

2024 inicia mais forte do que o esperado

Indicadores para o 1T sugerem que a atividade está mais forte do que o antecipado no final do ano passado. Os indicadores que nos dão uma perspetiva mais completa para o 1T sugerem-nos que o crescimento trimestral neste período poderá superar a nossa previsão de um crescimento trimestral de 0,4%. Assim, temos o indicador diário de atividade do Banco de Portugal, que apresenta um crescimento médio homólogo de 5,8% no 1T (dados disponíveis até 20 março), uma pequena aceleração face ao 4T 23; e os indicadores de clima económico – que resume o sentimento na indústria, retalho, outros serviços e construção – e o de sentimento económico da Comissão Europeia também apresentam comportamentos positivos face ao 4T. Se o comportamento mais forte destes indicadores se refletir em mais crescimento no 1T do que aquele antecipado pelo BPI Research, enviará em alta os riscos para a nossa previsão de um crescimento de 1,6% no conjunto do ano. Recentemente, o Banco de Portugal reviu o cenário macroeconómico, colocando o crescimento anual em 2024 em 2%, mais 4 décimas do que a nossa previsão, mas, numa perspetiva de médio prazo, o crescimento acumulado no período 2024-26 é de 6,6%, igual ao implícito no cenário do BPI Research.

Desinflação acidentada. Em março, o IPC Global voltou a subir para 2,3% (2,1% em fevereiro). O mesmo aconteceu com o índice Subjacente, que exclui as categorias mais voláteis, para 2,5% (2,1% em fevereiro). No caso do IPC Subjacente este dado inclusive interrompe uma série de 12 meses consecutivos de redução. Março é tipicamente o mês do ano com variação mensal do índice de preços mais forte e, no caso da inflação subjacente, esse aumento (2,39%) foi superior à média registada entre 2015 e 2019 (2,23%). Por outro lado, na frente energética, as subidas acumuladas do Brent nos três primeiros meses do ano também não favorecem o processo desinflationista como um todo. Também o aumento mensal de preços nos produtos alimentares, contrariando a sazonalidade, pode levantar a hipótese de algumas atualizações desfasadas que possam ter ocorrido já fora do âmbito do fim da medida IVA Zero, por razões de estratégia comercial das grandes distribuidoras. Em suma, o caminho para uma inflação média de 2% é acidentado e progressivo, sendo que não deverá ocorrer ainda em 2024.

Preços da Habitação sobem 8,2% em 2023. Com a divulgação pelo INE dos dados do 4T (variação homóloga de 7,8%) verificou-se que o aumento médio de preços das habitações em 2023 foi de 8,2%. No ano passado venderam-se um total de 136.400 habitações, representando menos 18,7% face ao ano de 2022. Olhando já para 2024, os dados disponíveis continuam a apontar para uma valorização dos preços. O valor por m² da avaliação bancária no âmbito do crédito à habitação subiu nos primeiros dois meses do ano (+5,5% homólogo em fevereiro); e os dados do Índice de Preços Residenciais também apontam para aumento dos preços (em fevereiro face ao final de 2023 terão aumentado cerca de 1,5%). Assim, apesar de esperarmos que a atividade como um todo seja menos dinâmica em 2024, continuamos a acreditar que este mercado se encontra suportado e os preços aumentarão na ordem dos 3,5%.

As contas públicas fecham 2023 com chave de ouro. O excedente orçamental de 1,2% do PIB superou a estimativa do Governo e do BPI Research (com previsões de 0,8% e 0,7%, respetivamente) e compara de forma bastante positiva com o registado em 2022 (-0,3%), perante um crescimento da receita (9,0%) superior ao da despesa (5,2%). No primeiro caso, destaca-se a receita fiscal

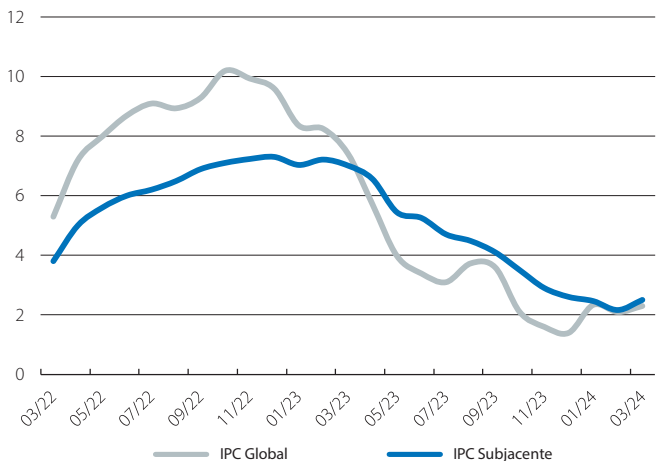
		4T 2023	1T 2024	Último mês disponível
Indicadores sintéticos	Indicador de clima económico	1,2	1,8	março
	Indicador de sentimento económico	95,7	99,5	março
	Indicador diário de atividade	5,5	5,8	março *
	Indicador de confiança	-28,2	-23,6	fevereiro
Consumo	Vendas a retalho	0,5	0,4	fevereiro
	Vendas a retalho excl. Combustíveis	0,8	0,9	janeiro
	Nº carros vendidos (média mensal)	15.422	18.124	fevereiro
	Venda de carros	7,9	17,4	fevereiro
Investimento	Indicador de FBCF	3,1	-	dezembro
	Importações de bens de capital (acumul. ano)	2,8	1,4	janeiro
Oferta	Vendas de cimento	3,6	13,8	fevereiro
	Produção industrial	-2,3	-1,3	janeiro
Procura	Consumo eletricidade corrigido temperatura&dias úteis	3,6	2,4	fevereiro
	Nº Turistas não residentes (yoy 2019)	13,4	5,9	janeiro
	Nº de voos (yoy)	7,2	1,7	fevereiro
Comércio externo	Exportações de b&s (acumul. ano)	5,0	-	dezembro
	Importações de b&s (acumul. ano)	-1,6	-	dezembro
Mercado de trabalho	Variação no desemprego registado (mil pessoas)	13,5	14,2	fevereiro
	Variação no emprego (mil pessoas)	79,0	97,8	janeiro

Nota: * Dados disponíveis até 20 de março.

Fonte: BPI Research.

