

2023 talvez menos negativo do que a incerteza sugere

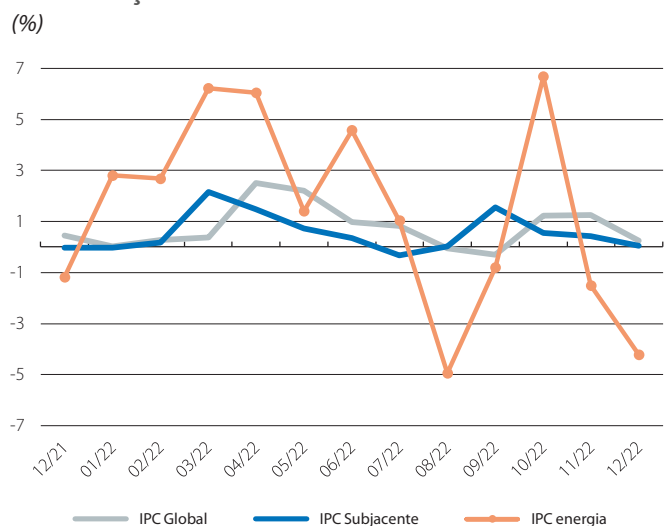
Indicadores relativos ao 4T2022 com comportamentos mistos, sugerem que contração pode ser evitada. O indicador de atividade económica desacelerou em outubro, refletindo contração da produção industrial e crescimento mais moderado, mas ainda assim, robusto, da faturação nos serviços e na indústria. No entanto, o indicador de clima económico melhorou em novembro e estabilizou em dezembro, o que pode indicar melhores perspetivas para a produção no final do ano e início de 2023. Entre os consumidores, o sentimento melhorou em dezembro e os indicadores relativos ao consumo, realmente, sugerem que este manteve uma evolução positiva, sobretudo no que respeita aos bens duradouros, nomeadamente automóveis, que em outubro e novembro excederam em cerca de 3% as vendas do 3T e em 20% as do 4T 21. Este comportamento tenderá a refletir-se numa nova redução das poupanças excedentárias acumuladas durante a pandemia. No 3T, as famílias utilizaram cerca de 2.200 milhões de euros das poupanças excedentárias acumuladas durante os confinamentos, reduzindo-as para aproximadamente 5.200 milhões de euros (2% do PIB). No mesmo período, a taxa de poupança caiu para 5,1% do rendimento disponível, menos 0,9 pontos percentuais do que no 2T. Nesta conjuntura, depois de um forte crescimento em 2022 é esperado um considerável abrandamento da atividade económica no ano que começa. Aos sinais de esgotamento das poupanças excedentárias das famílias – fundamentais para enfrentar um período de preços mais elevados – juntam-se o aumento dos custos de financiamento e o enfraquecimento da atividade em importantes parceiros comerciais de Portugal. Neste contexto, o Banco de Portugal antecipa que a economia avance 1,5% em 2023 (superior à do BPI Research, que mantemos, por ora, em 0,5%, reconhecendo que é conservadora), depois de em 2022 ter crescido 6,8%, não excluindo a possibilidade de uma contração caso se materializem os riscos relacionados com corte total no fornecimento de gás à Europa por parte da Rússia.

Inflação média em 2022 encerra em 7,8%. No último mês do ano, a inflação global voltou a dar sinais de desaceleração – caindo 3 décimas para 9,6% – reflexo da redução dos preços dos bens energéticos. Esta tendência deverá prolongar-se ao longo do novo ano, refletindo um comportamento menos pujante da procura, condicionada pelo encarecimento dos custos de financiamento e pela perda de poder de compra associado ao aumento dos preços. Todavia, esta desaceleração será gradual, na medida em que os preços da energia mais elevados ainda contagiam os preços de outros bens e serviços – evidente na ausência de sinais de desaceleração na inflação subjacente – e porque os preços dos bens energéticos e alimentares continuarão pressionados em alta com o prolongamento da guerra na Ucrânia. Assim, antecipamos que a inflação em 2023 ainda se situe acima dos 5%, voltando a níveis próximos do objetivo do BCE apenas em 2024.

