

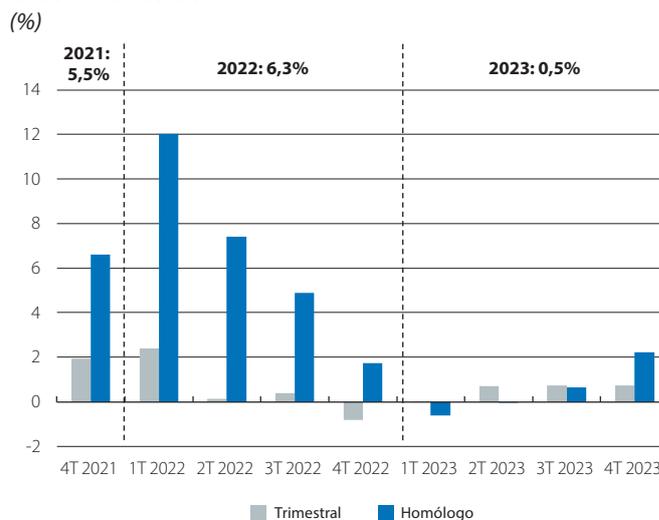
Economia portuguesa resiste a aumento dos juros e escalada da inflação

PIB surpreende favoravelmente e avança 0,4% em cadeia e 4,9% homólogo no 3T 2022, mas os indicadores mais recentes sugerem que no 4T a economia poderá recuar. Efetivamente, os indicadores de atividade mais recentes disponíveis relacionam-se essencialmente com o consumo – cerca de 65% do PIB – e sugerem menor dinamismo. Por exemplo, as vendas de carros e os pagamentos e levantamentos em multibanco diminuíram em setembro. Já em outubro, a confiança dos consumidores caiu para um nível próximo do registado na pior fase da pandemia, revelando piores perspetivas quanto à evolução da inflação e do emprego. A publicação dos indicadores relativos à produção é mais desfasada, mas os indicadores de confiança nos vários setores mostram um enfraquecimento do sentimento em outubro e perspetivas menos positivas para a atividade nos próximos meses. A incorporação destas informações nas nossas previsões, leva-nos a esperar uma contração em cadeia do PIB no 4T 2022, mas não põe em causa a nossa previsão de um crescimento de 6,3% em 2022 nem altera o enviesamento ascendente dos riscos para o crescimento em 2023. O busílis estará em 2023, ano em que se espera um forte arrefecimento, refletindo os impactos negativos de taxas de juro e de inflação mais elevadas.

Inflação supera a barreira dos 10% em outubro. Os dados da estimativa rápida do IPC apontam para uma taxa homóloga de 10,2%, com uma forte subida em cadeia (+1,25%). Os produtos alimentares não transformados (+1,7% em cadeia) mas sobretudo o índice dos produtos energéticos (+6,7% em cadeia) continuam a impulsionar a subida de preços. No campo energético boa parte da subida é explicada pela revisão das tarifas e preços do mercado regulado para a eletricidade e para o gás natural, que entraram em vigor em outubro. Não obstante, o atual nível elevado de reservas na Europa fez com que os futuros do Dutch TTF tenham caído abaixo dos 100 eur/MWh pela primeira vez desde junho no passado dia 24 de outubro. No campo alimentar, o índice de preços da FAO continua a evidenciar subidas homólogas, ainda que mais moderadas do que as que se verificavam na primeira metade do ano. Tudo pesado, a nossa previsão para uma inflação média de 7,9% em 2022 continua balanceada, mas com riscos ascendentes.

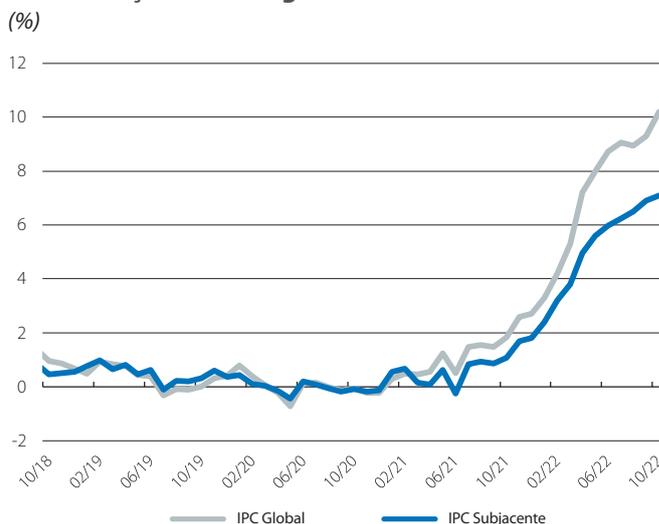
Mercado de trabalho com alguns sinais de alerta. O desemprego registado nos centros de emprego voltou a aumentar em cadeia pelo segundo mês consecutivo em setembro. Mais concretamente, aumentou 1,6% em cadeia, atingindo, nesse mês, os 287.240 indivíduos. O valor continua bastante inferior ao registado antes da pandemia (-4,7%, ou seja, -14.000 desempregados), mas pode sinalizar uma mudança de trajetória no mercado de trabalho, tal como antecipamos que aconteça no último trimestre de 2022. Este aumento é explicado largamente pelo sector da Administração Pública, educação, atividades de saúde & apoio social (+1.887 desempregados). Outro sinal vermelho tem a ver com o fluxo de novos desempregados registados em setembro: mais de 57.600 novos desempregados, um fluxo superior ao registado em setembro de 2019 e 2018, mas

Crescimento do PIB



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

IPC: variação homóloga



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

Portugal: desemprego registado nos centros emprego* (Milhares de indivíduos)



Nota: * Dados não ajustados de sazonalidade.

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

ainda assim inferior ao registado em 2016 ou 2017. De igual modo, as ofertas de emprego nos centros de emprego caíram em cadeia pelo quarto mês consecutivo, atingindo pouco mais de 19.000 ofertas, um número que, ainda assim, compara de forma positiva com os níveis pré-pandemia (média de 17.000) ou os registados no início deste ano (acima dos 16.400).