IPC

Var. homóloga (%)



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

Avaliação bancária da habitação e Índice de Preços Residenciais

Var. homóloga (%)



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

e contributiva, que, sem surpresas (os dados mensais já sinalizavam) contribuiu com cerca de metade do aumento da receita total e superou em mais de 1.000 milhões de euros a última previsão do Governo. Adicionalmente, a receita de capital aumentou expressivamente, devido aos fundos europeus, nomeadamente do PRR. Entre as rubricas de despesa, os maiores contributos vieram das despesas com pessoal, prestações sociais e juros, com esta última rubrica a registar uma variação positiva pela primeira vez desde 2014. Depois do aumento durante a pandemia de algumas rubricas de despesa, verifica-se que a larga maioria voltou a registar pesos no PIB semelhantes aos de 2019, com a despesa corrente primária (indicador-chave de despesa rígida) abaixo do registado em 2019. Comportamento contrário verifica-se na receita fiscal e contributiva, cujo peso no PIB aumentou quase 1 p. p. face ao pré-COVID. Neste contexto, o rácio de dívida pública caiu 17,5 p. p. face a 2019, para 99,1%, o rácio mais baixo desde 2009.

2023 terminou com um excedente face ao exterior equivalente a 2,6% do PIB, contribuindo para a redução do ainda elevado nível de endividamento face ao exterior da economia. A administração pública foi o setor que mais contribuiu para o excedente, registando uma capacidade de financiamento de 1,2% do PIB, seguido das famílias que registaram uma melhoria de 4 décimas face a 2022, com um excedente equivalente a 1% do PIB. As empresas não financeiras reduziram as suas necessidades de financiamento para 2% do PIB, menos 3 décimas do que em 2022, refletindo o crescimento de 8,1% do excedente bruto de exploração e de um crescimento mais moderado da FBCF, que em 2023 aumentou 3,8% (15% em 2022). Por sua vez, as sociedades financeiras melhoraram o seu excedente para 2,5% do PIB, mais 9 décimas do que há um ano atrás, beneficiando em grande parte da melhoria da margem de intermediação resultante da alteração da política monetária do BCE. A taxa de poupança das famílias manteve-se em 6,3% em 2023, refletindo ritmos de crescimento semelhantes do rendimento disponível e do consumo. Embora a taxa de poupança se mantenha próxima de níveis mínimos históricos, a sua evolução esconde decisões das famílias na utilização das poupanças excedentárias ainda existentes na amortização de crédito para compra de casa própria. Em 2023, estas ascenderam a 11.689 milhões de euros, sugerindo que, em 2024, os orçamentos das famílias estarão menos pressionados pela despesa com juros, pelo que poderão alocar uma parcela mais significativa do seu rendimento disponível a consumo e/ou reforço de poupança.

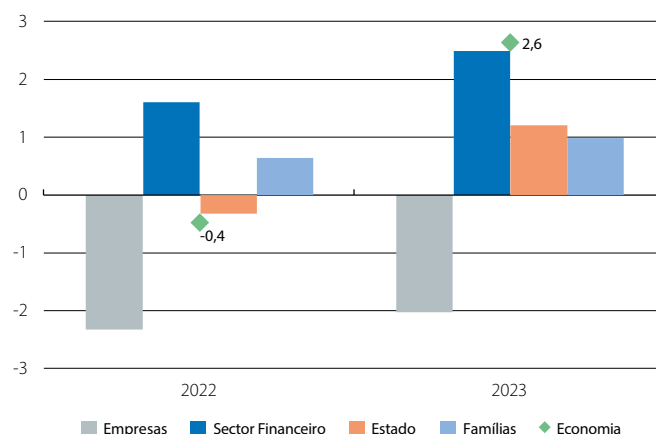
Os sinais de deterioração da qualidade do crédito são parcos, mas não deixam de chamar a atenção. O rácio de NPLs total voltou a diminuir no final do ano passado, de 3,0% no final de 2022 para 2,7%, uma trajetória seguida por praticamente todos os segmentos, exceto no crédito à habitação. De facto, neste caso, o rácio aumentou ligeiramente (+0,2 p. p.), para 1,3%, ainda assim longe do que foi registado no final de 2019 (2,4%) ou até mesmo do máximo (7,4%) assinalado no início de 2016. Por outro lado, o rácio de empréstimos em stage 2 (ou seja, os empréstimos cujo risco de crédito aumentou de forma expressiva face ao início do contrato) aumentou 0,4 p. p., para 10,7% no final do ano, com aumentos no caso da habitação e consumo & outros fins (+2,3 e +1,6 p. p., para 9,8% e 12,4%, respetivamente). Apesar deste comportamento, o aumento é contido quando comparado com o histórico. Por sua vez, a carteira de crédito mostra sinais de que o pior terá já passado. A carteira de crédito à habitação em fevereiro caiu menos do que no mês anterior (-1,2% homólogo, face a -1,5%), tal como nas sociedades não financeiras (-2,0% face a -2,6% em janeiro). Por seu lado, a carteira de crédito ao consumo manteve o dinamismo evidenciado no início do ano (+3,8% homólogo).

Principais rubricas das contas públicas (% PIB)

	2019	2023	Variação 2023-2022		Variação face ao OGE 2024
			TVH %	Contributos	
Receita corrente	42,2	42,6	8,1	8,0	924
Receita fiscal e contributiva	36,6	37,5	8,7	7,5	1.135
Receita capital	0,4	0,9	68,9	1,0	-354
Receita total	42,6	43,5	9,0	-	564
Consumo intermédio	5,1	5,3	5,0	0,6	-406
Despesas com pessoal	10,8	10,5	7,6	1,8	14
Prestações sociais	18,1	17,5	3,4	1,4	-472
Juros	3,0	2,2	23,3	1,0	84
Investimento	1,8	2,6	17,5	1,0	-579
Despesa total	42,5	42,3	5,2	-	-438
Despesa Corrente Primária	36,7	36,3	3,7	3,2	-354
Saldo Global	0,1	1,2	-	-	1.003
Dívida Pública	116,6	99,1	-	-	-

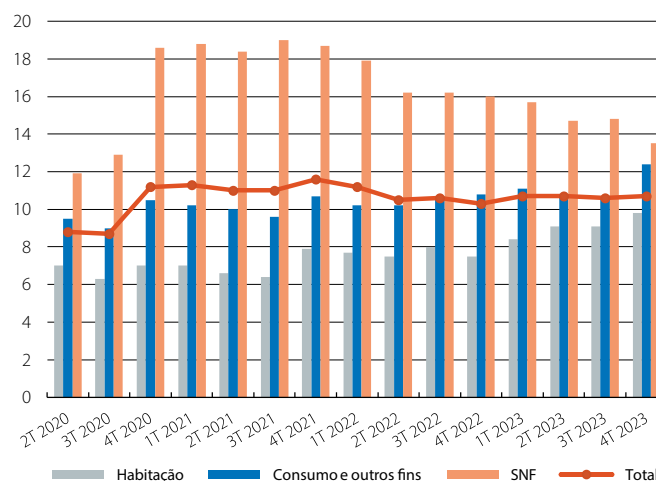
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE e OGE 2024 (últimas previsões disponíveis para as contas públicas de 2023).

