% dos novos contratos de crédito à habitação em 2018 e atingisse um peso de quase 29% dos contratos em carteira no final de 2022. No ano passado, o cenário retomou a uma situação semelhante à de 2014: a Euribor a 6 meses voltou a ser o principal indexante nos novos contratos de crédito à habi-

### Evolução do montante médio dos novos contratos de crédito à habitação e dos preços das casas



Fonte: BPI Research, com base nos dados dos Relatórios de Acompanhamento dos Mercados Bancários de Retalho (BdP) e INE.

tação a taxa variável (mais de 72%), seguindo-se a Euribor a 3 meses (com quase 17%). No que diz respeito à carteira de crédito no final de 2023, 42,4% dos contratos a taxa variável tinham a Euribor a 6 meses como indexante, seguindo-se a Euribor a 3 meses (com 28,7%) e a Euribor a 12 meses, com 26,5%.

Por fim, outro aspeto relevante prende-se com a renegociação dos contratos de crédito. Em 2023, mais de 144.900 contratos tinham sido renegociados, um aumento expressivo face ao ano anterior (+266%) e que é explicado não só pelas medidas de apoio às famílias implementadas pelo Governo, como também a própria ação preventiva das mesmas, que procuraram renegociar os seus contratos e atenuar o encargo decorrente do aumento das taxas de juro. Esta atitude preventiva é visível no facto de quase 90% dos contratos renegociados não estarem associados a nenhuma situação de incumprimento. Estes dados contrastam com o verificado há 10 anos atrás: para além do número de contratos renegociados ser mais baixo (abaixo dos 35.000), também a percentagem de contratos renegociados que não estavam em incumprimento era menor (83%). Do número de renegociações efetuadas em 2023, a larga maioria foi apenas realizada uma alteração ao contrato, o *spread* (63%), contrastando com o que se verificava em 2014, em que o principal ajustamento era feito apenas no período de carência de capital.

Em suma, durante a última década, o mercado de crédito à habitação tem sofrido alterações significativas, tornando-se estruturalmente mais saudável, apesar dos desafios que elencámos. O maior grau de literacia financeira das famílias e a envolvente macroeconómica favorável dos últimos anos, em conjunto com um sistema bancário robusto, apoiando a economia, são elementos fundamentais na base desta evolução.

Vânia Duarte

## O ano agrícola: recapitulando 2023 e perspetivando 2024

O ano agrícola de 2022, como já tínhamos dado nota em artigos anteriores,<sup>1</sup> foi marcado por quebras da produção animal e vegetal (associadas a condições meteorológicas adversas). Também quebra na rentabilidade do setor, pela combinação do recuo nos volumes de produção com aumento expressivo dos custos associados à atividade. Com a publicação pelo INE, no final de julho, das Estatísticas Agrícolas de 2023,<sup>2</sup> importa recapitular como se desenvolveu a atividade deste setor, e fornecer algumas pistas acerca de 2024.

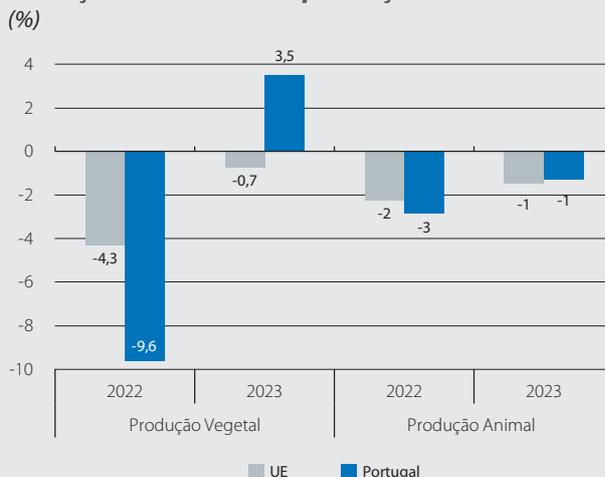
### Evolução da produção

O ano agrícola 2022/2023 em Portugal foi considerado chuvoso (precipitação total de 947,8mm) mas a primavera de 2023 foi a segunda mais seca desde 1931 e a mais quente deste século. O contraste meteorológico deu-se também a nível regional: A norte do Tejo, os meses de novembro de 2022 a janeiro de 2023, bem como junho, setembro e outubro de 2023 tiveram precipitação acima da média mensal ocorrida nos últimos 20 anos agrícolas (2003 a 2022). A sul do Tejo, apenas os meses de dezembro de 2022 e junho, setembro e outubro de 2023 registaram precipitação acima da média (2003-2022), com fevereiro, março, abril, julho e agosto a apresentarem desvios negativos para a média superiores a 50%.

