

Último trimestre de 2024 inicia com sinal positivo

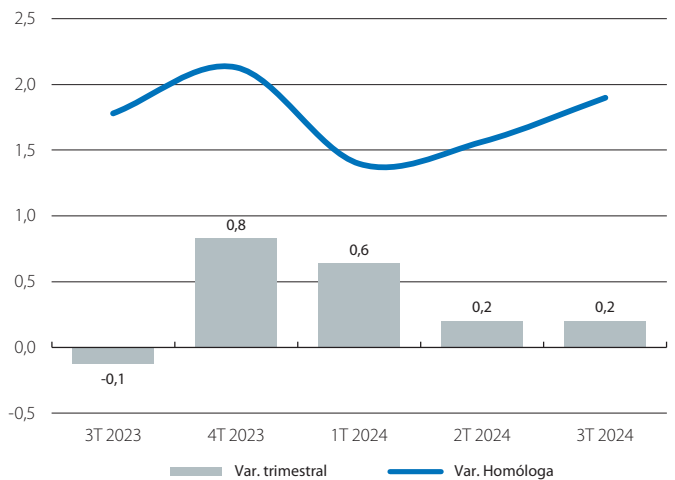
No 3T 2024, o PIB cresceu 0,2% em cadeia, colocando o crescimento homólogo em 1,9%, em linha com as previsões do BPI Research. A informação preliminar divulgada pelo INE indica que o crescimento em cadeia reflete o contributo positivo da procura interna, com avanços do investimento e do consumo privado, mas que o contributo da procura externa líquida continuou negativo. Em termos homólogos, a economia avançou 1,9% no 3T, uma aceleração face ao 2T, resultado de um contributo mais forte da procura interna, por aceleração do consumo privado, mas crescimento menos forte do investimento, em linha com o sugerido pelo indicador mensal de FBCF. O contributo da procura externa líquida foi negativo, com importações e exportações a acelerarem face ao 2T.

O 3T foi marcado por uma trajetória de menos para mais ao longo do próprio trimestre que se deverá manter até ao final do ano, atendendo ao comportamento do indicador diário de atividade, que no mês de outubro apresenta tendência de aceleração. Também em outubro, o indicador de clima económico e o indicador de sentimento económico voltaram a melhorar, resultado de uma melhoria do sentimento nos serviços e na construção. Por sua vez, as famílias mostraram-se mais cautelosas, mas por avaliação menos favorável da situação económica do país nos próximos 12 meses, continuando a avaliar positivamente a evolução esperada para a sua situação financeira. A suportar esta perspetiva está a resiliência do mercado de trabalho, cujos dados de setembro indicam crescimento de 1,6% do emprego e estabilização da taxa de desemprego em 6,4%. No conjunto do ano, antecipamos um crescimento real do PIB de 1,7%. Os riscos para a atual previsão revelam-se equilibrados, sendo que os negativos estão essencialmente associados a fatores externos de carácter geopolítico. Internamente, os riscos parecem mais enviesados em sentido positivo, relacionados com a possibilidade de que a procura interna se revele mais forte do que o antecipado.

Inflação em outubro aumenta, mas subjacente modera. Com efeito, a estimativa rápida do INE assinala um aumento do IPC global para 2,3% (2,1% em setembro). Por sua vez, a inflação subjacente volta a descer (para 2,6%) depois do forte ressalto ascendente registado em setembro. O aumento da inflação global é justificado essencialmente pelo incremento mensal dos preços das componentes mais voláteis – o índice energético (+1,28%) e os produtos alimentares não transformados (+0,92%). Na vertente energética isto não surpreendeu atendendo a dois fatores – a cotação do Brent, que se traduziu num aumento médio de 2% nos preços no retalho (média do aumento mensal da gasolina simples 95 e gasóleo simples divulgados pela DGEG); e ao anúncio da ERSE de que os preços do gás natural no mercado regulado iriam agravar em 6,9% (acompanhado por alguns aumentos também de operadoras no merca-

Portugal: evolução do PIB

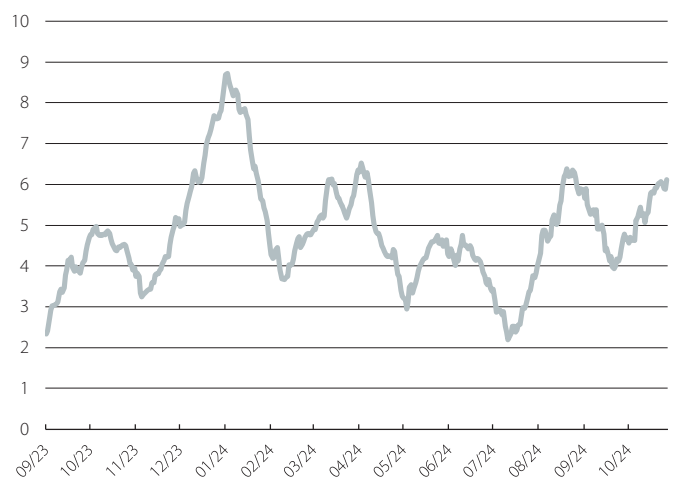
Taxa de variação (%)



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

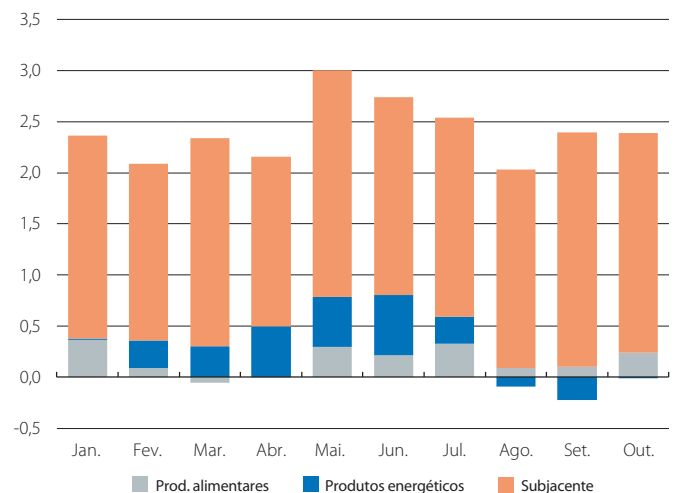
Indicador diário de atividade

Variação homóloga média mensal (%)