Capacidade de financiamento da economia (% do PIB)



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

Rácio de empréstimos em stage 2, por segmento (%)



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

Relógio imobiliário Português: a contração não tem hora marcada

Por esta altura do ano, em 2023, antecipávamos uma correção ligeira dos preços no imobiliário residencial: uma variação média de $-0,2\%$ no ano seguida de uma quase estagnação em 2024 ($+0,1\%$). Conjugando aquilo que já se verificava na altura –uma redução homóloga do número de transações muito significativa– com o facto de ainda decorrer o aumento das taxas de juro de referência por parte do BCE até ao patamar atual; era justificado um ajuste nos preços à semelhança aliás do que acontecia noutros mercados desenvolvidos. Tal não se verificou –a variação média de preços em 2023 foi de $+8,2\%$ e as transações caíram $-18,7\%$ situando a dinâmica do mercado imobiliário residencial num contexto que designamos como de desaceleração (ver gráfico): redução das vendas, mas aumento dos preços. De facto, os imóveis valorizaram-se menos que nos seis anos anteriores, mas continuaram com uma apreciação robusta.

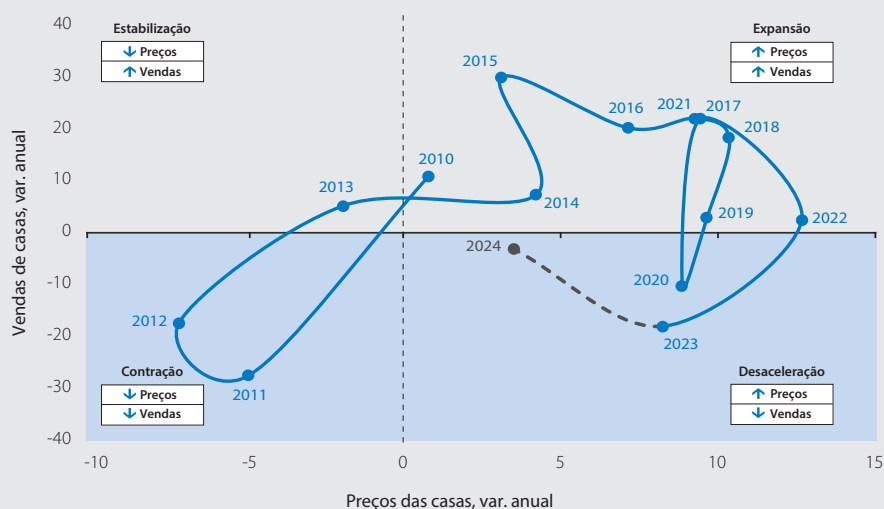
Vários fatores subjazem a isto. A economia cresceu mais do que o esperado e o mercado de trabalho resistiu, com o desemprego em níveis muito baixos. Apesar da redução relevante nas vendas comparativamente a 2022, a média trimestral das transações durante o ano passado é equivalente à do período entre 2015 e 2022 (cerca de 34 mil casas/trimestre). Ou seja, menor número de vendas face aos máximos, mas ainda em patamares elevados. Também sabemos que, de acordo com os dados do Banco de Portugal, os créditos à habitação feitos nos últimos anos representam uma fatia relevante do stock total de crédito e são feitos maioritariamente a agregados familiares nos quintis superiores de rendimento. Logo, menos expostos à erosão do rendimento líquido disponível provocado pelo surto inflacionista dos últimos anos.

Olhando o futuro antecipamos nova quebra das vendas este ano ($-4,2\%$), mais ligeira; com os preços também a crescerem mais moderadamente ($+3,5\%$). Por um lado, os grandes fatores macroeconómicos de suporte devem enfraquecer –prevemos menor crescimento do PIB e ligeiro aumento da taxa de desemprego. Por outro lado, apesar de projetarmos taxas de juro ainda acima do pré-pandemia, também esperamos a sua descida. Taxas de juros mais baixas e maior visibilidade acerca do início de cortes por parte do BCE trarão maior confiança aos agentes neste mercado e melhorarão as métricas de acessibilidade. Juntando a isto a continuação de saldos migratórios positivos, procura resiliente e uma oferta de imóveis que não descola, vemos o mercado bastante suportado. No outro lado da balança pode pesar alguma incerteza no campo político ou medidas legislativas que venham a mexer com os fundamentos deste mercado, pese embora os efeitos palpáveis destas iniciativas normalmente sejam algo dilatados no tempo.

Este início de ano tem revelado alguns dados animadores: fontes alternativas ao INE reportam que os preços continuam a subir e o novo crédito à habitação também está pujante –em janeiro foram contratados 1.184 milhões de euros, mais de 23% acima do montante contratado no mês homólogo de 2023. Afastamos desta forma «os ponteiros do relógio imobiliário» do cenário de contração: para 2024 situamo-lo no mesmo quadrante deste ano –o da desaceleração.

Tiago Belejo Correia

Relógio imobiliário
(Variação anual, %)



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

Indústria, um setor com dificuldades em retomar

Em 2023, o setor industrial teve um dos seus piores desempenhos da última década, refletindo as perturbações nas cadeias de abastecimento mundiais, o encarecimento dos produtos energéticos, a maior apetência dos consumidores pela aquisição de serviços em vez de bens e, mais recentemente, a prática de uma política monetária mais restritiva¹ e a redução da procura associada ao encarecimento dos custos de financiamento.

Em 2023, o valor acrescentado gerado pelo setor industrial contraiu 1,8%, mantendo-se 1,3% abaixo do nível pré-pandemia, colocando o peso do VAB gerado pelo setor em 17% do VAB total gerado pela economia, menos 1 ponto percentual do peso médio histórico do setor.

No mesmo sentido evoluiu a produção industrial, que contraiu 2,8% face ao ano anterior, mantendo-se cerca de 3,5% abaixo dos cinco anos anteriores à pandemia.

Olhando para os principais agrupamentos, a perda de fulgor no setor industrial reflete muito particularmente, as quebras de produção dos setores que maioritariamente produzem bens intermédios – utilizados na produção de bens de consumo e de investimento – e bens destinados a consumo. No seu conjunto, estes dois grandes agrupamentos – bens intermédios e bens de consumo – representam cerca de 68% da produção industrial.