A precipitação acumulada no outono/inverno possibilitou alguma recuperação dos níveis de armazenamento das albufeiras e regadios privados, permitindo que a campanha de regadio decorresse com normalidade. Neste contexto, a melhoria ao nível da produção face a 2022 foi transversal a uma grande maioria de culturas. Destaque para três delas com grande relevância em superfície cultivada e/ou ao nível das exportações: a produção de vinho (aumentou em 11%, para o valor mais elevado desde 2001); a produção de azeite e tomate para indústria (segunda campanha mais produtiva de sempre em ambos os casos). A redução da produção de carne bovina (-5%) e suína (-4%) contribuíram para a redução do grau de auto-provisionamento<sup>3</sup> do país no total das carnes, de 78,1% em 2022 para 75,4 em 2023. Nos bovinos, em particular, a dependência externa é mais vincada, com um grau de auto-provisionamento de apenas 50,7% (59,9% em 2022).

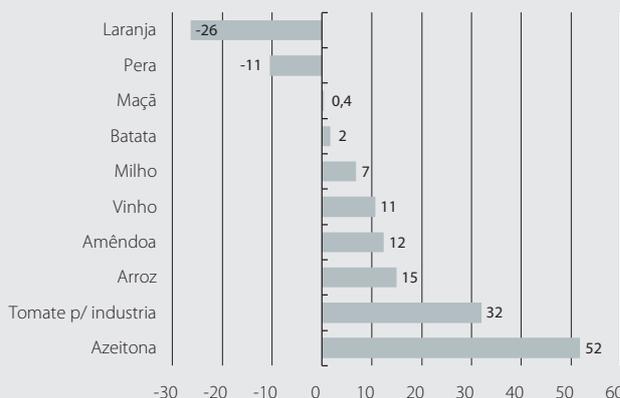
1. Ver o artigo «Setor Agroalimentar: semear o futuro entre seca e custos elevados» no relatório IM11 de 2023.  
 2. O ano agrícola de 2023 vai de 1 de novembro de 2022 a 31 de outubro de 2023.  
 3. Grau de auto-provisionamento é um quociente traduzido em percentagem, dado pela razão entre a produção interna (exclusivamente obtida a partir de matérias-primas nacionais) e a utilização interna total; mede, para um dado produto, o grau de dependência de um território, relativamente ao exterior (necessidades de importação) ou a sua capacidade de exportação.

### Variação do volume de produção (%)



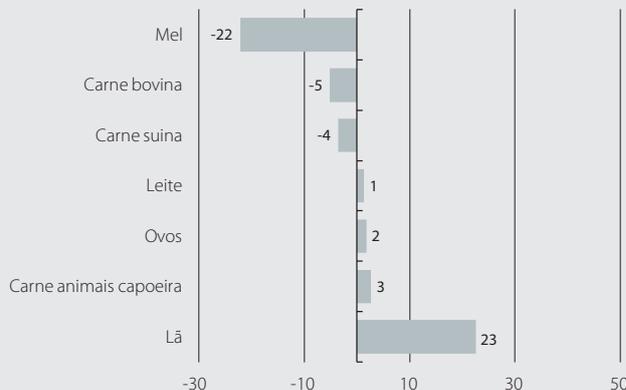
Nota: Variações a preços constantes.  
 Fonte: BPI Research, com base nos dados do Eurostat.

### Variação de volume de produção vegetal 2023 vs 2022 (%)



Nota: Refere-se à variação de toneladas produzidas.  
 Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE (Estatísticas Agrícolas 2023).

### Variação de volume de produção animal 2023 vs 2022 (%)



Nota: Refere-se à variação de toneladas produzidas, excepto leite (litros).  
 Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE (Estatísticas Agrícolas 2023).

## Evolução da rentabilidade

O rendimento líquido das empresas do sector agrícola incrementou 18,4% em 2023 em consequência do grande aumento do Valor Acrescentado Bruto (VAB) em termos nominais (+31,9%). Este aumento do VAB foi possível graças ao crescimento da Produção do ramo agrícola (+16,7%) superior ao do Consumo intermédio (+9,7%). De facto, os gastos com Energia e lubrificantes recuaram (-12,7%), assim como os gastos com adubos e corretivos do solo (-14,5%). Por outro lado, os gastos com alimentos para animais continuam a pressionar a margem do setor - aumentaram 20,2%, mesmo com um recuo do volume da produção animal. Com efeito, quando olhamos para o Índice de preços dos meios de produção na agricultura, os preços deste input aumentaram em média 8,3% face a 2022 e situam-se 76% acima do pré-pandemia.

## O que esperar do ano agrícola de 2024

No presente ano agrícola (que se iniciou no final de outubro de 2023) a precipitação acumulada é superior à média dos últimos 20 anos, quer a norte do Tejo (+29%), onde se posiciona como o terceiro mais húmido, quer a sul do Tejo (+7%, face à média, e +30%, face ao ano hidrológico anterior). Assim, em junho de 2024 o volume de água armazenado nas principais albufeiras com aproveitamento hidroagrícola encontrava-se a 82% da capacidade total, valor superior ao registo médio de 1990 a 2023 (76%) e ao registo do ano anterior (71%).