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

IPC Portugal: contributo para a variação homóloga (%)



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

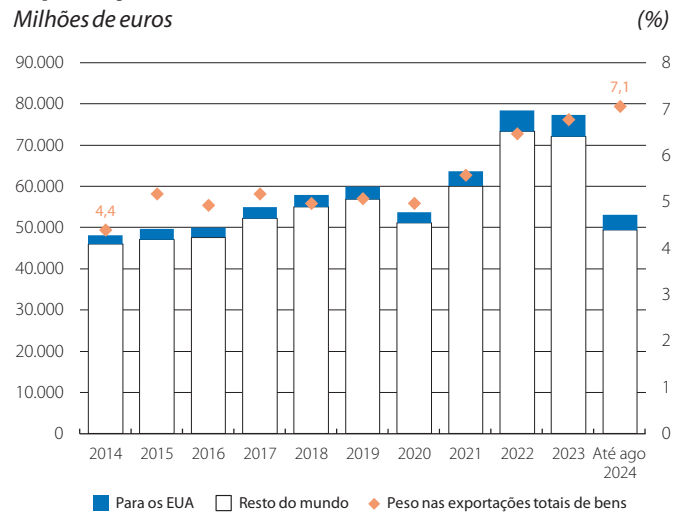
do livre). Apesar da aceleração do IPC Global, vemos este dado como benigno: a variação mensal dos preços foi de somente 0,06%, o que configura uma dinâmica muito inferior à média deste parâmetro dos últimos cinco anos pré-pandemia (0,14%) registada nos meses de outubro.

A estimativa rápida relativa ao comércio internacional no 3T 2024, aponta para crescimento das exportações e importações de 9,9% e 6,6%, respetivamente. A confirmação destes dados indica que nos primeiros 9 meses do ano, as exportações e importações de bens terão crescido, em termos nominais, 2,3% e 0,5% homólogos, respetivamente, continuando a contribuir para a melhoria do défice comercial. Dada proximidade das eleições norte-americanas e a possibilidade de que a nova administração adote uma política mais protecionista, agravando e/ou alargando as tarifas sobre bens importados, poderá ter um impacto negativo sobre o setor exportador português, na medida em que o mercado norte-americano tem vindo a ganhar peso nas exportações nacionais. Em 2024, 7% das exportações nacionais dirigiam-se ao mercado norte-americano, salientando-se o peso das exportações de produtos farmacêuticos (23% do total exportado para os EUA) e de coque e produtos petrolíferos refinados (21%).

Turismo continua a evoluir positivamente. Em setembro o setor do alojamento turístico registou 3,3 milhões de hóspedes e 8,4 milhões de dormidas, uma evolução que representa um crescimento homólogo de 2,9% e 2,6%, respetivamente. Esta evolução baseou-se sobretudo no turismo de não residentes, sendo que em termos homólogos os hóspedes e dormidas de residentes recuaram ligeiramente (-0,5% e -0,2%, respetivamente). Um crescimento homólogo de dormidas no cômputo do ano até setembro superior ao crescimento homólogo do 3T 2024 faz denotar também uma ligeira redução da sazonalidade. Esta performance está em linha com a nossa visão para a evolução do setor em 2024 com taxas de crescimento menos exuberantes e uma contribuição para o crescimento do PIB que estimamos em 0,7 p.p., mais modesta do que a ocorrida em 2023 (1,1 p.p.).

Até setembro, o saldo das administrações públicas registou um excedente equivalente a 2,8% do PIB (ótica de contas públicas). Este dado compara com um excedente de 3,6% do PIB no período homólogo e o encolhimento observado resulta de um crescimento mais forte da despesa do que da receita. A primeira aumentou 11,1% homólogo, refletindo aumento da despesa fixa, via atualizações nas pensões e atualização das remunerações da função pública. Por sua vez, a receita aumentou 8,2%, destacando-se o comportamento da receita fiscal e mais concretamente o aumento de 23,5% da receita de IRC. Os dados até agora publicados sugerem que 2024 terminará com um excedente equivalente a 0,6% do PIB, mas os riscos não são favoráveis, sobretudo tendo presente o aumento da despesa em rubricas com maior rigidez (ver nesta publicação o Focus sobre a proposta de OE 2025 «A balança orçamental está equilibrada, mas os riscos continuam à espreita»).

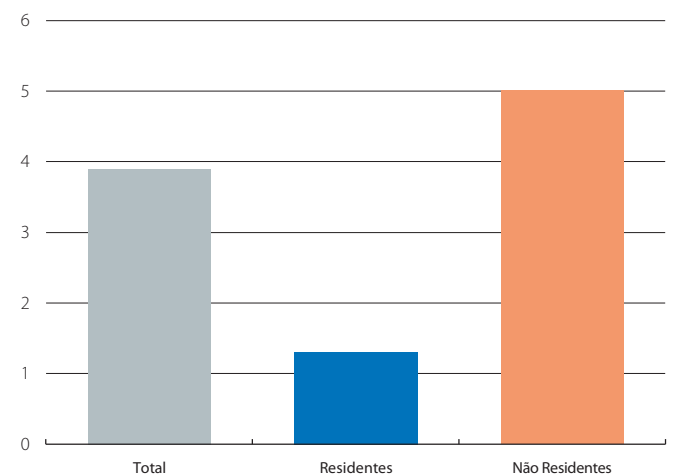
Exportações de bens



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

Evolução das dormidas no turismo

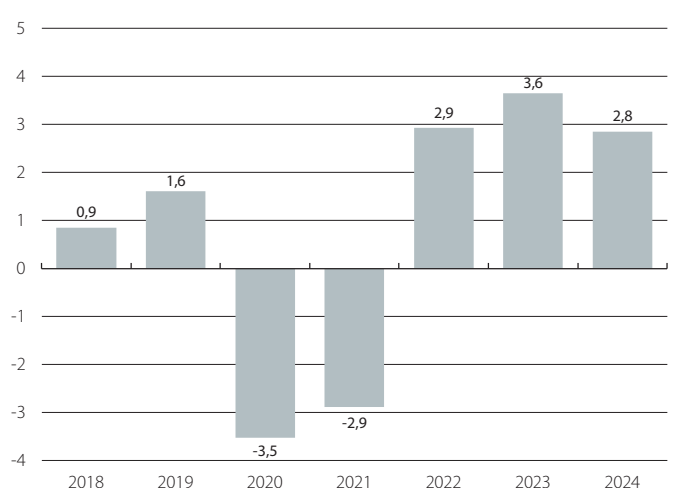
Variação ytd setembro 2024 face ao homólogo (%)