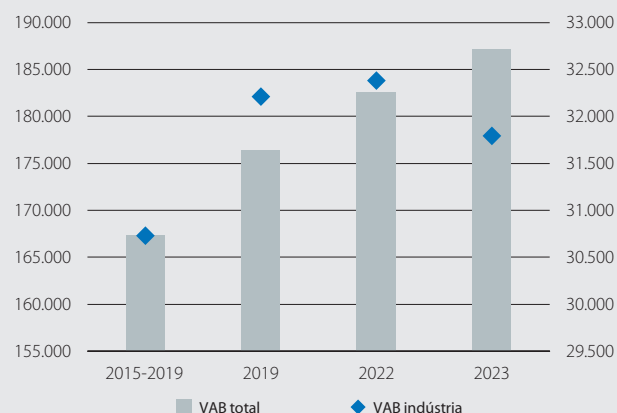
A alteração da política monetária, tanto na dimensão do aumento das taxas de juro diretoras como na rapidez do processo, terá tido um impacto negativo na atividade industrial, na medida em que este é tipicamente mais intensivo em capital do que o setor dos serviços estando, por isso, mais exposto a alterações nas condições de financiamento nas decisões de investimento e produção. Além disso, o consumo de bens industriais por parte das famílias, particularmente de bens duradouros, está mais frequentemente dependente do recurso a crédito do que o consumo de serviços.

Olhando, para os resultados dos inquéritos de conjuntura realizados às empresas, estes mostram uma redução da procura e um acumular de *stocks*, que explicam o enfraquecimento da produção no setor industrial. De facto, as respostas a estes inquéritos, mostram que a procura por bens produzidos na indústria transformadora está muito

1. No artigo Análise do impacto da política monetária no VAB por setor de atividade, publicado no Boletim Económico de dezembro 2023 pelo Banco de Portugal, conclui-se, com base num modelo BVAR (Vetor Autorregressivo Bayesiano), que o choque associado à maior restritividade da política monetária é superior e mais imediato no setor industrial do que no setor dos serviços. No artigo, os autores estimam que enquanto que nos serviços o impacto é de -0,22% após dezanove trimestres, na indústria é de -0,25% após seis trimestres.

VAB a preços constantes

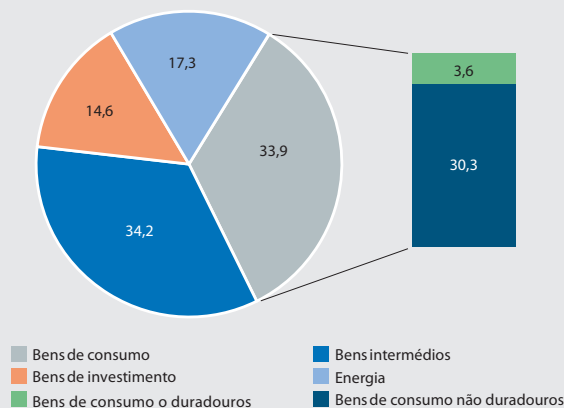
(Milhões de euros)



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

Agregados do índice de produção industrial

(% do índice total)



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

abaixo da observada nos cinco anos anteriores. O movimento foi idêntico em todos os setores, mas mais pronunciado na produção de bens intermédios e de consumo, em linha com a desaceleração do consumo privado, em parte explicado por uma normalização das dinâmicas de consumo (alteradas nos períodos imediatamente após a reabertura da economia no pós-Covid), mas possivelmente também por uma maior apetência pelo consumo de serviços, (como por exemplo turísticos tais como alojamento, restauração, transportes), cuja procura terá sido impulsionada pelo fim das restrições associadas à pandemia.

Paralelamente, a avaliação dos *stocks* evidencia que estes se encontram muito acima do que era habitual nos cinco anos antes da pandemia, limitando progressos na dinamização da produção.

Inquéritos de conjuntura à indústria

Ponderador (%)

		Setor industrial	Bens de consumo	Bens de investimento	Bens intermédios	Fabricação de veículos automóveis	Outros bens de equipamento
		100	40,6	17,5	41,0		
Procura global	2015-2019	-7,1	-7,3	-4,6	-6,5	-4,6	-6,3
	2023	-18,0	-16,8	-9,8	-22,5	4,3	-13,5
	2024	-17,2	-19,1	-9,0	-19,3	2,5	-11,8
Stock de produtos acabados	2015-2019	2,6	1,9	1,2	3,2	1,9	1,0
	2023	6,3	5,9	0,9	8,9	1,7	0,7
	2024	6,4	5,5	2,0	9,0	0,0	2,5
Obstáculos mais importantes (somatório dos vários obstáculos é igual a 100%)							
Insuficiência da procura	2015-2019	47,5	51,7	55,2	41,8	92,3	49,0
	2023	42,2	44,7	29,3	46,0	2,2	36,7
	2024	54,0	58,5	34,8	59,1	0,0	43,2
Dificuldades em contratar pessoal qualificado	2015-2019	12,9	13,9	18,7	10,7	0,5	23,4
	2023	16,2	17,7	18,7	14,2	0,1	23,7
	2024	14,6	13,2	27,4	10,2	0,3	34,0
Insuficiência de materiais e/ou equipamento	2015-2019	15,6	7,6	4,7	24,6	0,0	6,3
	2023	16,5	14,0	34,4	10,5	62,2	27,7
	2024	6,8	9,1	12,8	2,6	1,1	15,6
Dificuldades de tesouraria	2015-2019	5,6	7,0	4,7	4,9	0,0	5,8
	2023	9,5	7,6	2,3	14,0	0,0	3,0
	2024	11,4	5,8	2,1	19,4	0,0	2,6
Dificuldades em obter crédito bancário	2015-2019	1,7	1,1	4,7	1,3	0,0	5,6
	2023	0,9	0,9	1,4	0,6	0,0	1,8
	2024	0,8	1,0	0,4	0,9	0,0	0,5
Outros obstáculos	2015-2019	16,8	18,7	12,0	16,6	7,1	9,8
	2023	14,7	15,2	13,8	14,6	35,5	7,2
	2024	12,3	12,5	22,6	7,8	98,6	4,1

Nota: Para 2024, a informação relativa à procura e stocks abrange janeiro e fevereiro; nos obstáculos a recolha dos inquéritos é trimestral e a última resposta é de janeiro.

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

O que esperar para 2024?