Ao nível da produção animal, os registos até maio são globalmente favoráveis. As toneladas de gado abatido e aprovado para consumo público incrementaram 6,6% e nas aves e coelhos o aumento foi de 5,9%. Na produção vegetal aponta-se para aumentos de produtividade dos cereais de outono/inverno, em resultado das condições meteorológicas favoráveis registadas ao longo de todo o ciclo vegetativo. No tomate para a indústria prevê-se um bom ano. Por um lado, a área contratada entre a indústria e os produtores aumentou 9%. Por outro, deverá manter-se a produtividade de 2023, apesar da queda de granizo e da precipitação mais intensa terem afetado algumas áreas. Já na batata as plantações foram afetadas pela precipitação frequente e pelo frio, fazendo antever uma baixa produção pelo conjugar de baixa produtividade com redução de área cultivada.

No que diz respeito à rentabilidade do setor, a abundância de pastagem tem possibilitado que a alimentação dos animais em regime extensivo seja efetuada por pastoreio, não existindo necessidades de suplementação antecipada. Isto poderá traduzir-se na contenção da rubrica de Alimentos para animais que em 2023 muito contribuiu para o aumento dos gastos em Consumos Intermédios. Olhando para o Índice de preços dos meios de produção na agricultura, até março há uma redução face à média de preços

## Valor acrescentado bruto e Rendimento da agricultura, a preços correntes

	Unidade: 10 <sup>3</sup> euros	
	2022	2023
<b>Produção do ramo agrícola a preços de base</b>	10.644,52	12.424,79
Consumo intermédio,	7.271,73	7.975,61
<i>Do qual:</i>		
Energia e lubrificantes	592,27	517,19
Adubos e corretivos do solo	509,41	435,56
Produtos fitossanitários	192,11	198,21
Alimentos para animais	3.455,70	4.152,20
<b>Valor acrescentado bruto a preços de base</b>	<b>3.372,79</b>	<b>4.449,18</b>
Consumo de capital fixo	995,49	1.085,20
<b>Valor acrescentado líquido a preços de base</b>	<b>2.377,30</b>	<b>3.363,98</b>
Outros impostos sobre a produção	54,01	56,78
Outros subsídios à produção	1.049,39	565,42
<b>Rendimento dos fatores</b>	<b>3.372,68</b>	<b>3.872,62</b>
Remuneração dos assalariados	1.203,27	1.343,28
<b>Excedente líquido de exploração ou rendimento misto</b>	<b>2.169,41</b>	<b>2.529,34</b>
Rendas a pagar	37,83	36,37
Juros a pagar	189,82	189,99
Juros a receber	15,41	15,03
<b>Rendimento empresarial líquido</b>	<b>1.957,17</b>	<b>2.318,01</b>

Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE (Estatísticas Agrícolas 2023).

de 2023 nos adubos (-16%) e uma estabilização nos alimentos para animais. Já na energia e lubrificantes ocorreu aumento que se cifra em 4,4%.

Em suma, com os dados atuais o *outlook* para o presente ano agrícola é positivo, alicerçado na contenção dos custos de produção e condições meteorológicas mais favoráveis.

Tiago Bejeiro Correia

## Consumo resiliente sem pressões nos balanços das famílias

O consumo privado representa praticamente 64% do PIB português, mostra grande resiliência e tem sido um dos pilares do crescimento económico.<sup>1</sup> E tudo indica que esta é uma resiliência saudável, não havendo sinais de que esteja a afetar a saúde financeira das famílias. Vários fatores estarão a contribuir para tal. A força do mercado de trabalho será o principal fator, mas também o aumento do património, em grande parte via valorização do parque imobiliário.<sup>2</sup>

Outros fatores que estão a impulsionar o consumo prendem-se com a entrada significativa de imigrantes e de estes estarem a ser absorvidos por setores de atividade com evoluções salariais mais favoráveis; adicionalmente, há sinais de que há uma recuperação generalizada do poder de compra por parte dos trabalhadores, quer nacionais quer estrangeiros.

Todos estes fatores refletem-se positivamente no crescimento da economia como um todo e, em particular do consumo, sem que isso se reflita numa deterioração dos indicadores de endividamento das famílias.

Os anos mais recentes foram marcados pelo aumento da imigração. Em 2023, entraram em Portugal 189,4 mil imigrantes, dos quais 129,5 mil «entraram» no mercado de trabalho com contrato de trabalho, contribuindo para que o número de trabalhadores estrangeiros por conta de outrem ascendesse a 495,2 mil. Face a 2019, estes números representam um crescimento médio anual de 18,7% no número de imigrantes e de 26,6% no número de trabalhadores estrangeiros por conta de outrem. Mais, em 2023 o número médio de trabalhadores estrangeiros representava 11,5% do total de trabalhadores por conta de outrem, o que compara com apenas 4,7% em 2019.