O excedente orçamental em setembro duplicou face ao mês anterior. Mais concretamente, o excedente ficou em 3,0% do PIB até setembro (-2,9% no período homólogo e +1,6% em igual período de 2019), um comportamento explicado pelo aumento substancial da receita (15,5% homólogo), face a um aumento residual da despesa (0,3%). A receita fiscal manteve-se como o principal motor desta melhoria considerável, explicando mais de 72% do aumento da receita total. Do lado da despesa, o menor encargo com juros, transferências correntes e de capital contrabalançaram o aumento das despesas com pessoal e aquisição de bens & serviços. Os riscos para este ano parecem equilibrados, esperando-se que o défice fique nos 1,5% no conjunto do ano. Os maiores desafios ocorrerão em 2023, com o abrandamento da economia, aumento dos custos de financiamento, inflação ainda elevada e incerteza geopolítica (ver Focus neste IM).

Nova revisão às previsões para o preço da habitação. De facto, revimos em alta a previsão para a valorização dos imóveis em 2022 (para 11,7%) e em baixa para 2023 (para -1,5%) e 2024 (0,6%). O dado forte do 2T 2022 do IPH juntamente com os do índice de Preços Residenciais da Confidencial Imobiliário continuam a sinalizar uma valorização sólida no 3T. A perspetiva não é tão otimista para o próximo ano: a subida forte das taxas de referência do euro encarece o financiamento e a expectativa dos agentes no que diz respeito a preços e número de transações está perto de entrar em terreno negativo. Já é possível verificar forte desaceleração nos volumes de crédito à habitação contratados. Acreditamos que a erosão do rendimento disponível dos agregados familiares via inflação e o peso crescente dos encargos financeiros vai constranger a procura e isto irá refletir-se nos preços a partir do final deste ano.

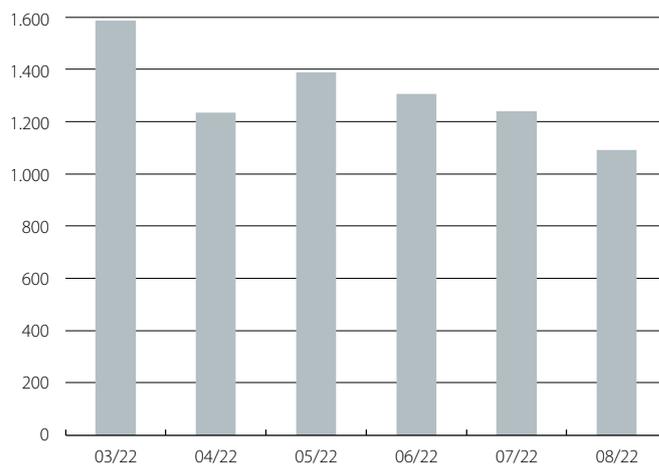
Os bancos antecipam menor procura por crédito por parte das empresas e particulares no 4T. O inquérito aos bancos sobre o mercado de crédito aponta para uma maior restritividade dos critérios de concessão de crédito, quer para empresas, quer para particulares (neste caso, destacando-se o crédito à habitação), com uma maior perceção dos riscos quanto à situação económica e, no caso das empresas, de alguns sectores em particular. Do lado da procura, os bancos reportaram uma ligeira diminuição no caso das empresas e dos particulares (com destaque para a menor procura por crédito à habitação, despoletada pela menor confiança, perspetivas mais desfavoráveis quanto ao mercado imobiliário e crescente nível das taxas de juro). Para o 4T, os bancos antecipam que os critérios de concessão de crédito se vão tornar mais restritivos para empresas e particulares, num contexto em que esperam uma redução da procura por crédito por parte das empresas (especialmente no caso das grandes empresas e empréstimos mais longos) e nos particulares (principalmente no crédito à habitação). Entretanto, a carteira de crédito à habitação desacelerou para 3,3% homólogo em setembro (face a 3,6% em agosto), enquanto o stock das SNF voltou a cair (-0,2%, face a -0,3% homólogo em agosto).

Execução Orçamental da Adm. Pública (principais rubricas)

	Janeiro-setembro (% PIB)	2019	2020	2021	2022	Var. 2022 vs 2019	Var. 2022 vs 2021 (milhões euros)
Receitas		40,8	40,5	40,6	42,6	1,8	10.126
Receita Fiscal		23,9	23,4	22,9	25,0	1,1	7.363
Contribuições Seg.Social		10,2	10,8	10,9	10,8	0,6	1.676
Despesas		39,2	44,1	43,5	39,6	0,4	181
Despesas com pessoal		9,6	10,7	10,5	9,8	0,2	443
Transferências Correntes		17,1	19,8	19,4	17,6	0,5	-187
Aquisição Bens e Serviços		5,5	6,0	5,9	5,8	0,3	733
Juros		3,6	3,5	2,9	2,4	-1,2	-443
Investimento		1,9	2,2	2,6	2,4	0,5	53
Saldo Orçamental		1,6	-3,5	-2,9	3,0	1,4	9.945

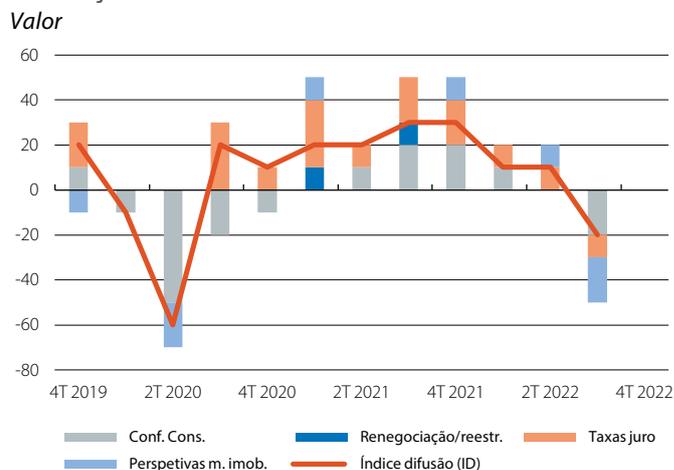
Fonte: BPI Research, com base nos dados da DGO.

Novas operações de Crédito à habitação (Milhões eur)



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

Portugal: índice de difusão - procura crédito habitação *



Nota: * Valores inferiores/superiores a 0 sinalizam redução/aumento da procura. Fonte: BPI Research, com base nos dados do IEFP.

«Habemus Pactum»: acordo de rendimentos e competitividade será linha orientadora até 2026

O Governo acordou com os parceiros sociais¹ um plano para o médio prazo no sentido de melhorar os rendimentos das famílias e a competitividade das empresas. Algumas destas medidas já foram incorporadas na proposta de Orçamento de Estado 2023, apresentada em outubro. Neste artigo vamos explorar, de forma geral, quais as metas que se pretendem atingir com estes objetivos.