Possivelmente a curto prazo, não se assistirá a alterações significativas, nomeadamente na tendência de queda da produção, pois por um lado, as condições de financiamento continuam restritivas, limitando investimento e produção, por outro condicionando decisões de consumo por parte das famílias e por outro, necessidade de que os setores com maiores *stocks* escoem primeiro a produção armazenada. Mas as perspetivas de relaxamento gradual das condições de financiamento e o escoamento de produtos acabados, fazem antever que o setor industrial ganhe gradualmente alguma pujança, podendo recuperar parte das perdas sofridas nos últimos anos, ainda que talvez não a sua totalidade, tanto por via do fim do ambiente de taxas de juro muito baixas, como por via de maior apetência por consumo de serviços.

Teresa Gil Pinheiro

Desafios e perspetivas para a dívida pública portuguesa: reflexões sobre a retirada do BCE

As *yields* da dívida pública (e de outros instrumentos) variam em sentido oposto ao valor dos próprios títulos. Mais concretamente, quando as *yields* aumentam, o valor dos títulos diminui e quando as *yields* diminuem, o valor dos títulos aumenta. Esta dinâmica afeta as decisões dos investidores e é importante para perceber como os mercados avaliam a solidez económica de um país. No que diz respeito a Portugal, os títulos de dívida pública têm encarecido face a outros parceiros europeus. Mas o que justifica esta dinâmica? Explicar o encarecimento dos títulos de dívida pública portuguesa face a outros parceiros europeus é análogo a explicar porque é que as taxas de juro que Portugal paga para se financiar são inferiores. Sugerimos três perspetivas de análise desta questão.

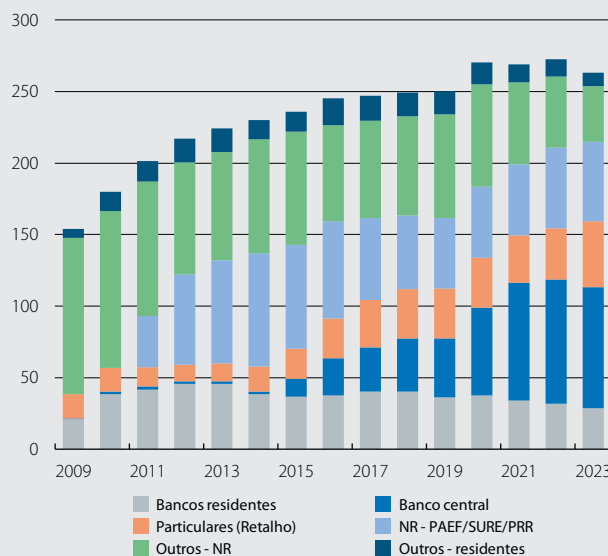
Numa primeira fase, importa olhar para o contexto macroeconómico. Neste ponto, Portugal recuperou de forma expressiva no pós-pandemia (quase 6% desde o final de 2019), destacando-se da média registada para a Zona Euro (de 3%) e das principais economias da região (por exemplo, a Alemanha cresceu apenas 0,1%).

Uma segunda perspetiva prende-se com a componente orçamental. Neste ponto, destaca-se o compromisso com a consolidação das contas públicas, que tem permitido atingir saldos primários positivos nos últimos anos (exceto durante a pandemia). Em 2023, Portugal voltou a registar um excedente orçamental e, à data de elaboração deste artigo, as perspetivas apontam para que esse seja o novo panorama fiscal nos próximos anos (este compromisso é alargado aos principais quadrantes políticos, o que ajuda a consolidar esta expectativa). Um contexto de crescimento económico assinalável, a consolidação fiscal e outros efeitos¹ permitiram colocar o rácio de dívida pública abaixo dos 100% do PIB em 2023, o que já não acontecia desde 2009. A consolidação das contas públicas no pós-pandemia é distintiva entre os demais países da Zona Euro: por exemplo, no que diz respeito ao rácio de dívida pública, a redução de Portugal (de 4,2 p.p. em 2022 face a 2019) foi a quarta maior, claramente distinto do observado para o conjunto da área do euro (com um agravamento de quase 7 p.p. face ao pré-pandemia).²

1. A redução da dívida pública em 2023, quer em rácio, quer em valor absoluto, é explicada por vários fatores, incluindo recompras antecipadas de dívida pública junto de bancos e seguradoras, ou a elevada alocação em CEDIC (Certificados Especiais de Dívida Pública de Curto Prazo), dívida excluída da ótica de Maastricht (que aumentou em mais de 8.400 milhões de euros em 2023).

2. À data de elaboração do artigo ainda não havia informação sobre os dados das contas públicas de 2023 para o conjunto da Zona Euro. Em Portugal, sabe-se que a redução do rácio de dívida pública foi de 17,5 p.p. face a 2019.

Detentores de dívida pública portuguesa (Mil milhões de euros)



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

A consolidação das contas públicas (para além de outros fatores também relevantes, como o crescimento expressivo da economia, a redução do endividamento privado e a maior robustez do sector bancário) tem sido decisiva na apreciação do risco do país, com Portugal a situar-se no patamar de risco A de acordo com a avaliação de todas as agências de *rating*.

Por fim, a alteração da estrutura de detentores de dívida pública. Outra razão que se pode apontar ao incremento do valor dos títulos de dívida pública portuguesa prende-se com o menor volume de dívida em circulação nos mercados; de facto, em 2023, Portugal emitiu menos cerca de 8.700 milhões de euros em Obrigações do Tesouro e Bilhetes do Tesouro, reduzindo o saldo vivo destes instrumentos em quase 7.000 milhões de euros. O menor recurso ao mercado é justificado pelo aumento expressivo da colocação de produtos de retalho da dívida pública, nomeadamente em Certificados de Aforro. As subscrições (líquidas de juros) dos produtos de retalho superaram os 9.600 milhões de euros no ano passado, compensando totalmente a menor emissão de títulos no mercado. Isto fez com que a dívida pública na mão dos particulares residentes passasse de 13% em 2022 para cerca de 17% no final de 2023 (era ainda mais reduzido em 2010, de cerca de 9%; ver gráfico). Isto compara com cerca de 2% no caso de Espanha, por exemplo. Esta é também uma questão muito particular da dívida pública portuguesa: no total, entre particulares, banco central e credores oficiais (ou seja, os

empréstimos no âmbito do Programa de Assistência Financeira), a parcela de dívida fora do mercado era superior a 70% no final de 2023 (face a cerca de 10% em 2010).

Que impacto devemos esperar da retirada do BCE?