O cruzamento da informação relativa à distribuição dos trabalhadores estrangeiros por conta de outrem com a evolução da remuneração bruta nominal entre 2019 e 2023, mostra que cerca de 85% destes trabalhadores estavam em setores com crescimentos salariais superiores à média nacional.

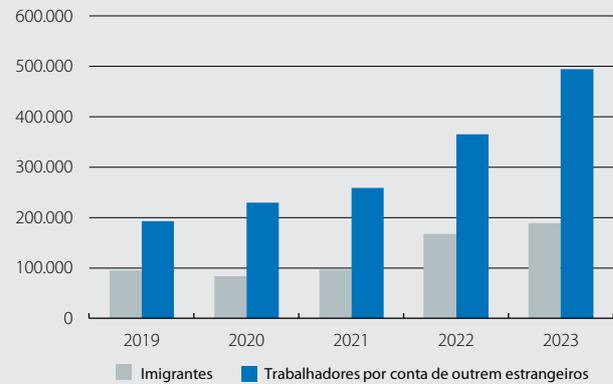
Mas os aumentos de remuneração, que estão a favorecer a recuperação dos rendimentos das famílias são extensí-

1. Nos cinco anos anteriores à pandemia 68% do crescimento foi explicado pelo consumo, mas nos anos pós pandemia esta percentagem tem vindo a diminuir, sendo que em 2023, já só explicava 46% do crescimento económico. Note-se que os cinco anos pré-pandemia, correspondem aos anos posteriores ao Programa de Ajuda Económica e Financeira de que Portugal beneficiou desde 2011 e que terminou em 2014 e que se caracterizou pela necessidade de correção de uma série de desequilíbrios, nomeadamente redução dos níveis de endividamento internos e externos, que se traduziu num período de contração económica, com o PIB a registar uma contração média anual de 1,5% entre 2011 e 2014, e o consumo privado a contrair 1,3%.

2. Ver no IM09 o focus: «Como se caracteriza a riqueza das famílias portuguesas?».

### Imigrantes e trabalhadores por conta de outrem estrangeiros

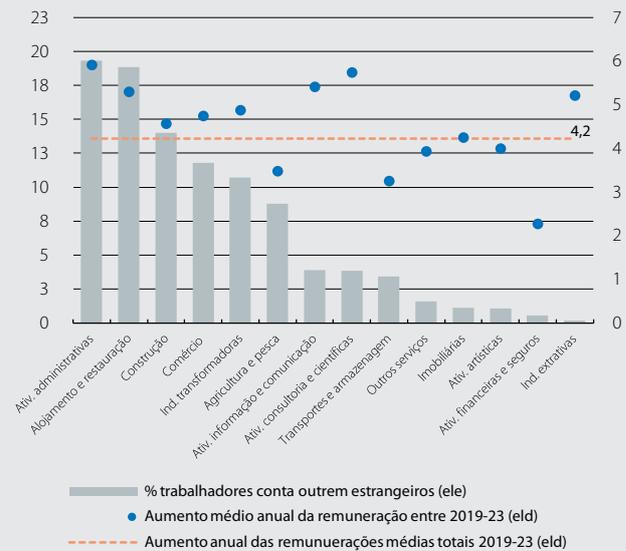
(Número de pessoas)



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

### % de trabalhadores estrangeiros e remuneração nominal

(% do total de trabalhadores por conta de outrem, tv média anual)



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

veis a todos os trabalhadores, estrangeiros ou nacionais. Com efeito, as estatísticas do INE relativas à evolução da remuneração bruta real mensal por trabalhador, sugerem um movimento de recuperação dos rendimentos que se acentuou na primeira metade de 2024. Em termos médios anuais, o crescimento da remuneração real foi de 0,9% entre 2019 e 2024, sendo o movimento de recuperação particularmente acentuado após o período de maior inflação, em 2022.

Estes fatores têm favorecido a recuperação do rendimento e do consumo das famílias, sem que se observem desequilíbrios nos orçamentos familiares. Com efeito, os níveis dos dois agregados, deflacionados a preços de 2023, mos-

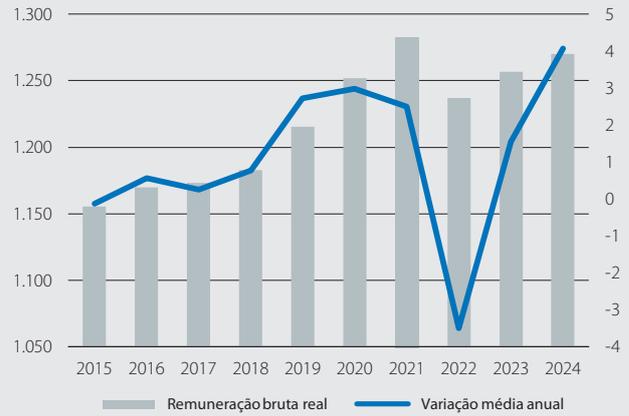
tram que o crescimento do consumo acompanha a evolução do rendimento disponível: ambos os agregados apresentam ritmos de crescimento médio anual de 0,9% entre 2019 e 2023.