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

Saldo orçamental (Contabilidade Pública)

Saldo orçamental nos 1os 9 meses do ano (% do PIB)



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

A balança orçamental está equilibrada, mas os riscos continuam à espreita

A entrega da Proposta de Orçamento de Estado é o momento marcante do mês de outubro. Este ano tornou-se especialmente relevante, porque, para além dos riscos externos que, nos últimos anos, têm pautado a nossa narrativa (especialmente os geopolíticos), traz consigo mais um foco de incerteza, associado à ausência de uma maioria absoluta dos partidos que suportam o atual Governo no Parlamento.

Antes de mais, importa destacar que o cenário macroeconómico subjacente à Proposta de Orçamento de Estado para 2025 (POGE 2025) apresenta-se globalmente em linha com as previsões de outras instituições, nomeadamente as nossas. Ainda assim, algumas componentes do PIB apresentam uma dinâmica distinta, como o caso do investimento (mais forte em 2024 e menos dinâmico em 2025, tendo aparentemente subjacente a expectativa de um bom desempenho no 2º de 2024), e também a evolução da inflação, que o Governo projeta que desacelere de forma mais lenta, conduzindo a um PIB nominal mais robusto nas projeções oficiais.

De onde partimos?

Partimos de um ano de 2024 que deverá terminar com um excedente melhor do que o esperado no seu OGE, tal como tem sido hábito. O Executivo reviu ligeiramente em alta o excedente orçamental para 2024, de 0,2% para 0,4% do PIB, com ambos os lados da balança (receita e despesa) a terminarem 2024 acima do previsto inicialmente.

A receita foi revista em alta em cerca de 2.000 milhões de euros (ou seja, cerca de 0,7% do PIB), principalmente devido às contribuições sociais (+1.700 milhões de euros, 0,6% do PIB). A principal justificação reside no comportamento do mercado de trabalho, com a população empregada e as remunerações a crescer acima do estimado no OGE 2024; mais concretamente, 1,4% em média no 1º do ano (face a 0,4% previstos no OGE 2024) no primeiro caso e mais de 6% no segundo (face a 5% previstos).¹

Ao mesmo tempo, a despesa deverá ficar 1.600 milhões de euros (0,6% do PIB) acima, neste caso, decorrente dos maiores gastos com prestações sociais (nomeadamente o pagamento extraordinário às pensões mais baixas em outubro) e das despesas com pessoal (perante as revisões feitas nalgumas carreiras da Administração Pública). Esta revisão em alta é compensada pelo ajustamento, em sentido contrário, na rubrica de juros (em -440 milhões de euros).

Ainda assim, e tendo por base a execução orçamental do 1º e as medidas entretanto conhecidas (como a revisão dos escalões do IRS ou a revisão das carreiras), é possível que o ano termine com um excedente orçamental mais próximo de 0,6% do PIB do que dos 0,4% estimados pelo Governo.

Para onde vamos?

A POGE 2025 revela uma descida do excedente orçamental para 0,3% do PIB, com o crescimento da despesa a

Cenário Macroeconómico para Portugal

	Ano Instituição Data publicação	2023	2024			2025		
			BdP Out. 24	MF Out. 24	BPI Set. 24	BdP Out. 25	MF Out. 25	BPI Set. 25
PIB real		2,3	1,6	1,8	1,7	2,1	2,1	2,3
Consumo Privado		1,6	2,5	1,8	2,2	2,3	2,0	1,7
Consumo Público		1,0	1,0	2,6	1,0	0,9	1,2	0,8
Investimento		2,6	0,8	3,2	1,3	5,4	3,5	5,7
Exportações		4,1	3,8	2,5	4,2	3,3	3,5	5,0
Importações		2,2	4,5	2,9	4,6	4,4	3,5	5,0
PIB nominal		9,6	-	5,0	4,3	-	4,8	4,5
IHPC *		5,3	2,6	2,6	2,4	2,0	2,3	2,1
Taxa desemprego		6,5	6,5	6,6	6,5	6,4	6,5	6,4
Emprego		0,9	1,1	1,1	0,9	0,6	0,7	1,3
Balança Corrente		1,3	-	0,9	1,2	-	0,7	1,4
Balança Capital		1,3	-	2,5	1,5	-	2,8	1,7

Nota: * IPC para as previsões BPI.

Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE, POGE 2025 e Boletim Económico (outubro 2024).