A intervenção do BCE nos mercados de dívida vai ser cada vez menor, com a redução gradual do seu balanço.³ A questão que se coloca é que impacto é que isso poderá ter para o financiamento de Portugal. A estratégia de financiamento do Tesouro para 2024, aprovada em meados de dezembro do ano passado e recentemente atualizada, inclui a emissão bruta de títulos de cerca de 20.700 milhões de euros, principalmente de instrumentos de médio e longo prazo. As emissões no mercado esperadas para este ano superam o registado em 2023 (em cerca de 4.380 milhões de euros), mas fica abaixo do montante emitido em 2022 (em cerca de 4.310 milhões de euros).

Por sua vez, cerca de 8.500 milhões de euros de títulos de médio e longo prazo vão atingir a maturidade este ano, parte dos quais estará relacionado com títulos detidos pelo BCE, ou seja, relacionado com o fim total e/ou parcial dos reinvestimentos dos títulos que forem chegando à maturidade. Mais concretamente, para 2024, as compras líquidas de dívida pública portuguesa deverão ser negativas em 2.300 milhões de euros de acordo com o IGCP,⁴ ou seja, o equivalente a cerca de 3% da dívida detida pelo BCE no final de 2023 (em 2023, as compras líquidas foram de cerca de -3.000 milhões de euros). Neste contexto, estimamos que a dívida detida pelo banco central reduza de cerca de 32% do PIB em 2023, para cerca de 30% este ano, semelhante ao registado em 2020.

Isto significa que Portugal terá de colocar em termos líquidos, junto de investidores privados, cerca de 9.800 milhões de euros de títulos de dívida pública de médio e longo prazo, algo que não deverá acarretar grandes desafios. As taxas de juro deverão continuar elevadas na comparação histórica recente (relembramos que, em 2019, pré-pandemia, a taxa de juro média das OT a 10 anos nos mercados financeiros foi inferior a 1%, o que compara com taxas em torno de 3% previstas para 2024), o que deverá continuar a ser atrativo para investidores em títulos de dívida pública portuguesa. Este apetite por dívida pública portuguesa é corroborado pelas recentes emissões de títulos, onde a procura foi quase duas vezes superior à oferta dinâmica, por outro lado, também vista noutros países, como Espanha. Adicionalmente, à data, o IGCP já emitiu cerca de 50%

do total de dívida de médio e longo prazo que estava previsto para o conjunto do ano.

Ao mesmo tempo, a colocação do *rating* de Portugal no patamar de risco «A» por parte das principais agências de *rating* abre a possibilidade de alargar o interesse por parte de investidores institucionais que investem em dívida de países com menor risco. Adicionalmente, Portugal pode voltar a constar no FTSE World Government Bond Index ainda este ano, um índice que inclui apenas títulos de soberanos com *rating* em nível A.

A diversificação da base de investidores é bastante positiva para a redução dos custos de financiamento da República (diferentes investidores têm diferentes posturas face ao risco e com distintos horizontes de investimento), redução da vulnerabilidade face a choques externos e, consequentemente, promotor de estabilidade financeira, e aumento da liquidez no mercado de dívida, tornando-o mais atrativo.

Em suma, os desenvolvimentos estruturais de Portugal têm permitido uma comparação mais favorável face a outros parceiros europeus relativamente ao custo de financiamento. Perante este contexto, a retirada gradual do BCE não deverá colocar pressão adicional ao custo de financiamento da República. No entanto, importa ter presente que os mercados alteram rapidamente a sua perceção quanto à evolução das economias e, no futuro próximo, os desafios (ao nível, por exemplo, do envelhecimento da população, da normalização da atividade económica e do crescimento dos preços) contribuirão para melhorias cada vez mais graduais da redução de alguns rácios relevantes na avaliação da performance de Portugal (como o rácio de dívida pública e o saldo orçamental), o que pode tirar o brilho do recente desempenho do país.

Vânia Duarte

3. Relativamente ao APP, desde julho do ano passado que o BCE não está a reinvestir os títulos que atinjam a maturidade; no que diz respeito ao PEPP, entre abril de 2022 e junho de 2024, o BCE reinveste 100% dos títulos que cheguem à maturidade, mas entre julho e dezembro de 2024, o BCE deixará vencer 7.500 milhões de euros por mês, acelerando em 2025 com reinvestimentos nulos.

4. De acordo com a informação divulgada na apresentação a investidores, de março de 2024.

O que se passa no imobiliário comercial em Portugal?

Os nossos artigos acerca do mercado imobiliário focam-se habitualmente no segmento residencial. Isto acontece em primeira instância pela importância que o crédito à habitação tem no ativo da banca portuguesa, operações onde estes imóveis aparecem como garantia, tornando-se imprescindível uma correta avaliação e acompanhamento da evolução dos preços. Contudo, o BCE sublinhou¹ recentemente uma descida persistente dos preços do imobiliário comercial na Europa, exacerbada por um mercado com uma queda dramática das transações de 47% no primeiro semestre de 2023 em comparação com o homólogo de 2022. Tudo pesado, pretendemos neste artigo dar uma panorâmica acerca de como tem evoluído este mercado no país, especialmente ao nível dos preços, tentando perspetivar como irá ser a evolução no futuro próximo.

Relação entre imobiliário residencial e imobiliário comercial

Quando atentamos aos índices elaborados pelo INE para os preços da Habitação (IPH) e para os Preços das Propriedades Comerciais (IPPCom), retira-se a existência de uma forte correlação.² Senão vejamos o primeiro gráfico: as curvas evoluem de forma muito semelhante até 2015. Depois, no período pós-troika, a tendência comum é de valorização, bastante mais forte no mercado residencial. O último ano em que a variação anual dos preços foi negativa também é o mesmo nos dois segmentos – 2013 – com desvalorização de –3,4% nos imóveis comerciais e de –1,9% nos imóveis de habitação.