No que diz respeito às famílias, os objetivos parecem promissores, uma vez que podem compensar parcialmente os efeitos adversos do aumento dos preços, dos juros e eventual deterioração do mercado de trabalho. Relativamente aos salários, o objetivo é que o seu peso no PIB atinja os 48,3% em 2026, o que representa um aumento de 3 p. p. face a 2019. Para isso, o acordo aponta para um aumento de 20% do rendimento médio por trabalhador entre 2022 e 2026 e o aumento da Remuneração Mínima Mensal Garantida (salário mínimo nacional) para 900 euros no final de 2026.²

O primeiro objetivo pode ser desafiante: se usarmos como referência a evolução histórica da remuneração bruta média mensal base, o cumprimento do acordo obrigaria a aumentos substancialmente superiores aos registados nos últimos anos (ver primeiro gráfico). Relativamente ao salário mínimo nacional, é possível que, com esta medida, o peso das pessoas que recebem uma remuneração equivalente ao salário mínimo no total do emprego continue a aumentar (tal como é possível verificar no segundo gráfico).

De forma a aumentar a liquidez das famílias, o acordo inclui ainda a atualização dos escalões de IRS em 5,1%, refere intenção de assegurar a neutralidade fiscal da atualização salarial (de maneira a que aumentos salariais não impliquem uma subida de escalão e consequente perda de rendimento) e a maior aproximação entre a retenção na fonte de IRS e o imposto devido (dependendo do grau de aproximação, esta medida pode ser muito relevante na sustentação da procura interna em 2023; de facto, os reembolsos em sede de IRS representaram 2,2% do consumo privado em 2021). Inclui ainda um incentivo para a ingressão dos desempregados de longa duração no mercado de trabalho (com acumulação parcial do subsídio de desemprego e do salário) e o aumento da remuneração das horas extraordinárias (a partir das 100 horas) com a redução para metade da respetiva taxa de retenção na fonte. Finalmente, em caso de despedimento coletivo ou por extinção do posto de trabalho, a compensação passa de 12 para 14 dias.

1. Confederações patronais da Indústria, da Agricultura, do Turismo e do Comércio e Serviços, e a UGT.

2. O acordo estabelece as seguintes intenções para o salário mínimo: 760 euros em 2023, 810 euros em 2024 e 855 euros em 2025.. De recordar que o SMN é de 705 euros em 2022.

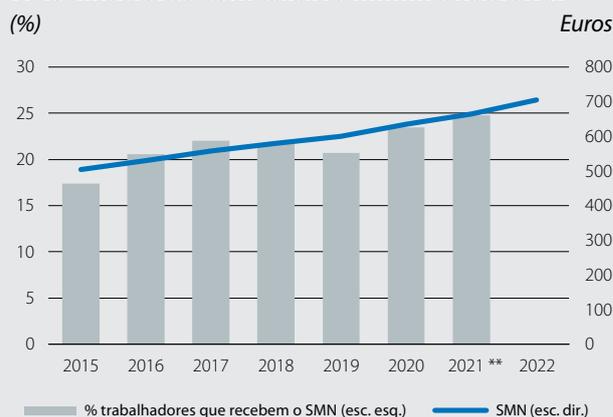
Remuneração média mensal base e objetivos inscritos no Acordo

Taxa de variação homóloga (%)



Nota: * Média da remuneração bruta média mensal base registada no 1S 2022.
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE e Acordo de Rendimentos.

Trabalhadores com salário mínimo nacional*



Notas: * Não existe informação para 2022. Inclui apenas trabalhadores por conta de outrem e Membros de órgãos estatutários. ** Informação disponível apenas para 1S21.
Fonte: BPI Research, com base nos dados do GEP.

Do lado das empresas, não é certo qual o impacto que as medidas podem vir a ter, já que, por um lado, haverá aumento de custos com pessoal, mas, por outro lado, haverá medidas de alívio fiscal e intenção de reduzir custos de contexto. Neste sentido, haverá incentivos para promoverem o aumento dos salários dos funcionários, através da majoração em 50% dos custos com os aumentos salariais (incluindo a parte das contribuições sociais) em sede de IRC e que respondam a alguns objetivos, nomeadamente, aposta na contratação coletiva, aumento dos salários em linha com o estabelecido no acordo e na negociação coletiva, e redução da disparidade salarial. Apesar do peso dos salários no PIB estar longe do objetivo do Governo, o certo é que o peso das remunerações pagas no VAB das empresas aumentou desde 2016: no primeiro semestre de 2022, representavam mais de 60% do VAB

(57% em 2016). Por outro lado, importa realçar que também a poupança das empresas não financeiras tem vindo a aumentar (mais de 20% do VAB), o que pode ser uma importante almofada para o incremento dos custos associados ao aumento das remunerações.

Existem ainda medidas que promovem a capitalização das empresas, com a criação de um Regime Fiscal de Incentivo à Capitalização de Empresas (ICE), alargando-se o período durante o qual é possível deduzir os aumentos de capital (de 6 para 10 anos). Haverá ainda redução de IRC para as empresas que invistam em I&D, aumento do limite da matéria coletável para PME e empresas instaladas no interior do país (de 25.000 para 50.000 euros), assim como para empresas que resultem de fusões (no sentido de promover uma maior dimensão das empresas). Existem ainda outras medidas de alívio/incentivo fiscais diversas, como a redução das tributações autónomas na compra de veículos híbridos *plug-in* e veículos movidos a gás natural, o não agravamento das tributações autónomas no caso de prejuízos fiscais e incentivos para fomentar a formação dos colaboradores.

Por fim, o acordo inclui ainda medidas para minimizar os custos de contexto e tornar o ambiente de negócios mais favorável, como a simplificação dos licenciamentos, alterações ao nível do Fundo de Compensação do Trabalho (incluindo o fim das contribuições), o fim da obrigatoriedade de declaração trimestral à Segurança Social para trabalhadores independentes, novas modalidades de pagamento à Segurança Social e a simplificação do licenciamento para produção de energia por vias renováveis.