1. De acordo com a ótica das contas nacionais.

Principais rubricas das contas públicas (% PIB)

	2019	2023	2024	2025	Varição 2025-2019	Varição 2025-2024	
					% PIB	TVH %	Contributos
Receita corrente	42,2	42,5	43,2	43,4	1,1	5,1	4,9
Receita fiscal e contributiva	36,6	37,4	37,7	37,5	1,0	4,2	3,6
Receita capital	0,4	1,2	1,5	2,1	1,7	44,0	1,5
Receita total	42,6	43,6	44,8	45,5	2,9	6,4	-
Consumo intermédio	5,1	5,2	5,4	5,5	0,4	5,8	0,7
Despesas com pessoal	10,8	10,4	10,8	10,9	0,1	5,6	1,4
Prestações sociais	18,2	17,5	18,3	18,1	0,0	4,0	1,6
Juros	2,9	2,1	2,1	2,2	-0,7	10,4	0,5
Subsídios	0,4	0,8	0,8	0,7	0,2	-12,3	-0,2
Investimento	1,9	2,6	3,3	3,7	1,9	16,7	1,3
Despesa total	42,5	42,4	44,4	45,2	2,7	6,6	-
Despesa Corrente Primária	36,7	36,4	38,1	38,1	1,4	4,9	4,2
Saldo Global	0,1	1,2	0,4	0,3	0,2	-	-
Saldo primário	3,0	3,3	2,5	2,5	-0,5	-	-
Saldo primário estrutural	2,0	3,1	2,3	2,2	0,2	-	-
Dívida Pública	116,1	97,9	95,9	93,3	-22,8	-	-

Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE, Proposta de OGE 2025 e AMECO.

superar o da receita, com a política orçamental a assumir um carácter ligeiramente expansionista em 2025.

O aumento de 6,4% da receita (cerca de 8.000 milhões de euros) é, em mais de metade, explicado pelo aumento da receita fiscal e contributiva. De facto, apesar das medidas de política orçamental com um impacto negativo superior a 1.400 milhões de euros (cerca de 0,5% do PIB), onde se incluem, a título de exemplo, o alargamento do IRS jovem e a redução do IVA da eletricidade, a receita fiscal e contributiva deverá aumentar 4,2% (cerca de 4.500 milhões de euros). Para além do efeito positivo decorrente do crescimento da economia, do aumento do emprego e dos salários, a evolução positiva desta rubrica é ainda explicada pela reposição dos impostos aos combustíveis (com um impacto de 650 milhões de euros, 0,2% do PIB). Neste contexto, os impostos diretos deverão reduzir 0,6 p. p. para 10,0% do PIB, compensado, apenas parcialmente, pelo aumento dos impostos indiretos (+0,2 p. p., para 14,7%), reduzindo a carga fiscal em 0,2 p. p., para 37,5% do PIB. No entanto, admitindo a relação histórica entre o PIB nominal e a receita fiscal e contributiva (as elasticidades) e ajustado por estas medidas orçamentais, é possível que esta rubrica esteja sobrestimada em torno de 0,1% PIB. A confirmar-se, o aumento da receita fiscal e contributiva rondaria os 3,9%, em vez dos 4,2% projetados na POGE 2025.

Outra parcela importante no aumento da receita é a componente relativa ao PRR, que explica cerca de 40% do aumento esperado da receita para o próximo ano (ou seja,

cerca de 3.100 milhões de euros). Se excluirmos esta parcela (de cerca de 2,3% do PIB), a receita total aumentaria em torno de 4%, ou seja, ligeiramente abaixo de 5.000 milhões de euros.

Do lado da despesa, o aumento projetado para o próximo ano (de 6,6% ou cerca de 8.300 milhões de euros) é explicado, em mais de 60%, por três rubricas: por esta ordem, prestações sociais, despesas com pessoal e investimento.

O aumento das prestações sociais é explicado, em mais de metade, pela atualização das pensões de acordo com a fórmula prevista na lei e pelo aumento do número de pensionistas, um impacto total de 1.600 milhões de euros (0,4% do PIB). A isto, junta-se o reforço do Complemento Solidário para Idosos (120 milhões de euros) e outras medidas de menor dimensão. Existe ainda a possibilidade de haver um pagamento extraordinário às pensões mais baixas em outubro de 2025, tal como aconteceu este ano, mas que estará dependente do bom andamento das contas públicas e cuja decisão será tomada apenas no verão do próximo ano.

Por sua vez, as despesas com pessoal refletem a valorização salarial dos funcionários públicos (de 52,63 euros ou um mínimo de 2%), com um impacto de quase 600 milhões de euros, aos quais se juntam outras medidas como progressões, promoções, atualização do salário mínimo da Administração Pública (de 821,83 euros para 875 euros), recuperação do tempo de serviço dos professores e outras revisões de carreiras já acordadas este ano.

Por fim, ao nível do investimento, é esperado um aumento de 16,7% (cerca de 1.600 milhões de euros), o que, a confirmar-se, colocaria o seu peso no PIB (de 3,7%) no nível mais elevado desde 2010. A grande questão tem a ver com a capacidade de execução desta rubrica que, recorde-se, tem tipicamente ficado abaixo do orçamentado nos últimos anos.² Ainda assim, acreditamos que a intenção de reforço do investimento público em 2025 afigura-se mais credível, atendendo à necessidade de acelerar a execução dos fundos comunitários, com destaque para o PRR, em linha com a curva histórica de execução temporal deste tipo de instrumento. De facto, o aumento do investimento público é, em mais de 60%, explicado pelo impacto do PRR, pelo que, se excluirmos este efeito, o investimento público aumentaria cerca de metade. No total, se excluirmos o efeito do PRR da receita e da despesa, o saldo orçamental passaria de 0,5% do PIB em 2024 para 0,7% em 2025.

Por último, o Ministério das Finanças aponta para um agravamento dos encargos com juros pelo terceiro ano consecutivo (+10,4%), passando de 2,1% do PIB em 2024 para 2,2% em 2025, ainda assim, abaixo do verificado em 2019 (2,9%). Esta evolução reflete o agravamento do custo da dívida emitida mais recentemente.³ A estimativa do Executivo parece ajustada face ao contexto, e, mesmo num cenário mais extremo, em que as taxas de juro das OTs a 10 anos atingissem os 7% (níveis registados no início de 2011 e altamente improváveis neste momento), o encargo com juros seria cerca de 3% do PIB. Assim, e assumindo, de forma muito simplista, que mais nenhuma rubrica se alteraria, o saldo orçamental atingiria um défice em torno dos 0,5% do PIB.