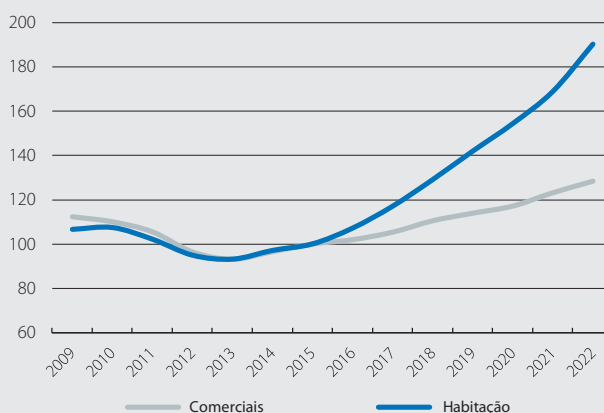
A principal justificação para esta correlação reside num dos grandes *drivers* comum a ambos os segmentos – as taxas de juro. Taxas de juro mais baixas significam preços dos ativos (no caso, imóveis) mais altos e vice-versa. No mercado habitacional, taxas de juro mais altas diminuem a acessibilidade dos mutuários ao crédito à habitação pelo aumento da taxa de esforço, tendendo para reduzir a procura. No mercado do imobiliário comercial, um aumento generalizado das taxas de juro torna mais caro o financiamento das operações de investimento. Estas operações, que são geralmente acompanhadas de alavancagem, tornam-se menos atrativas em comparação com outras alternativas. Um investidor em imobiliário comercial procurará, portanto, rendimentos mais elevados (o que exige um aumento das rendas associadas, uma moderação dos preços dos ativos, ou ambos) para tornar esses investimentos atrativos. Apesar desta semelhança na vertente financeira, os fundamentos de base para compra de habitação ou para o investimento e transações de imóveis comerciais são bastante distintos. Uma habitação antes de mais satisfaz a necessidade básica de um local para morar. No imobiliário comercial, além da componente de puro investimento, existem as necessidades subjacentes aos negócios que vão ocupar os espaços e que são muito distintas consoante

1. Financial Stability Review, Novembro de 2023 – BCE.

2. Coeficiente de correlação de 92,4%.

Índice de preços dos imóveis

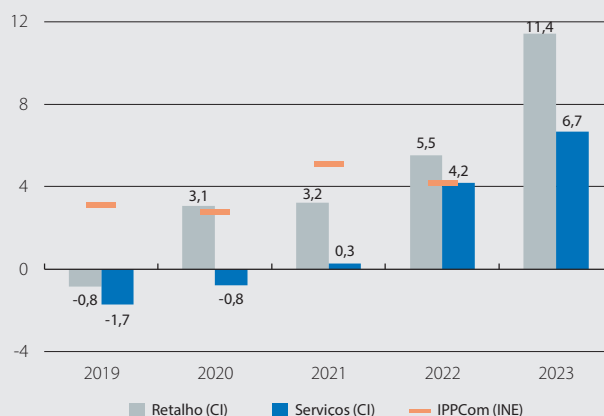
2015 = base 100



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

Índice de preços de imóveis comerciais

Valorização média anual (%)



Fonte: BPI Research, com base nos dados da Confidencial Imobiliário e INE.

o setor de atividade. Ou seja, há uma gama de atividades muito distintas a ocupar os imóveis comerciais e idiosincrasias próprias de cada segmento, desde logo entre os dois grandes blocos: serviços e retalho. Como é bom de ver, os fundamentos para investir e rentabilizar uma residência estudantil serão diferentes dos de um *retail park*.

O imobiliário comercial em 2023

O INE apenas disponibiliza dados acerca do IPPCom numa base anual,³ dificultando o acompanhamento do mercado. Assim, para aferir acerca da evolução recente socorremo-nos de informação elaborada por fontes alternativas. No caso, a Confidencial Imobiliário (CI) tem divulgado índices para os Preços de imóveis de Serviços e para os Preços de imóveis de Retalho.⁴ O que podemos observar,

3. Normalmente em maio, reportando ao ano imediatamente anterior.

4. Estes índices acompanham a valorização nos segmentos de Retalho e Serviços, tendo por base a informação de vendas levantada junto do painel de operadores associados à CI e que reportam informação sobre este tipo de ativos. Os índices são apurados com base em metodologias de estratificação.

já com dados apurados que abarcam todo o ano de 2023, é que o ano passado continuou a ser de valorização mesmo num contexto de aumento de taxas de juro. Apesar de não abranger todo o mercado e todas as tipologias, os dados da CI sugerem que os imóveis comerciais continuaram a valorizar-se e de forma até mais forte que em 2022, embora com maior intensidade nos imóveis de Retalho do que nos de Serviços.

Outra fonte de dados são as grandes consultoras de serviços imobiliários. No caso, a JLL reporta alguns dados interessantes relativos a 2023.⁵ Assim, até ao 3T 2023 verificou-se um recuo muito significativo no volume de capital investido (-48% face à média dos últimos 5 anos) e que é indissociável do aumento dos juros. Os investimentos em Imóveis de Hotelaria (39% do total) e de Retalho (36%) lideraram e foram feitos essencialmente com capital estrangeiro (70%). Por outro lado, as *Prime Yields* da generalidade dos segmentos está mais alta face ao período de início de aumentos das taxas de juro.

O segmento de retalho apresentou das melhores performances, suportado por vários fatores específicos além do aumento do turismo e consumo privado – abertura de *concept stores*; aumento da procura por parte de retalhistas de luxo; e, expansão e entrada no mercado de novos retalhistas *low-cost*. A título de exemplo, as rendas nos principais centros comerciais aumentaram 8% face ao ano anterior e as vendas 10%, situando-se acima do pré-pandemia.

No segmento de escritórios o desempenho não foi tão animador: o volume de *take-up*,⁶ principalmente na região de Lisboa, foi muito mais baixo face aos anos anteriores. Isto traduziu-se num aumento da *vacancy rate*⁷ para o patamar dos 10% (8,3% em 2022). Apesar disto as rendas *prime* e médias evoluíram positivamente. Verifica-se neste segmento um abandono de espaços mais obsoletos no corredor ocidental da cidade e a procura de espaços alinhados com os objetivos de sustentabilidade e neutralidade carbónica, com localização e valências compatíveis com a retenção de talento e modelos de trabalho híbridos. Portanto, este mismatch entre a oferta atual e as pretensões dos locatários tem permitido aumento das rendas mesmo num contexto de redução do *take-up*. Os locatários aceitam assumir rendas mais altas para assegurar a ocupação de determinados espaços.