Este acordo não tem um carácter obrigatório nem rígido: inclui apenas um conjunto de medidas que deve guiar a atuação dos parceiros sociais nos próximos anos e será avaliado aquando a apresentação no Parlamento do Orçamento de Estado em cada ano ou caso as condições económicas e/ou sociais se alterem. A monitorização e acompanhamento ficam a cargo de um grupo de trabalho, constituído por representantes do Governo e dos parceiros sociais, e apoiado pelo Conselho Económico e Social.

Vânia Duarte

Peso das remunerações no VAB das empresas não financeiras

(%)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE (Contas Nacionais).

Ano de incerteza aconselha Orçamento de Estado ponderado

Temos vindo a alertar em diversos artigos que o ano de 2023 será desafiante a vários níveis, desde a questão energética, ao ritmo de crescimento dos preços e impacto do aumento dos juros, passando pela forte desaceleração da economia portuguesa. O Governo aponta que o crescimento económico deva desacelerar de 6,5% este ano para 1,3% no próximo, um cenário mais otimista do que o avançado pelo BPI Research (ver tabela). De igual modo, antecipa que a taxa de desemprego vai estabilizar nos 5,6% e que a taxa de inflação não ultrapassa os 4,0% em 2023 (face aos 5,7% previstos pelo BPI Research). Ainda assim, e podendo falhar as expectativas, as contas públicas deverão continuar a evoluir favoravelmente. De facto, o Governo estima, na proposta de Orçamento de Estado para 2023 (OGE 2023), que o défice diminua de 1,9% do PIB em 2022 para 0,9% no próximo ano.

Nas contas oficiais, a redução do défice é explicada pela receita fiscal e contributiva (1,2 p. p.) e poupança obtida com medidas transitórias relacionadas com a COVID-19 e inflação (2,6 p. p.), contrabalançadas pelo agravamento dos encargos com juros (0,4 p. p.), aumento expressivo do investimento público (0,8), medidas permanentes anteriormente implementadas e com impacto em 2023 (1,6) e novas medidas (0,4).¹

Entrando em mais detalhe, e analisando a segunda tabela, o Governo estima que a receita aumente 5,9% face ao estimado para 2022, mais de 6.200 milhões de euros, dos quais cerca de metade são explicados pela receita fiscal e contributiva e cerca de 35% diz respeito à receita de capital. Para o primeiro caso, concorre o expectável aumento do PIB nominal (em 4,9%), o que implica que terá o impacto não só do (ainda que menor) crescimento da economia, como também do aumento dos preços. A receita fiscal e contributiva deverá crescer 3,4%, menos do que o esperado para o PIB nominal, mas que é explicado pela implementação de novas medidas (num total de 1.216 milhões de euros, ou seja, 0,5% do PIB),² onde se inclui a atualização dos escalões de IRS em 5,1% e o alargamento do IRS jovem. Para o crescimento expressivo da receita de capital

1. Os valores apresentados para as poupanças com medidas COVID-19 e inflação, medidas anteriormente implementadas e com impacto em 2023 e as novas medidas para 2023 são os reportados pela UTAO («Apreciação preliminar da proposta de Orçamento do Estado para 2023»), por considerarmos que avaliam de forma mais clara estes pesos, nomeadamente pela disparidade existente entre o valor do Quadro de Políticas Invariantes apresentado em setembro (impacto negativo de 3.902 milhões de euros) e o Anexo I que acompanha a proposta de OGE 2023 (-5.403 milhões de euros).

2. A UTAO estima que este montante seja menor (854 milhões de euros), considerando, por exemplo, o efeito positivo nas retenções na fonte e nas contribuições sociais decorrente da valorização salarial dos funcionários públicos. Ver «Apreciação preliminar da proposta de Orçamento do Estado para 2023», outubro 2022.

Cenário Macroeconómico: comparação entre OGE e BPI Research

	2022		2023	
	OGE 2022	BPI	OGE 2023	BPI
PIB	6,5	6,3	1,3	0,5
Consumo Privado	5,4	5,0	0,7	0,5
Consumo Público	1,8	2,0	2,3	-0,2
Investimento	2,9	1,7	3,6	3,8
Exportações	18,1	16,5	3,7	4,3
Importações	12,0	10,1	4,0	5,0
IHPC *	7,4	7,9	4,0	5,7
Emprego	1,9	1,6	0,4	-0,3
Taxa de Desemprego (%)	5,6	5,9	5,6	6,4
Balança Corrente	-1,3	-2,7	-1,1	-2,3

Nota: * IPC no caso do BPI.

Fonte: BPI Research, com base na proposta de OGE 2023.

Principais rubricas das contas públicas

(% PIB)	2019	2020	2021	2022	2023	Varição	Varição
						2023-2019	2023-2022
						% PIB	TVH%
Receitas Totais	42,6	43,4	44,9	44,1	44,6	2	5,9
Receita fiscal e contributiva	36,6	37,3	37,5	37,7	37,1	0,6	3,4
Receita capital	0,4	0,5	1,2	0,7	1,6	1,2	134,2
Despesas Totais	42,5	49,2	47,8	46	45,5	3	3,7
Despesas com pessoal	10,8	11,9	11,6	10,9	10,9	0,1	5,5
Consumo intermédio	5,1	5,5	5,8	5,7	6	0,8	10,3
Prestações sociais	18,1	20	19,4	19	18,1	0	-0,2
Juros	3	2,9	2,4	2,1	2,5	-0,4	23,7
Investimento	1,8	2,4	2,6	2,7	3,5	1,6	36,9
Saldo Total	0,1	-5,8	-2,9	-1,9	-0,9	-1	-
Saldo Primário	3,1	-2,9	-0,5	0,3	1,6	-1,4	-
Dívida Pública	117	135	126	115	111	-5,8	-

Fonte: BPI Research, com base na proposta de OGE 2023 e INE.

contribui, especialmente, o recebimento de fundos relacionados com o PRR.³

Por sua vez, a despesa deverá aumentar 3,7%, ou seja, cerca de 4.000 milhões de euros, explicado, em larga medida, pelo acréscimo das despesas com pessoal, consumo intermédio, juros e investimento. As despesas com pessoal são influenciadas, por exemplo, pela valorização salarial para atenuar o aumento da inflação, progressões/promoções, alterações de carreira, aumento do salário mínimo, contratações e atualização do subsídio de refeição, que, no con-

3. De acordo com a informação divulgada no documento «Elementos Informativos e Complementares», o total das subvenções PRR incluído nas projeções de receita deverá ultrapassar os 3.700 milhões de euros, com impacto na receita de capital e outra receita corrente.

junto, explicam o aumento bruto de 1.430 milhões de euros nas despesas com pessoal (o equivalente a 0,6% do PIB).⁴

Por sua vez, o aumento de 10,3% esperado para o consumo intermédio é explicado não só por iniciativas previstas no âmbito do PRR, como também reflete o aumento dos preços da energia nas Administrações Públicas e a aquisição de vacinas COVID-19.