Paralelamente, a dívida das famílias tanto em valor nominal como em percentagem do PIB diminuiu em 2023, o que muito provavelmente se relacionará com a decisão de amortizar crédito à habitação. Mas nos próximos anos é possível que este movimento se reduza e que se assista ao aumento do montante da dívida das famílias – desde o início do ano, o crédito a particulares já aumentou 1,1%, sendo expectável que a tendência de aceleração moderada continue beneficiando da recuperação do crédito para compra de casa – contudo este aumento deverá revelar-se relativamente contido, pelo que antecipamos que o rácio de dívida mantenha uma tendência descendente no médio prazo.

Em suma, nos últimos anos tem-se vindo a consolidar a perspetiva de evolução benigna do consumo privado como um dos principais motores do crescimento em Portugal, sem que com isso se criem novos desequilíbrios. Neste focus evidenciámos a entrada de população estrangeira e o facto de se concentrarem em setores com aumentos de remuneração superior à média nacional; a recuperação do poder de compra das famílias desde 2019, ultrapassando o período de inflação muito elevada em 2021-22; e a contenção da evolução da dívida das famílias, contribuindo para resiliência saudável do agregado de consumo privado.

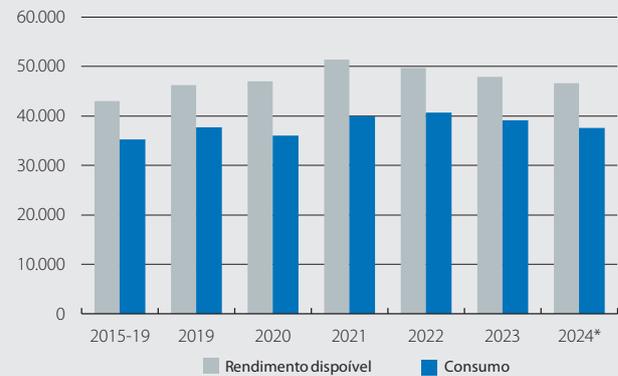
Teresa Gil Pinheiro

**Remuneração real mensal por trabalhador**  
(euros, tvh)



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

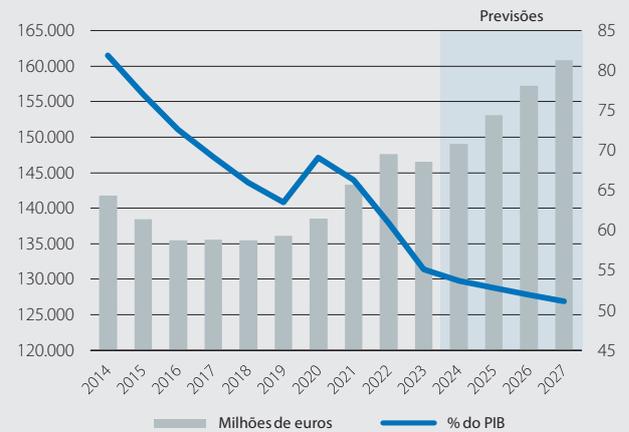
**Rendimento disponível e consumo das famílias**  
(Mil euros a preços de 2023 e por agregado familiar)



Nota: \* Valores relativos ao ano terminado no 1T, considerando que os agregados familiares aumentam ao ritmo médio de 2022 e 2023.

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

**Dívida das famílias**  
(Milhões de euros, % do PIB)



Fonte: BPI Research, com base em dados do Eurostat e previsões próprias.

## Terão as remunerações recuperado do ciclo inflacionista?

Há um ano atrás, concluíamos que a população empregada estava a perder poder de compra face ao ciclo inflacionista iniciado no final de 2021.<sup>1</sup> No entanto, apontávamos também que o comportamento era distinto mediante o sector de atividade, sendo que, nalguns casos, a atualização do salário mínimo nacional, a escassez de mão-de-obra e a maior capacidade de negociação salarial justificavam melhores performances. Decorrido um ano, terão as remunerações já recuperado?

### A imagem global...

A remuneração bruta real total (remuneração média mensal por trabalhador), indicador divulgado pelo INE que permite eliminar o efeito da inflação dos salários, aumentou cerca de 4% homólogo no primeiro semestre do ano corrente, atingindo uma média de 1.270 euros neste período (a preços de janeiro de 2014). Os dados do INE permitem-nos analisar com maior detalhe esta evolução, distinguindo entre o comportamento da remuneração regular, que inclui a remuneração base e outras rubricas frequentes, como o subsídio de alimentação ou as diuturnidades (e que será o foco da análise deste artigo, exceto quando indicado o contrário), e a remuneração base. Em ambos os casos, o aumento homólogo ficou próximo dos 4% no primeiro semestre, atingindo uma remuneração bruta mensal média de 1.056 euros no primeiro caso e de 990 euros no segundo. A análise seguinte focar-se-á na componente regular das remunerações.