No conjunto, as medidas de política orçamental deverão contribuir para o agravamento da despesa em mais de 1.700 milhões de euros (cerca de 0,6% do PIB), das quais mais de 90% são relativas a despesas com pessoal.⁴ Neste contexto, a despesa corrente primária manter-se-á em níveis elevados (38,1% do PIB, tal como em 2024), o que corresponde, se compararmos com o pré-pandemia, a um agravamento de 1,4 p. p. do PIB.⁵ Esta evolução é especialmente preocupante, pelo carácter mais rígido desta despesa (exclui o investimento público e os juros pagos da

dívida pública, que o Estado não controla), ou seja, é a despesa mais difícil de reverter caso um choque negativo se materialize. Todavia, há que ter em consideração que esta rubrica está também influenciada pela execução do PRR: sem estes fundos, a despesa corrente primária registaria um agravamento de 0,6 p. p. face ao pré-pandemia.

Neste contexto, o rácio de dívida pública continuará a sua trajetória descendente: de acordo com o Governo, deverá descer de 95,9% do PIB em 2024 para 93,3% em 2025, uma descida explicada, em mais de metade, pelo crescimento da atividade económica. As previsões do Governo apontam que será possível atingir um rácio de dívida pública em torno dos 65% em 2038.

A perspetiva de descida continuada dos níveis de endividamento público, a par do compromisso no equilíbrio das contas públicas, é particularmente relevante para o país, dado que Portugal continua no grupo dos 20 países com maior rácio de dívida pública a nível mundial. Esta postura deverá contribuir para sustentar o prémio de risco abaixo dos restantes periféricos e poderá suportar também a melhoria do rating da República. No entanto, os riscos continuam à espreita: o grande destaque continua a ser a vertente externa, nomeadamente os riscos geopolíticos (e os impactos que podem ter no encarecimento das matérias-primas, especialmente o petróleo) ou as oscilações nos mercados financeiros. Para além disso, destacamos, na frente doméstica, a fragmentação do Parlamento e a eventual pressão sobre as contas públicas decorrente da aprovação de medidas que possam agravar a despesa. De igual modo, a fraca implementação do PRR continua a constituir um risco relevante. Ainda assim, também os riscos ascendentes podem influenciar de forma positiva a execução orçamental, nomeadamente maior consumo das famílias, num contexto de redução dos encargos com os empréstimos e aumento do rendimento disponível.

Vânia Duarte

2. A exceção poderá ser 2024, que, a confirmar-se a estimativa do Governo, poderá ficar cerca de 150 milhões de euros acima do projetado no OGE 2024.

3. O custo da nova dívida aumentou de 1,7% em 2022 para 3,5% em 2023 e atinge os 3,4% em 2024. Neste contexto, o custo do stock de dívida aumentou 0,3 p. p. em 2023, para 2,0%.

4. Esta estimativa não inclui a recente revisão em alta do salário mínimo da função pública, que, inicialmente, estava previsto em 870,50 euros e, em negociações com os sindicatos após a publicação da POG 2025, fixou-se em 875 euros.

5. O aumento de cerca de 42% da despesa corrente primária face a 2019 é explicado, em cerca de 70%, pelo aumento das prestações sociais (com um aumento de cerca de 37%, ou seja, +14.350 milhões de euros) e despesas com pessoal (+38%, +8.870 milhões de euros).

Índice de Preços da Habitação: revisão em alta

Em média, os preços das casas (medidos pelo IPH do INE) aumentaram 12,6% em 2022 e 8,2% em 2023 (8,7% nos imóveis existentes e 6,6% nos imóveis novos). A previsão do BPI Research apontava para uma valorização média de 4,3% em 2024, mas na sequência da publicação do dado do IPH do 2T 2024 e de outros fatores já conhecidos tornou-se imperativo a revisão em alta deste número.¹ Explcamos aqui o racional da revisão.

De facto, o dado do 2T 2024 foi muito forte – uma subida trimestral de 3,9% – a mais alta desta série. É preciso recuar ao 1T 2022 para encontrar uma variação trimestral desta ordem (3,8%, no caso). Em termos homólogos o aumento de preços foi de 7,8% o que ainda assim é coerente (embora em menor escala) com a visão de desaceleração do mercado face a 2023 que antecipávamos. O dado foi também forte ao nível do número de transações (37.125), principalmente porque interrompeu sete trimestres de quebras homólogas significativas (em 2023 as vendas recuaram quase 19%). Com efeito, as transações no 2T 2024 incrementaram 12% trimestralmente e 10% face ao homólogo. Com este dado, também deixámos de projetar um recuo residual no número de transações face a 2023, esperando agora que aumentem em média cerca de 5%.

Quais os motivos que podem explicar este comportamento? No essencial, há dois aspetos aos quais atribuímos maior importância.

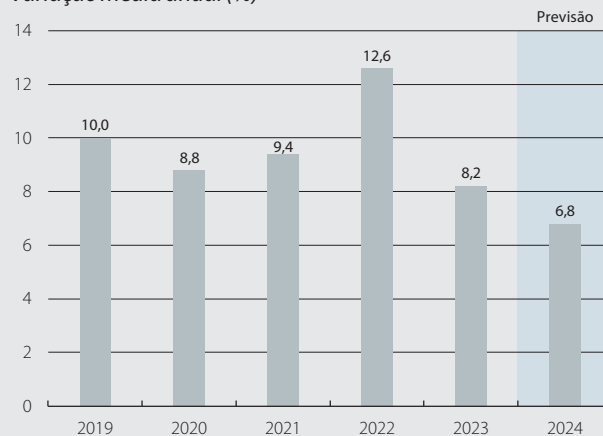
Primeiro, o processo desinflationista na zona euro após o 1T 2024 afigurava-se já mais consistente. Em maio, por exemplo, quer a inflação global quer a inflação subjacente na zona euro situavam-se abaixo dos 3% e já era grande a convicção nos mercados de que o primeiro corte de taxas de referência por parte do BCE seria efetuado em junho, o que se veio a confirmar. O efeito disto é múltiplo. Por um lado, a perspetiva de encargos financeiros mais baixos traz otimismo a quem pretende comprar, que antecipa menor pressão no orçamento familiar. Depois, taxas de juro mais baixas traduzem-se em menor serviço da dívida e melhor enquadramento das métricas usadas para analisar o risco em crédito à habitação, como a taxa de esforço. Por fim, em termos financeiros, taxas de juro mais baixas significam normalmente preço dos ativos mais alto.