Os encargos com juros irão aumentar pela primeira vez desde 2014 (23,7%), explicado pelo ambiente financeiro mais restritivo. Este aumento coloca este encargo em 2,5% do PIB, o valor mais alto desde 2020 (ano afetado pela pandemia, e que levou o rácio de dívida pública a aumentar 18,3 p. p. para 134,9%).

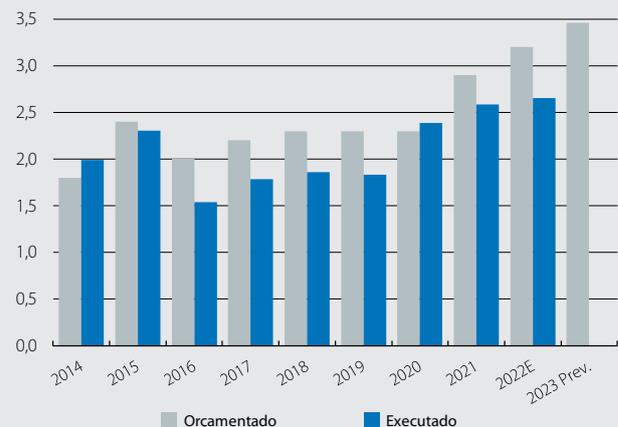
Por fim, o investimento público, responsável por cerca de 58% do aumento previsto da despesa total em 2023. O Governo espera que este atinja 3,5% do PIB, um valor apenas equiparável ao registado em 2011, aumentando 36,9% em 2023 (mais de 2.300 milhões de euros), um comportamento suportado pelos investimentos estruturantes e do PRR. No entanto, considerando o histórico dos últimos anos, esta previsão pode ser demasiado otimista; de facto, e tal como é possível verificar no gráfico, o investimento público tem ficado abaixo do orçamentado nos últimos anos, e substancialmente abaixo dos 3% do PIB. Adicionalmente, os riscos para a execução do PRR deverão ser especialmente elevados no próximo ano, considerando o crescimento dos preços, a escassez de mão-de-obra em alguns sectores de atividade (como a construção) e o impacto que o ambiente de maior incerteza poderá ter nas intenções de investimento das empresas.

No caso das prestações sociais, espera-se que reduzam ligeiramente face a 2022, ainda que a atualização de pensões, do Indexante dos Apoios Sociais, do aumento do abono de família e outras medidas, tenham um impacto de 1.660 milhões de euros. Isto acontece, porque houve medidas que foram implementadas em 2022 e que não voltam a ter impacto no próximo ano, como é o caso do pagamento extraordinário de 125 euros aos indivíduos com rendimento bruto inferior a 2.700 euros mensais ou a esperada redução dos encargos com subsídio de doença por COVID-19.

No OGE estima-se que o rácio de dívida pública atinja níveis inferiores aos pré-pandemia (115,0%) já em 2022, devendo reduzir para 110,8% do PIB no próximo ano, substancialmente abaixo do que o Governo previa no Programa de Estabilidade 2022-2026, apresentado em abril deste ano (115,4%). De referir que a elevada volatilidade e incerteza, juntamente com o crescente custo de financiamento, levaram o Tesouro a anunciar o aumento da almofada

4. Se considerarmos o efeito positivo nas receitas de IRS e contribuições sociais, o impacto líquido é de cerca de 867 milhões de euros, de acordo com a UTAO.

Portugal: Evolução do investimento público (% PIB)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE e do Orçamento de Estado em cada ano.

de liquidez para o próximo ano (de 5,9 para 10 mil milhões de euros).⁵ Uma postura cautelosa, considerando que uma parte considerável do aumento da receita tem origem na receita fiscal e contributiva (que pode ser adversamente afetada pela redução do consumo e/ou aumento do desemprego), e que o aumento previsto do encargo com juros representa cerca de 30% do aumento esperado da despesa total.

Finalmente importa referir que, considerando a nossa perspetiva menos otimista para a economia e o mercado de trabalho (como é visível na primeira tabela), a qual resulta num crescimento da receita fiscal e contributiva mais contido do que o esperado no OGE 2023, antevemos que o défice no próximo ano possa ficar acima do esperado (em torno dos 1,3%, face a uma estimativa de -1,5% em 2022), ainda assim inferior à fasquia dos 3% do PIB que norteia as regras de política orçamental europeia (embora atualmente suspensas). A confirmar-se, este comportamento possibilitará uma redução do rácio de dívida pública, de 115,6% do PIB em 2022 para 113,4% em 2023. Apesar de estimarmos que a redução do rácio de dívida possa ocorrer de forma mais lenta que as previsões oficiais, esta tendência não deixa de suportar o movimento de melhoria do *rating* da República, em linha com o que aconteceu recentemente com a DBRS e S&P's, facto que deve ser evidenciado por ocorrer numa envolvente macroeconómica e financeira particularmente adversa.

Vânia Duarte

5. Fonte: IGCP- Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública.

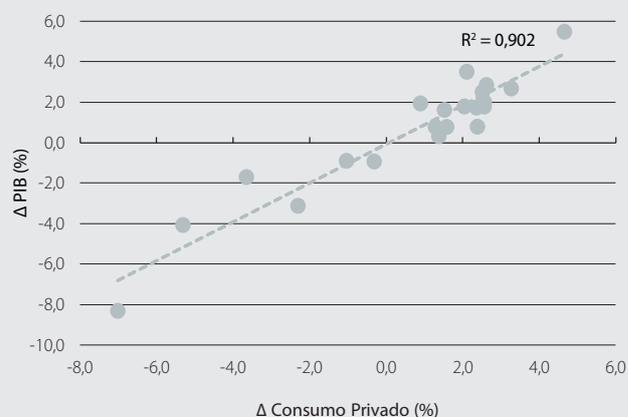
Consumo em 2023: o que esperar?