Assim, globalmente, podemos afirmar que o aumento das rendas tem permitido fazer o offset ao aumento das taxas de juro e suportar os preços dos ativos. A isto, junta-se uma população empregada em níveis historicamente altos (exigindo *office space* e consumindo mais) e uma maior visibilidade na parte final do ano acerca do início no corte de juros (associado ao processo desinflationista em curso). Além do segmento logístico,⁸ favorecido pelo cres-

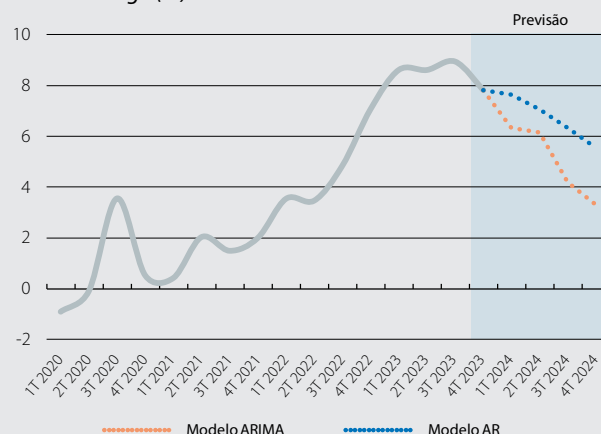
5. Research Report JLL Market Pulse, Q3 2023; e, Research Report JLL Market 360 – Real Estate Market in Portugal.

6. Refere-se à área acumulada de todos os novos arrendamentos ou vendas a ocupantes (por oposição às vendas a investidores) que serão utilizados como escritórios.

7. Refere-se à percentagem de espaço não alugado no mercado.

Índice de preços dos imóveis comerciais

Var. homóloga (%)



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

cimento do comércio eletrónico, não podemos também esquecer a existência de outros mais pequenos, mas com muito potencial. Por exemplo, as residências construídas especificamente para estudantes (onde a oferta não tem acompanhado o aumento de estudantes no ensino superior e a vinda de estudantes estrangeiros), as residências seniores (para responder a uma população envelhecida crescente) e os *Data Centres*.

Perspetivando 2024

Tentando perspetivar o que poderá ser a evolução nos preços dos imóveis comerciais efetuámos em primeira instância uma média dos índices de imóveis de serviços e de retalho da CI. Neste índice médio, os preços apreciaram-se 4,7% em 2022 e 8,5% em 2023. Projetámos depois 2024 apoiando-nos no nosso cenário macroeconómico central através de um modelo econométrico com uma componente autoregressiva e tendo como variáveis explicativas a evolução do índice de preços da habitação, do PIB e do spread entre a dívida portuguesa de longo prazo e o Bund alemão. Por fim, contrastámos esta previsão com outra feita por um modelo ARIMA. O resultado está sintetizado no último gráfico: antecipamos uma tendência clara de abrandamento das valorizações face a 2023, mas sem correção nos preços. Com efeito, o modelo estimado aponta para uma valorização de 6,6% nos preços e o modelo ARIMA para uma valorização um pouco mais modesta: 4,9%. Em suma, podemos afirmar com os dados de que dispomos que a expectativa é ainda de valorização. O comportamento deste mercado como um todo aparenta semelhanças com o momento que temos vivido no imobiliário residencial: procura dinâmica em alguns segmentos, investimento estrangeiro e escassez de oferta adequada, que, aliados a crescimento económico e altos níveis de emprego têm vindo a apoiar os preços.

Tiago Belejo Correia

8. Atualmente há cerca de 590 mil m² de nova área de construção em curso, metade desta na região de Lisboa.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	01/24	02/24	03/24
Índice coincidente para a atividade	5,7	3,3	3,6	3,3	2,7	...	2,5	2,4	...
Indústria									
Índice de produção industrial	0,4	-2,7	-5,0	-4,6	-2,3	...	-1,3	1,0	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-3,4	-7,4	-5,6	-9,4	-9,5	-7,5	-8,2	-7,7	-6,6
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	6,2	5,6	1,3	9,5	1,8	...	-16,4	...	...
Compra e venda de habitações	1,3	-18,7	-22,9	-18,9	-11,4	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária)	13,8	9,1	9,1	8,1	6,4	...	4,4	5,5	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	158,9	19,1	52,6	24,9	19,1	...	16,1	14,5	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	15,1	7,5	13,4	5,8	-0,2	6,9	5,1	7,1	8,7
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	5,5	1,1	1,8	0,6	0,6	...	0,2	2,2	...
Indicador coincidente do consumo privado	3,9	2,5	2,8	2,8	2,3	...	2,2	2,2	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-29,7	-28,6	-29,4	-22,8	-27,2	-24,6	-26,9	-24,4	-22,6
Mercado de trabalho									
População empregada	2,2	2,0	2,8	2,2	1,6	...	2,3	1,8	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,2	6,5	6,1	6,1	6,6	...	6,6	6,7	...
PIB	6,8	2,3	2,6	1,9	2,1	...	-	-	-

Preços

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	01/24	02/24	03/24
Inflação global	7,8	4,4	4,4	3,5	1,7	2,2	2,3	2,1	2,3
Inflação subjacente	5,6	5,1	5,7	4,4	3,0	2,3	2,4	2,1	2,5

Setor externo

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	01/24	02/24	03/24
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	23,2	-1,1	11,8	3,0	-1,1	...	-2,0	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	31,7	-4,1	12,5	1,1	-4,1	...	-5,2	...	...
Saldo corrente	-2,8	3,6	1,5	4,1	3,6	...	4,2	...	...
Bens e serviços	-4,7	3,3	-0,3	2,1	3,3	...	3,8	...	...
Rendimentos primários e secundários	1,9	0,4	1,9	2,0	0,4	...	0,5	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	-0,5	7,2	4,5	7,3	7,2	...	7,8	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2022	2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	01/24	02/24	03/24
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	6,4	-2,3	-2,1	-2,6	-2,3	...	-1,1	1,0	...
À vista e poupança	7,3	-14,8	-9,0	-9,4	-14,8	...	-15,2	-13,6	...
A prazo e com pré-aviso	5,2	14,8	7,5	6,9	14,8	...	17,8	20,1	...
Depósitos das Adm. Públicas	12,4	-12,4	1,4	5,5	-12,4	...	-22,5	-4,4	...
TOTAL	6,5	-2,6	-2,0	-2,4	-2,6	...	-1,7	0,8	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	1,7	-1,5	-1,2	-1,8	-1,5	...	-1,5	-1,1	...
Empresas não financeiras	-0,6	-2,1	-3,5	-3,5	-2,1	...	-2,6	-2,0	...
Famílias - habitações	3,2	-1,5	0,1	-0,9	-1,5	...	-1,5	-1,2	...
Famílias - outros fins	2,9	0,2	0,4	-0,8	0,2	...	1,6	1,7	...
Administrações Públicas	-2,7	-5,5	0,6	-1,4	-5,5	...	-4,0	-3,1	...
TOTAL	1,6	-1,7	-1,1	-1,8	-1,7	...	-1,5	-1,2	...
Taxa de incumprimento (%)²	3,0	2,7	3,1	2,9	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.