Em segundo lugar, consideramos que o anúncio por parte do Governo de medidas a impactar o mercado da habitação também tiveram a sua influência. Aqui, atribuímos especial relevância à medida de isenção do IMT na aquisição de habitação própria permanente por pessoas com menos de 35 anos de idade. Operadores do mercado imobiliário indicam que alguns compradores (acima dos

1. Em concreto, apontamos agora para uma variação média do IPH em 2024 de 6,8%.

Índice de Preços da Habitação

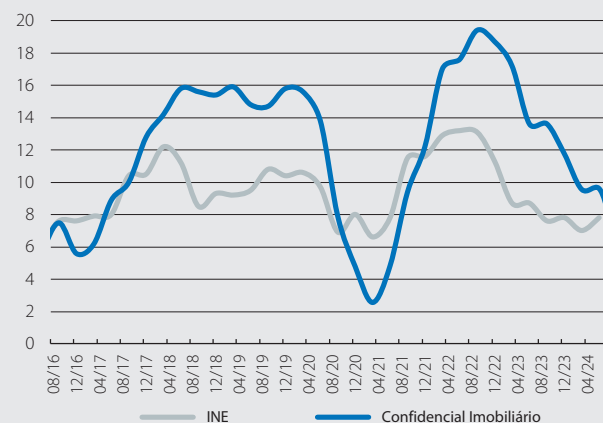
Variação média anual (%)



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

Índice de preços da habitação/residenciais

Var. homóloga (%)



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

35 anos) em antecipação desta medida, que viria a entrar em vigor apenas em agosto, posicionaram-se antecipando um aumento de procura de imóveis dos jovens.

Nos restantes trimestres do ano os preços da habitação deverão continuar a subir, embora com menos pujança do que o observado neste segundo trimestre. Globalmente, o contexto é feito de fatores de suporte ao mercado. O saldo migratório positivo (via imigração) deverá continuar a contribuir para o crescimento da população ativa e a aquisição de imóveis por não-residentes em número superior ao pré-pandemia deverá manter-se. A resiliência da procura com manutenção de baixos níveis de desemprego e aumento dos salários reais, conjugada com uma oferta que não dispara.² Por fim, a progressão

2. Até ao 2T 2024 os novos fogos de habitação concluídos ascendem a 12.193. A manter-se o ritmo de construção igual ao que ocorreu na primeira metade do ano, os novos fogos construídos deverão incrementar 3% face a 2023.

continuada e convicta do processo de alívio monetário – na reunião de setembro a decisão do Conselho do BCE de cortar a taxa de juro *depo* em 25 p. b. foi tomada por unanimidade.

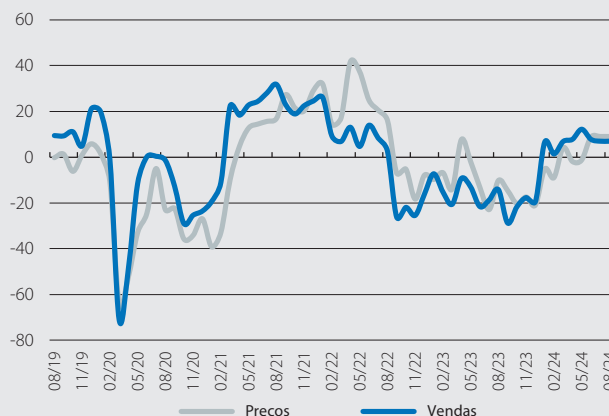
Aparte disto, os dados conhecidos pós 2T 2024 também são positivos. Em agosto, as expetativas de vendas e preços para os próximos 3 meses dos agentes do mercado³ plasmados no *Portuguese Housing Market Survey*⁴ estão simultaneamente em terreno positivo por três meses consecutivos. Os dados do Índice de Preços Residenciais, também elaborado pela Confidencial Imobiliário, em julho e agosto assinalam aumento de preços (crescimentos mensais de +0,1% e +0,9%, respetivamente). E o valor mediano da avaliação bancária de imóveis no âmbito de processos de crédito habitação avançou também em julho e agosto (+7,4% e 8,2% em termos homólogos, respetivamente).

Por fim, resta-nos assinalar que nem tudo é positivo no horizonte de riscos e alguns aspetos concorrem para o abrandamento do mercado. Nomeadamente, a desaceleração da economia nacional e crescimento modesto da economia da Zona euro; e, o crescente desfasamento entre crescimento dos salários e crescimento dos preços do imobiliário.

Tiago Belejo Correia

Expetativas de preços e vendas a três meses

Saldo de respostas extremas



Fonte: BPI Research, com base nos dados da Confidencial imobiliário.

3. Mediadores e Promotores imobiliários.
4. Elaborado pela Confidencial Imobiliário.

O «Semáforo da Atividade»

O acompanhamento em tempo real da atividade económica nacional é um *leitmotiv* da área de estudos económicos e financeiros do BPI. A monitorização próxima de tudo o que se relaciona com a atividade e o crescimento permitirá uma construção mais eficiente de cenários e um contributo para a compreensão da realidade económica por parte de quem acompanha as nossas publicações.

Assim, um dos grandes desafios é a previsão da variável macroeconómica de referência para a definição da dimensão e crescimento de uma economia – o Produto Interno Bruto (PIB). Porém, os dados relativos ao PIB são divulgados numa base trimestral e normalmente com cerca de um mês de desfasamento relativamente ao final do trimestre a que se referem. Idealmente, a nossa visão tem de ser mais tempestiva, com vista a dar *inputs* a todo o momento acerca da economia e perspetivar da melhor forma o trimestre em curso (e seguintes).

Existem, contudo, indicadores de diversa ordem que são divulgados com frequência mais alta e que podem ser associados ao andamento da atividade económica. Desenvolvemos uma ferramenta – o «Semáforo da Atividade» – que visa aproveitar uma seleção de indicadores (com frequência superior a trimestral) e relacioná-los com o PIB. Apresentamo-la nos parágrafos seguintes.