O Consumo Privado é uma componente muito importante do PIB português. De facto, desde o início do século que o peso desta componente no PIB se situa sistematicamente acima de 60%. Não surpreende, portanto, a forte correlação positiva entre crescimento do Produto e crescimento do Consumo, sendo esta uma variável marcadamente pró-cíclica (primeiro gráfico). Tendo isto em mente, neste artigo pretendemos perspetivar como poderá evoluir esta variável no próximo ano num contexto que se adivinha especialmente desafiante e marcado não só pela inflação, mas também pelo apertar da política monetária.

Como podemos ver no segundo gráfico, depois de quebras pronunciadas «nos anos da troika» o consumo retomou um nível de crescimento anual consolidado e bastante estável (2,5% em média, entre 2014 e 2019), compatível com um crescimento anual médio do produto no mesmo período de 2,3% e com uma evolução acumulada das remunerações superior ao acumulado da inflação para o mesmo período, ou seja, uma evolução real no rendimento disponível das famílias.

Mas os agentes económicos para as suas decisões de consumo, principalmente de bens de carácter duradouro, atentam não só aos fluxos de rendimento atuais, mas também têm em conta a sua riqueza como um todo. Quando tomamos todos estes fatores em consideração – rendimento disponível das famílias, património financeiro líquido e património imobiliário (uma grande fatia da riqueza de um indivíduo ou família) – percebemos ainda assim que existem determinados períodos em que o nível de consumo se situa acima ou abaixo daquilo que seria de esperar com base nestes *drivers*. Por exemplo, entre o início de 2009 e o final de 2021 podemos identificar claramente dois períodos em que o consumo privado foi inferior ao que seria de prever (terceiro gráfico). O primeiro, mais prolongado, entre o 2T 2011 e o 2T 2014. E o segundo, entre o 1T 2020 e o 2T 2021. O primeiro abarcou o período da crise financeira internacional e o período da assistência financeira externa a Portugal. O segundo, o período da pandemia. Se no primeiro dos períodos nos lembramos certamente das reduções fortes nos rendimentos via cortes em subsídios e impostos extraordinários sobre o rendimento; no segundo período não foi isto que aconteceu: a remuneração bruta mensal média evoluiu quer em 2020 quer em 2021 acima de 3%. Ou seja, o consumo pode evoluir acima ou abaixo do que seria de esperar pelos seus determinantes de base por razões muito diversas, colocando-se em evidência o papel das expectativas. No pri-

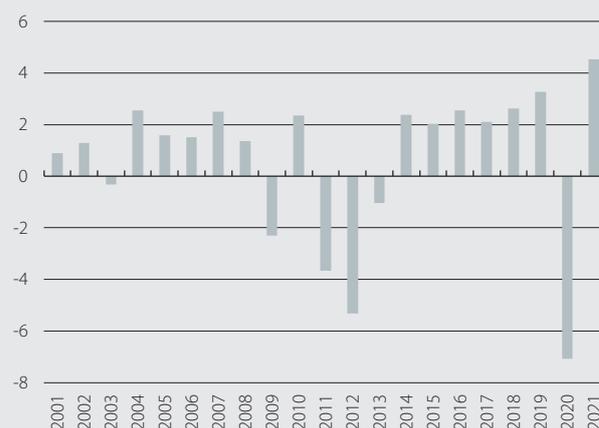
Relação entre o crescimento anual do PIB e do Consumo Privado



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

Portugal: Consumo Privado

Crescimento anual (%)



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

meiro caso, é provável que os agentes económicos tenham incorporado nas suas decisões de consumo não só a quebra de rendimento que sentiram, mas também a possibilidade de uma quebra ainda maior do rendimento esperado futuro quer via impostos quer via uma situação de desemprego: a taxa de desemprego atingiu 18,5% no 1T 2013, o que coincidiu com o ponto mais baixo do gráfico durante esse período. No segundo caso, estamos a falar de uma retração extraordinária do consumo que foi em boa parte forçada (pelos *lockdowns*) e que terá também incorporado um grau de incerteza face ao futuro pois vivíamos uma situação inédita e de grande dúvida quer sobre a sua duração, quer sobre a existência e eficácia de vacinas, quer no que diz respeito ao impacto económico do fenómeno como um todo. Tendo estas dinâmicas em mente, o que poderemos esperar do consumo em 2023?

Para auxiliar a resposta a esta questão, efetuámos uma análise de sensibilidade¹ do consumo relativamente a variações em fatores que determinam o rendimento disponível: emprego, salários e taxas de juro (utilizámos a Euribor a 12 meses). Utilizando como *proxy* para a evolução salarial o valor de 5,1%,² e as trajetórias de evolução previstas da euribor e do número de empregados para 2023 (-0,3% em média face a 2022), chegamos a um valor de crescimento do consumo privado negativo, de -0,6%. Contudo, a previsão do BPI Research é que o consumo em 2023 evolua de forma fraca, mas ainda assim positiva, em 0,5%.³ Defendemos este valor baseando-nos em alguns aspetos não contemplados na análise de sensibilidade. Primeiro, é esperado um maior suporte a quem tem rendimentos mais baixos; o salário mínimo em 2023 vai aumentar 7,8% (valor acima da inflação prevista), e a percentagem de trabalhadores por conta de outrem que o recebem é significativa (ronda os 25% de acordo com os últimos dados disponíveis). De referir que estes agregados de rendimentos mais baixos têm uma maior propensão a consumir.⁴ Em segundo lugar, acreditamos que alguma da poupança excedentária acumulada no período pandémico possa servir de base à manutenção dos hábitos de consumo. Estimamos que no 2T 2022 o valor desta poupança ascenda ainda a um valor de 3% do PIB; e embora este agregado apresente uma trajetória de redução nos últimos trimestres, significando que está a apoiar o crescimento do consumo, poderá continuar a fazê-lo até meados de 2023. Além disso, também consideramos a hipótese de em 2023 existir um efeito de «ilusão monetária»: os agregados familiares perderão poder de compra no conjunto de 2022 e 2023, mas os aumentos salariais previstos em 2023 podem fazer crer que existe uma compensação do aumento de preços que, em termos reais, não se verifica. Por último, referir que esta previsão do crescimento em 2023 é feita face aos valores de 2022, os quais à data em que escrevemos ainda não estão disponíveis para o 3T.