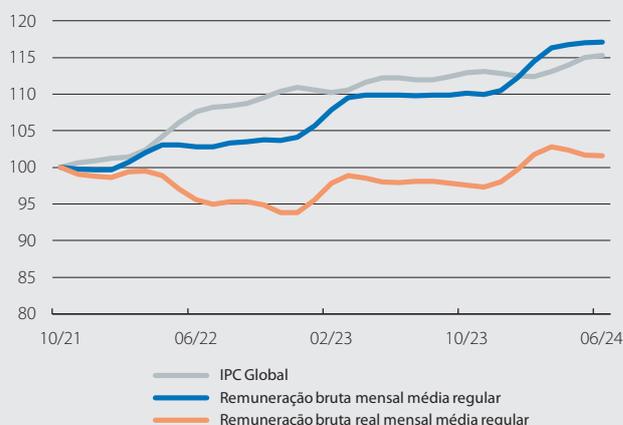
Estes resultados apontam para a recuperação do poder de compra da população empregada em Portugal, depois da queda despoletada pelo recente surto inflacionista. De facto, o início da queda da remuneração real aconteceu no último trimestre de 2021, permanecendo em território negativo durante 5 trimestres consecutivos. Só mais recentemente, no trimestre terminado em maio de 2023, é que os salários reais retomaram o terreno positivo, tendo acelerado especialmente no final de 2023 e início de 2024, com crescimentos acima dos 4% homólogo. Isto significa que a remuneração regular real por trabalhador já ultrapassou o montante registado aquando o início do ciclo inflacionista em Portugal (final de 2021), em cerca de 17 euros. Esta diferença excede os 160 euros se compararmos o comportamento da remuneração bruta real mensal média total. Este crescimento dos salários pode ser explicado não só pela pressão sobre a negociação salarial decorrente do aumento acentuado dos preços, como também por outros fatores, como o aumento do salário mínimo nacional, reposição de salários de funcionários públicos (algumas carreiras) e a escassez de mão-de-obra.

No entanto, o ritmo de crescimento parece estar a perder fôlego: de facto, depois de um crescimento de 4,4% no trimestre terminado em dezembro de 2023, a remuneração bruta real regular desacelerou para um crescimento de 3,9% no 1T e para 3,8% no trimestre terminado em junho. Esta trajetória reflete a normalização das variáveis

1. Para mais informações, ver focus «Estão as remunerações a acompanhar a evolução dos preços?», no IM10/2023.

### Evolução das remunerações e da inflação

Índice (outubro 2021=100)



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

macroeconómicas, nomeadamente do mercado de trabalho e da inflação.

De facto, os dados do INE apontam para uma (já esperada) desaceleração da criação de novos postos de trabalho, com um crescimento homólogo de 1,2% na primeira metade do ano, face ao crescimento de 2,3% registado no conjunto de 2023. A nossa expectativa é que a criação de emprego continue a perder ímpeto e alguns dados parecem apontar nesse sentido: o emprego está a crescer a um ritmo bastante abaixo do início do ano (0,5% homólogo em julho, face a mais de 2% no início do ano), as ofertas de emprego colocadas nos centros de emprego continuam a cair de forma expressiva, mais de 20% face ao período homólogo, com o valor registado em agosto a ficar cerca de 40% abaixo do valor registado, em média, nos meses de agosto dos cinco anos pré-pandemia. Também o número de colocações, ou seja, as ofertas de emprego satisfeitas através de candidatos apresentados pelos centros de emprego, caiu mais de 6,0% até agosto.

Também o ritmo de crescimento dos preços está a normalizar: depois de ter registado um aumento de 7,8% em 2022, o índice de preços no consumidor desacelerou para 2,3% em média nos 12 meses terminados em agosto. Ou seja, o ponto de partida para a negociação salarial no próximo ano será consideravelmente mais baixo do que o que aconteceu nos dois anos anteriores. E o retorno da inflação ao patamar defendido pelos bancos centrais traz confiança em futuros processos negociais de salários, que deverão aproximar-se de novo da fasquia dos 2%.

### ...é distinta da análise sectorial

A análise global esconde disparidades entre as atividades económicas. Para esta análise vamos manter o foco sobre a componente regular das remunerações.

O momento que marca o início da perda do poder de compra decorrente do ciclo inflacionista e o que marca a recu-

peração dos salários é muito distinto entre as várias atividades económicas. No caso de alguns sectores, os salários já estavam a cair, em termos reais, antes desse momento; é o caso do sector das *utilities*,<sup>2</sup> atividades financeiras & seguros, transportes & armazenagem, Administração Pública & defesa e educação. Foi também nestes sectores que o período durante o qual os salários perderam poder de compra foi mais alargado, uma duração em torno dos 20 meses, e, no caso de quatro deles (exceto os transportes & armazenagem) a remuneração bruta mensal média real ainda não recuperou face ao registado antes do ciclo inflacionista.