A escolha de indicadores e construção da ferramenta do «Semáforo da Atividade»

Partimos de uma *pool* alargada de indicadores candidatos a integrar o «Semáforo» e o espírito subjacente à escolha dos mesmos teve por base dois critérios. Primeiro, apresentarem uma frequência alta (semanal ou mensal). Segundo, serem potenciais *proxys* para uma cobertura alargada da atividade económica nos seus diversos aspetos e

setores – consumo privado, turismo, e, atividade industrial, por exemplo. Por fim, pretendeu-se também uma combinação de *hard data* (dados quantitativos baseados em informação objetiva e mensurável) com *soft data* (dados de natureza mais qualitativa e que refletem opiniões, perceções ou expectativas). É expectável que a *hard data* reflita melhor a situação do momento enquanto a *soft data* permita captar melhor as tendências futuras.

Foram dez os indicadores da *pool*: Indicador de atividade diária (DEI); Emprego (número da população empregada); índice de produção na Construção e Obras Públicas; índice de volume de negócios no Comércio a retalho; índice de volume de negócios na indústria; índice de volume de negócios nos Serviços; ISE (indicador de sentimento económico); Compras multibanco de não residentes (valor das compras com cartões emitidos no estrangeiro em TPA em Portugal), Multibanco (valor deflacionado do levantamento e compras com cartões multibanco); Turistas não residentes (nº de hóspedes não residentes em estabelecimentos de alojamento turístico nacionais).

Para decidir de entre todas quais as variáveis a incluir no «Semáforo» começámos por verificar quais as que têm maior correlação com as variações do PIB. Apresentamos a matriz de correlações na primeira figura. A diagonal representa a correlação da variável com ela mesma, mas na primeira coluna conseguimos observar o coeficiente de correlação do PIB com cada uma das variáveis da *pool*.

Como é visível na matriz, todos os indicadores apresentam com o PIB uma correlação média ou alta/muito alta. Sendo o Índice de volume de negócios nos Serviços o indicador com maior correlação (0,965) e o Multibanco (levantamento e compras com cartões) o de menor correlação (0,652). Selecionámos em primeiro lugar para cons-

Matriz de correlações entre a variação dos indicadores e a variação do PIB

	PIB	DEI	Emprego	Indice_prod_construcao	Indice_vn_comercio	Indice_vn_industria	Indice_vn_servicos	ISE	Mb_compras_nao_resid	Mb_levantamentos_e_compras	Turistas_nao_resid
PIB	1,000	0,962	0,677	0,906	0,904	0,848	0,965	0,950	0,690	0,652	0,719
DEI	0,962	1,000	0,628	0,898	0,871	0,859	0,939	0,974	0,673	0,597	0,719
Emprego	0,677	0,628	1,000	0,567	0,711	0,494	0,692	0,603	0,458	0,608	0,214
Indice_prod_construcao	0,906	0,898	0,567	1,000	0,756	0,763	0,853	0,862	0,579	0,525	0,628
Indice_vn_comercio	0,904	0,871	0,711	0,756	1,000	0,764	0,916	0,891	0,713	0,762	0,705
Indice_vn_industria	0,848	0,859	0,494	0,763	0,764	1,000	0,877	0,823	0,498	0,474	0,598
Indice_vn_servicos	0,965	0,939	0,692	0,853	0,916	0,877	1,000	0,930	0,699	0,670	0,681
ISE	0,950	0,974	0,603	0,862	0,891	0,823	0,930	1,000	0,710	0,616	0,776
Mb_compras_nao_resid	0,690	0,673	0,458	0,579	0,713	0,498	0,699	0,710	1,000	0,885	0,864
Mb_levantamentos_e_compras	0,652	0,597	0,608	0,525	0,762	0,474	0,670	0,616	0,885	1,000	0,679
Turistas_nao_resid	0,719	0,719	0,214	0,628	0,705	0,598	0,681	0,776	0,864	0,679	1,000

■ Maior correlação

■ Menor correlação

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

tituir o «Semáforo» os indicadores com correlação acima de 0,95 (ISE, DEI e índice VN Serviços) e de seguida aqueles com correlação acima de 0,90 (Índice VN Comércio e Índice Prod. Construção), acabando por «deixar cair» o Índice de Prod. na Construção e substituindo-o pelo Índice de VN da Indústria (0,848) por forma a poder ter também uma visão por grandes grupos setoriais – Indústria, Comércio e Serviços.

Depois de remover outliers estandardizarmos as séries para que os registos trimestrais (e mensais) variassem entre -1 e 1, facilitando a comparabilidade, e estabelecemos seis escalões de performance baseados em percentis – Debilidade extrema, Debilidade, Steady «downside», Steady «upside», Força e Força extrema. Assim, cada vez que ocorre a publicação de um indicador conseguimos automaticamente avaliar a sua performance relativa e situá-lo num escalão de desempenho. Ponderando cada um dos cinco indicadores com um peso de 20% para o «Semáforo» podemos finalmente construí-lo. Esse exercício retrospectivo é apresentado na segunda imagem.

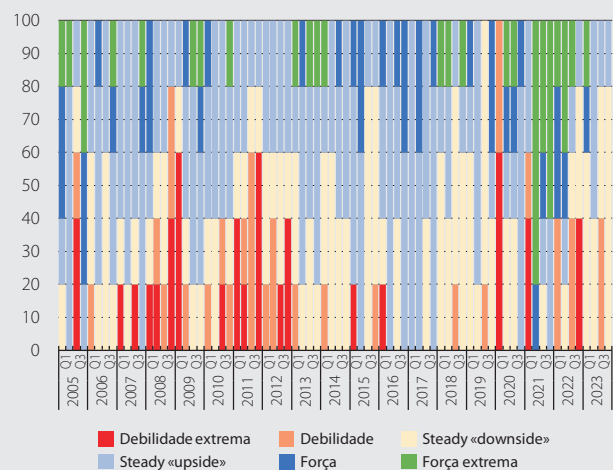
Como podemos ver, estão bem evidenciados no gráfico como épocas de debilidade e debilidade extrema a crise financeira de 2008,¹ a crise das dívidas soberanas com entrada da «troika» no país em 2011² e a crise sanitária do Covid.³ Por outro lado, o «Semáforo» também aponta como períodos de força/força extrema da atividade o 2T 2021 e o 4T 2021, alturas onde o PIB avançou em termos trimestrais +4,5% e +1,9%, respetivamente. Estes sinais parecem evidenciar uma boa performance no indicador para sinalizar períodos de expansão e recessão.