1. As sensibilidades foram calculadas em duas fases. Primeiro, foi feita uma estimativa da relação de longo-prazo entre o consumo e os seus fatores determinantes: rendimento disponível bruto, património financeiro líquido dos agregados e preço da habitação (todas as variáveis em logaritmos e deflacionadas pelo IPC). Depois, é feita uma estimativa pela regressão do crescimento em cadeia do consumo e o crescimento em cadeia do emprego, dos salários, da Euribor a 12 meses e o resíduo da equação da primeira fase. Os primeiros três fatores explicam o impacto de curto prazo destes no consumo e o último capta a tendência para o consumo regressar à sua trajetória de longo prazo.

2. Valor-alvo para evolução dos salários em 2023 constante do Acordo de Médio Prazo de Melhoria dos Rendimentos, Salários e Competitividade subscrito pelo Governo e Parceiros Sociais.

3. O Governo no Orçamento Geral do Estado para 2023 prevê um crescimento de 0,7% do Consumo Privado e o Conselho de Finanças Públicas de 0,5%.

4. Ver o Boletim Económico de Maio de 2020 do Banco de Portugal, Caixa 7: «Propensão a consumir em Portugal e na área do euro: uma análise com dados de inquérito».

Relação entre consumo, rendimento e riqueza

Índice standardizado*



Nota: * Resíduo de uma regressão do logaritmo do consumo privado (em termos reais) com o logaritmo do rendimento disponível bruto, património financeiro líquido dos agregados familiares e do preço da habitação. Todas as variáveis deflacionadas pelo IPC. Série standardizada com média 0 e desvio-padrão de 1.

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

Consumo privado: histórico e previsões

Crescimento anual (%)



Nota: A área sombreada representa o intervalo de confiança a 90% para a previsão do crescimento do consumo privado em 2023.

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

Em suma, com a erosão do poder de compra das famílias pela inflação e encargos financeiros é expectável que em 2023 o Consumo Privado não seja um dinamizador do crescimento como em anos anteriores. Há espaço, contudo, para uma inversão de expectativas, num cenário mais animador, se para tal contribuir um aligeirar do garrote energético e um desanuviar do ambiente geopolítico.

Tiago Belejo Correia

Plano de Recuperação e Resiliência: ponto de situação

O Plano de Recuperação e Resiliência engloba a realização de investimentos estimados em 16,4 mil milhões de euros, distribuídos por 3 dimensões: resiliência, transição digital e transição verde, financiados pelos fundos NG EU. Destes 13,9 mil milhões são a fundo perdido e a sua receção implica a concretização de 341 reformas (marcos) e investimentos (metas).

Após a aprovação do PRR pela Comissão Europeia, Portugal recebeu 2.164 milhões de euros em agosto 2021, relativos a um pré-financiamento equivalente a 13% do montante total estimado para a implementação do PRR, que nas restantes tranches – no máximo duas por ano, sujeitas ao cumprimento dos objetivos delineados – é deduzido ao respetivo desembolso. Depois disso recebeu um desembolso de 1.162 milhões de euros em maio 2022 e pediu um novo desembolso de 1.820 milhões em setembro 2022.

De acordo com a calendarização prevista, Portugal deveria ter recebido em 2021 e 2022 7.490 milhões de euros, equivalente a 45% dos investimentos estimados no PRR. Contudo, até à data só recebeu 3.324 milhões de euros, equivalentes a uma taxa de execução de cerca de 45% nos dois primeiros anos do programa. Em análise pela Comissão Europeia está a segunda tranche que, se ainda for recebida em 2022, elevará para cerca de 70% a taxa de execução do PRR (mas os timings observados na 1ª tranche sugerem que o desembolso será só no início de 2023). Aos montantes já recebidos e em análise corresponde o cumprimento de 58 marcos e metas, dos quais 20 deram origem ao pedido de desembolso da segunda tranche, abrangendo praticamente todas as componentes do PRR. Desde o início do programa destacam-se a criação e desenvolvimento do Banco Português de Fomento, reformas nos domínios da saúde, habitação social, serviços sociais, investimento e inovação, qualificações e competências, medidas de apoio a transição digital, silvicultura, economia azul, bioeconomia, gases renováveis (incluindo o hidrogénio), transportes sustentáveis, finanças públicas e administração pública.

Entretanto, há uma grande disparidade entre os montantes já contratualizados, que desde abril já contemplam o valor total dos investimentos inscritos no PRR em todas as dimensões, as aprovações e os pagamentos aos beneficiários. Em termos globais, 52% dos projetos já contratados foram aprovados, mas apenas 5% dos fundos foram transferidos para os investidores, o que se poderá explicar por atrasos nas transferências ou, no cenário de maior incerteza económica, por adiamentos na realização dos investimentos já aprovados.

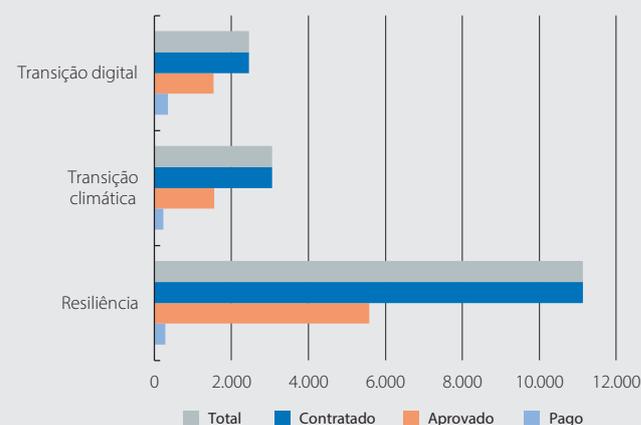
PRR: Calendarização e reembolsos

	2021 *	2022	2023	2024	2025	2026	Total
Calendarização prevista	3.329	4.161	3.329	2.663	2.663	499	16.644
	20%	25%	20%	16%	16%	3%	
% PIB	1,6	1,9	1,6	1,2	1,2	0,2	7,8
Desembolsos efetuados							
ago-21	2.164						
mai-22		1.160					
set-22 (pedido ainda não desembolsado)		1.820					

*Nota: * Inclui os 13% do pré-financiamento.*

Fonte: Versão do PRR datada de 22 de Abril.

Execução do PRR por dimensão, de acordo com a fase



Fonte: BPI Research, com base em Recuperar Portugal.