Em sentido contrário, nas atividades de informação & comunicação e atividades de consultoria, científicas, técnicas & similares, o período durante o qual os trabalhadores perderam poder de compra foi o menor, de cerca de 9 meses, com o salário no trimestre terminado em junho a ser superior em mais de 50 euros face ao final de 2021. Ainda assim, os maiores aumentos reais registaram-se nas indústrias extrativas, transportes & armazenagem e atividades de saúde humana & apoio social, à volta de um adicional de 70 euros.

O terceiro gráfico mostra a evolução da remuneração regular não deflacionada com a evolução da inflação dos bens e dos serviços. Assim, para avaliar o comportamento da remuneração na agricultura e na indústria transformadora comparámos com o IPC dos bens, o que permite concluir, que, no caso da agricultura, o crescimento das remunerações desde o início do ciclo inflacionista está aquém do crescimento dos preços dos bens. No caso das atividades relacionadas com o sector terciário, comparámos a evolução da remuneração com o IPC dos serviços. O aumento da remuneração bruta mensal média regular excede o crescimento dos preços dos serviços em 10 sectores, destacando-se as atividades administrativas & serviços de apoio e as atividades de saúde humana & apoio social. Por sua vez, e em linha com o referido anteriormente, a remuneração das atividades financeiras & seguros está bastante abaixo do crescimento observado do IPC dos serviços.

Uma parte dos sectores onde o aumento da remuneração foi superior ao crescimento dos preços é também onde se verifica um crescimento mais expressivo do número de vagas de emprego por preencher face ao final de 2021, destacando-se as atividades administrativas & serviços de apoio. Ou seja, o crescimento assinalável das remunerações nalguns sectores poderá também ser justificado pela maior escassez de mão-de-obra que enfrentam.

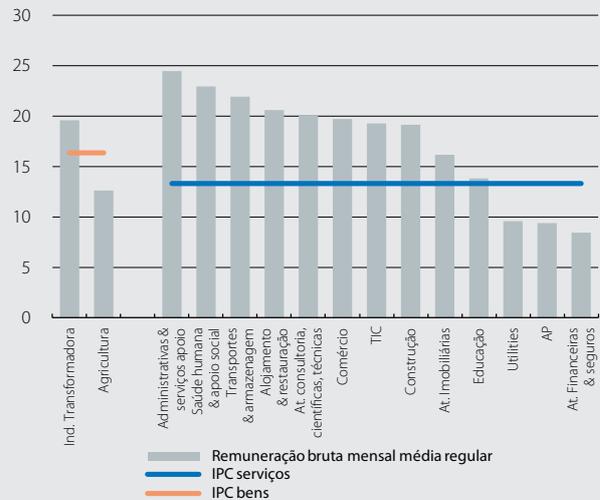
Em suma, a população empregada no geral já recuperou o poder de compra perdido durante o último ciclo inflacionista. No entanto, a conclusão é distinta mediante o sector de atividade, sendo que, nalguns casos, a atualização do salário mínimo nacional, a escassez de mão-de-obra e a maior capacidade de negociação salarial poderão justificar o aumento mais expressivo da remuneração.

Vânia Duarte

2. Este sector inclui eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio.

### Evolução da remuneração mensal e do IPC desde o início do ciclo inflacionista, por sector

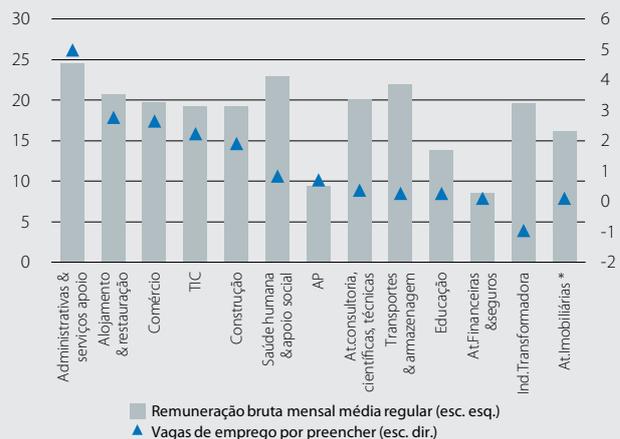
Varição face ao final de 2021 (%)



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

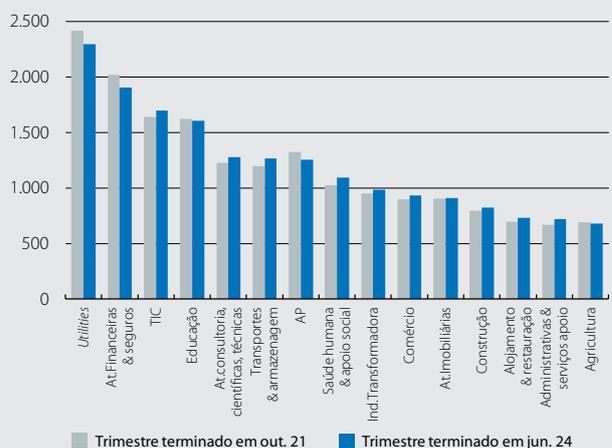
### Evolução da remuneração e das vagas de emprego por preencher desde o início do ciclo inflacionista, por sector

Varição face ao final de 2021 (%; mil vagas)



Nota: \* Não existe informação sobre vagas de emprego por preencher. Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE e Eurostat.