O que está a sinalizar o semáforo

Olhando já para 2024, efetuámos o exercício de estabelecer os pontos médios de cada um dos escalões de performance equivalente para as variações do PIB e ponderá-las pelas percentagens do «Semáforo». Com isto, verificamos que a variação trimestral do PIB que o «Semáforo» apontava para o 1T 2024 era 0,51% e foi 0,64% que se confirmou com a publicação do dado. Já no 2T, o «Semáforo» apontava 0,26% e o dado efetivo foi inferior a esse valor (0,21%), e finalmente, no 3T apontava para 0,29% e dado efetivo foi também inferior (0,2% na estimativa rápida). À data em

1. Recordar que a falência do banco Lehman Brothers em 15 de setembro de 2008 foi o marco do início deste período. No último trimestre desse ano 80% dos indicadores do semáforo apontam para debilidade e debilidade extrema e o PIB trimestral no 4T 2008 foi de -1,3%.
 2. O Memorando de Entendimento com a «troika» foi celebrado em maio de 2011 e no 1T desse ano o «Semáforo» já apontava para 60% dos indicadores em debilidade extrema tendo o PIB registado uma variação trimestral de -0,7%.
 3. Recordar a existência de estado emergência 1T 2020 e estado de emergência no 1T 2021 (quando a 18 de janeiro Portugal é o país do mundo com maior número de novos casos de infeção por milhão de habitantes). Nestes períodos 80% e 60% dos indicadores do «Semáforo», respetivamente, sinalizavam debilidade/debilidade extrema e o PIB trimestral nesses períodos recuou -4,4% e -2,4%.

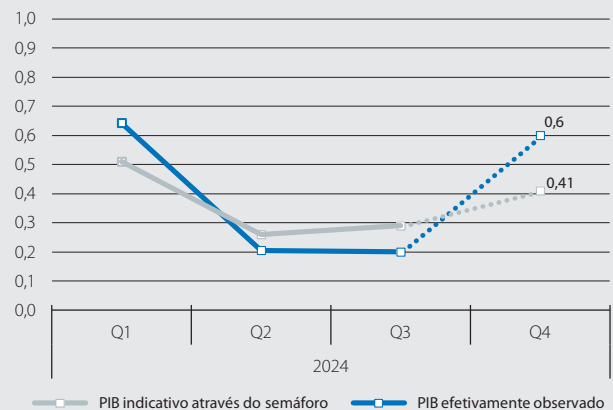
Semáforo da Atividade (qoq)



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

PIB

Variação trimestral (%)



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

que escrevemos naturalmente não existe ainda dado publicado para o PIB do 4T 2024, o trimestre ainda decorre, e no «Semáforo» alguns indicadores apenas ainda têm dados até setembro. Contudo, com os dados atuais, o «Semáforo» aponta uma variação trimestral do PIB de 0,41% no 4T 2024 e que é inferior à previsão do BPI Research (0,60%). Este exercício está ilustrado na última imagem.

Apresentámos o funcionamento desta nova ferramenta que poderá surgir em publicações e análises futuras do BPI Research. Naturalmente, não é o «Santo Graal», e não estão postas de parte calibrações adicionais ou outros ajustes que a utilização imponha. Trata-se apenas de mais um contributo para a interpretação da realidade a cada momento e que poderá ter algum potencial de *early warning*.

Tiago Bejeiro Correia

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

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	08/24	09/24	10/24
Inflação global	7,8	4,4	1,7	2,2	2,7	2,2	1,9	2,1	2,3
Inflação subjacente	5,6	5,1	3,0	2,3	2,4	2,5	2,4	2,8	2,6

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	08/24	09/24	10/24
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	23,2	-1,4	-1,4	-5,5	-3,7	...	-0,3	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	31,7	-4,0	-4,0	-7,3	-5,6	...	-2,3	...	...
Saldo corrente	-2,8	3,6	3,6	5,1	5,8	...	4,4	...	...
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	...	-0,7	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	-0,5	7,2	7,2	8,8	9,2	...	7,9	...	...

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	08/24	09/24	10/24
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	6,4	-2,3	-2,3	2,7	5,6	...	5,8	6,0	...
À vista e poupança	7,3	-14,8	-14,8	-11,2	-4,6	...	-7,5	-6,7	...
A prazo e com pré-aviso	5,2	14,8	14,8	20,2	17,7	...	22,5	21,0	...
Depósitos das Adm. Públicas	12,4	-12,4	-12,4	9,1	4,5	...	10,2	29,1	...
TOTAL	6,5	-2,6	-2,6	2,9	5,6	...	6,0	6,7	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	1,7	-1,5	-1,5	-0,8	-0,3	...	0,5	0,9	...
Empresas não financeiras	-0,6	-2,1	-2,1	-1,7	-1,7	...	-1,2	-1,2	...
Famílias - habitações	3,2	-1,5	-1,5	-0,8	0,0	...	1,0	1,5	...
Famílias - outros fins	2,9	0,2	0,2	2,0	2,7	...	3,5	4,4	...
Administrações Públicas	-2,7	-5,5	-5,5	5,9	-5,8	...	-3,4	-4,1	...
TOTAL	1,6	-1,6	-1,6	-0,5	-0,5	...	0,4	0,8	...
Taxa de incumprimento (%)²	3,0	2,7	2,7	2,7	2,6	...	-	-	-

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.