Aprovações e pagamentos a beneficiários diretos e finais

(Até 19 outubro)	Aprovado (milhões euros)	Pago (milhões euros)
Famílias	119	101
Inst. da economia solidária e social	260	3
Empresas	2.555	33
Inst. do sistema científico e tecnológico	105	5
Inst. Ensino Superior	608	27
Escolas	232	211
Autarquias e áreas metropolitanas	915	41
Entidades públicas	2.580	234
Empresas públicas	1.990	219
Total (milhões euros)	9.364	874
(% total PRR)	56,3%	5,3%

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

Dos pagamentos já efetuados, ressaltam três aspetos:

- i) a dimensão transição digital, incluindo aprovação de investimentos nas áreas social, empresarial, escolar e da administração pública¹ é aquela onde a taxa de pagamentos aos beneficiários finais é mais elevada (14%);
- ii) mais de metade dos beneficiários com investimentos aprovados e montantes transferidos pertencem ao setor público (escolas, entidades e empresas públicas);
- iii) as famílias e as escolas são os beneficiários finais com taxas de recebimento mais elevadas (no caso das famílias 85% dos investimentos aprovados já lhes foram pagos e nas escolas, as transferências já superam os 90%). No polo oposto estão as instituições de solidariedade social e as empresas, com taxas de recebimento inferiores a 1,5%, em linha com a perceção de que os atrasos observados poderão relacionar-se com adiamento de investimentos, num ambiente de aumento de custos e maior incerteza quanto à evolução da economia nacional e internacional.

A calendarização inicial, previa que em 2023, fossem recebidos 3.329 milhões de euros, mas a possibilidade de que venha a haver adiamento de decisões de investimento influenciado pelo ambiente de maiores custos e de procura mais débil, sugere que este poderá ser mais um ano em que a taxa de receção dos fundos será reduzida, adiando o cumprimento dos investimentos previstos para os últimos anos do Plano.

Teresa Gil Pinheiro

Fases da execução do PRR

1º passo: Contratualização

- Atribuição a entidades públicas identificadas no PRR (IAPMEI, Instituto da Habitação e da Reabilitação Urbana, Banco Fomento, Fundo Ambiental, Administração Central do Sistema de Saúde I.P., Metro Lisboa, IEFP, Secretaria geral da educação e ciência, Instituto da SS) a responsabilidade de garantir a definição e a execução dos investimentos do plano.
- Contratação com as entidades e organismos públicos que executam (beneficiários diretos) ou escolhem os executores (beneficiários intermediários) dos investimentos realiza-se através da estrutura Recuperar Portugal.

2º passo: Concursos

3º passo: Aprovação dos investimentos

4º passo: Pagamento

1. No pedido de desembolso da 1ª tranche os indicadores associados a investimentos incluíam a realização de um concurso para criação de uma plataforma de informação digital para pessoas com deficiência, a seleção de 17 *digital innovation hubs*, a contratação da compra de 600 mil computadores para professores e alunos; e no pedido da 2ª tranche (ainda não recebida) estava incluído a realização de investimentos na digitalização da administração pública.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
Índice coincidente para a atividade	-5,3	3,5	6,6	7,4	7,3	6,5	6,5	6,2	...
Indústria									
Índice de produção industrial	-6,9	4,5	-1,5	-2,1	2,0	2,1	4,9	0,9	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-15,3	-5,3	-1,4	-0,1	-2,3	-4,7	-4,7	-5,4	-6,3
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	0,7	13,5	-6,9	45,5	-23,5	...	-19,0	...	...
Compra e venda de habitações	-11,2	20,5	17,2	25,8	4,5	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária)	8,3	8,6	11,0	11,5	14,2	15,8	15,8	15,6	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	-76,2	51,5	51,5	259,9	298,1	244,4	270,0	244,4	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	-19,0	0,1	12,0	13,0	21,1	17,9	18,9	14,4	11,1
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	-3,0	4,9	7,3	12,7	3,1	3,2	4,0	2,3	...
Indicador coincidente do consumo privado	-6,2	4,7	7,4	6,8	5,2	2,9	2,9	2,3	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-22,4	-17,2	-13,5	-19,3	-30,5	-31,8	-31,6	-32,7	-35,2
Mercado de trabalho									
População empregada	-1,9	2,8	3,1	4,7	1,9	...	1,0	...	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	7,0	6,6	6,3	5,9	5,7	...	6,0	...	...
PIB	-8,3	5,5	6,6	12,0	7,4	4,9	-	-	-

Preços

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

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
Inflação global	0,0	1,3	2,4	4,3	8,0	9,1	8,9	9,3	10,2
Inflação subjacente	0,0	0,8	1,5	3,1	5,5	6,5	6,5	6,9	7,1

Setor externo

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

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-10,3	18,3	18,3	21,2	18,9	...	21,6	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-14,8	22,0	22,0	33,3	31,5	...	34,3	...	...
Saldo corrente	-2,1	-2,5	-2,5	-4,3	-4,7	...	-4,5	...	...
Bens e serviços	-3,9	-5,7	-5,7	-6,9	-6,4	...	-5,5	...	...
Rendimentos primários e secundários	1,8	3,2	3,2	2,7	1,7	...	0,9	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	-0,1	1,2	1,2	-0,8	-1,3	...	-2,3	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

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

	2020	2021	4T 2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	08/22	09/22	10/22
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	10,0	9,3	9,3	8,9	8,2	7,8	7,9	7,8	...
À vista e poupança	18,8	16,3	16,3	15,3	12,9	11,2	11,6	11,2	...
A prazo e com pré-aviso	1,2	1,2	1,2	1,1	2,3	3,3	3,1	3,3	...
Depósitos das Adm. Públicas	-21,0	-4,1	-4,1	9,8	8,5	-0,1	5,0	-0,1	...
TOTAL	8,9	9,0	9,0	8,9	8,2	7,5	7,8	7,5	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	4,6	2,9	2,9	2,8	2,7	2,0	2,1	2,0	...
Empresas não financeiras	10,5	2,2	2,2	1,2	1,0	-0,2	-0,3	-0,2	...
Famílias - habitações	2,1	3,3	3,3	3,0	3,8	3,3	3,6	3,3	...
Famílias - outros fins	-1,1	3,1	3,1	6,4	3,3	3,2	3,2	3,2	...
Administrações Públicas	-4,2	3,8	3,8	5,3	-1,3	-1,9	-0,3	-1,9	...
TOTAL	4,2	2,9	2,9	2,8	2,5	1,8	2,0	1,8	...
Taxa de incumprimento (%)²	4,9	3,7	3,7	3,6	3,4	...	-	-	-

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.