### Remuneração bruta mensal média regular, por sector (Euros)



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

**Indicadores de atividade e emprego**

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	07/24	08/24	09/24
Índice coincidente para a atividade	5,7	3,3	2,6	2,0	1,4	...	1,1	0,9	...
<b>Indústria</b>									
Índice de produção industrial	0,8	-3,1	-3,5	1,4	1,4	...	-3,9	-1,7	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-3,4	-7,4	-9,3	-7,9	-6,7	-6,2	-6,7	-6,5	-5,5
<b>Construção</b>									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	6,2	7,5	4,9	-19,6	6,1	...	13,4	...	...
Compra e venda de habitações	1,3	-18,7	-11,4	-4,1	10,4	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m <sup>2</sup> - avaliação bancária)	13,8	9,1	6,4	5,5	6,8	...	7,4	8,2	...
<b>Serviços</b>									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	158,9	19,1	19,1	13,1	9,5	...	9,4	8,8	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	15,2	7,6	1,7	6,3	4,3	-0,4	-0,4	-1,6	0,8
<b>Consumo</b>									
Vendas no comércio a retalho	5,5	1,1	0,6	1,8	2,2	...	2,4	5,4	...
Indicador coincidente do consumo privado	3,9	2,4	2,2	1,7	1,5	...	1,6	1,7	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-29,7	-28,6	-27,2	-24,6	-18,7	-14,3	-15,4	-14,3	-13,1
<b>Mercado de trabalho</b>									
População empregada	3,3	2,3	2,3	1,4	1,0	...	0,8	0,9	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,1	6,5	6,6	6,8	6,1	...	6,5	6,4	...
<b>PIB</b>	<b>7,0</b>	<b>2,5</b>	<b>2,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,6</b>	...	-	-	-

**Preços**

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	07/24	08/24	09/24
Inflação global	7,8	4,4	1,7	2,2	2,7	2,2	2,5	1,9	2,1
Inflação subjacente	5,6	5,1	3,0	2,3	2,4	2,5	2,4	2,4	2,8

**Setor externo**

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

	2022	2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	07/24	08/24	09/24
<b>Comércio de bens</b>									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	23,2	-1,4	-1,4	-5,5	-3,7	...	-0,8	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	31,7	-4,0	-4,0	-7,3	-5,6	...	-3,7	...	...
<b>Saldo corrente</b>	<b>-2,8</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>5,1</b>	<b>5,8</b>	...	<b>6,3</b>	...	...
Bens e serviços	-4,7	3,3	3,3	4,6	5,3	...	5,1	...	...
Rendimentos primários e secundários	1,9	0,4	0,4	0,5	0,6	...	1,1	...	...
<b>Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento</b>	<b>-0,5</b>	<b>7,2</b>	<b>7,2</b>	<b>8,8</b>	<b>9,2</b>	...	<b>9,6</b>	...	...

**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	4T 2023	1T 2024	2T 2024	3T 2024	07/24	08/24	09/24
<b>Depósitos<sup>1</sup></b>									
Depósitos das famílias e empresas	6,4	-2,3	-2,3	2,7	5,6	...	5,1	5,8	...
À vista e poupança	7,3	-14,8	-14,8	-11,2	-4,6	...	-5,2	-7,5	...
A prazo e com pré-aviso	5,2	14,8	14,8	20,2	17,7	...	17,3	22,5	...
Depósitos das Adm. Públicas	12,4	-12,4	-12,4	9,1	4,5	...	15,0	10,2	...
<b>TOTAL</b>	<b>6,5</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>5,6</b>	...	<b>5,4</b>	<b>6,0</b>	...
<b>Saldo vivo de crédito<sup>1</sup></b>									
Setor privado	1,7	-1,5	-1,5	-0,8	-0,3	...	0,2	0,5	...
Empresas não financeiras	-0,6	-2,1	-2,1	-1,7	-1,7	...	-1,0	-1,2	...
Famílias - habitações	3,2	-1,5	-1,5	-0,8	0,0	...	0,2	0,9	...
Famílias - outros fins	2,9	0,2	0,2	2,0	2,7	...	3,3	3,7	...
Administrações Públicas	-2,7	-5,5	-5,5	5,9	-5,8	...	-2,3	-3,4	...
<b>TOTAL</b>	<b>1,6</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,6</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>	...	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	...
<b>Taxa de incumprimento (%)<sup>2</sup></b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	...	-	-	-

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.