Portugal

		2021	2022	2023	2024	Accum. 22-24
PIB	BdP Dez-22	5,5	6,8	1,5	2,0	10,6
(anual, %)	BdP Dez-22 (adverso)		6,8	-0,4	0,3	6,7
	BPI Dez-22		6,7	0,5	2,0	9,4
Taxa de desemprego	BdP Dez-22	6,6	5,9	5,9	5,9	-0,7
(média anual, %)	BdP Dez-22 (adverso)		5,9	7,1	7,9	1,3
	BPI Dez-22		5,9	6,4	6,1	-0,5
Inflação	BdP Dez-22	1,3	8,1	5,8	3,3	18,1
(média anual, %)	BdP Dez-22 (adverso)		8,1	8,0	5,1	22,7
	BPI Dez-22		7,9	5,7	2,2	16,6

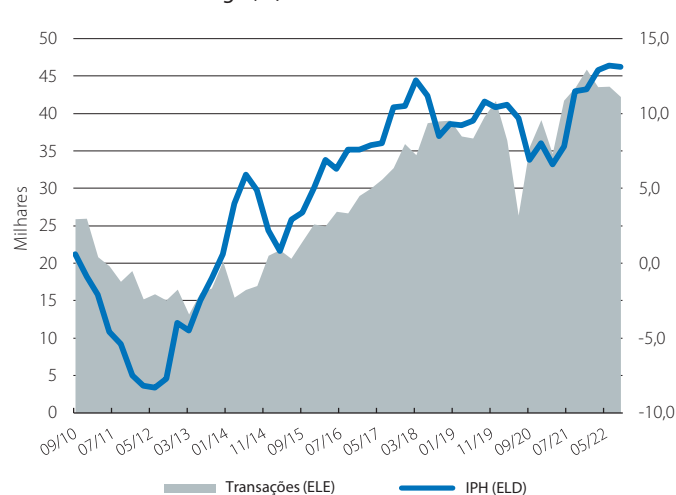
IPC: variação mensal



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

Venda de casas e Índice de Preços da Habitação

Número/ var. homóloga (%)



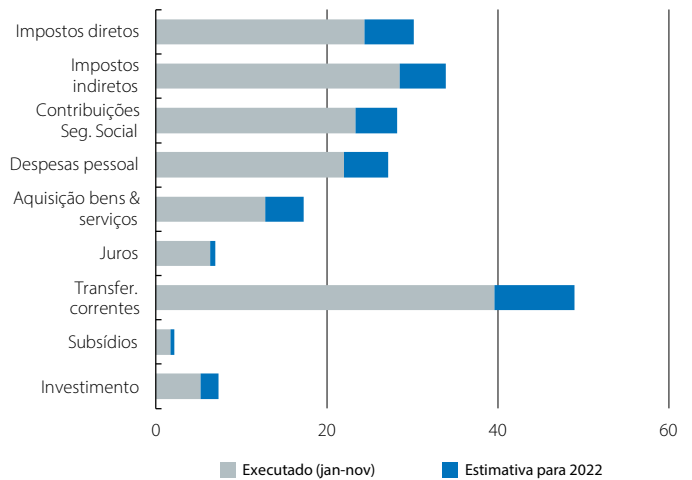
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

Imobiliário residencial dá os primeiros sinais de abrandamento. Isto está consubstanciado principalmente no recuo no número de transações de imóveis no 3T 2022 face ao período anterior (-3,2%) e é corroborado pela trajetória de evolução das novas operações de crédito à habitação (em termos homólogos a variação de novas operações CH em outubro também foi negativa em -13,6% e pelo quarto mês consecutivo). Apesar da evolução do índice ser positiva (+2,9% em cadeia), consideramos que todos os sinais são sintomáticos do piorar da envolvente financeira, decorrente do aumento sustentado das taxas de juro. Nos últimos meses do ano prevemos um ligeiro ajuste de preços, que se deverá prolongar por 2023. Não obstante, a valorização média das casas em 2022 deverá superar os 12% e situar-se acima da previsão atual do BPI Research (11,7%).

As necessidades de financiamento da economia aumentaram para 1,2% do PIB no 3T. Por setores salienta-se a melhoria da capacidade de financiamento do Estado para 1,1% do PIB (acumulado de 4 trimestres) e o facto de as famílias, pela primeira vez desde 2008, registarem necessidades de financiamento (equivalentes a 0,2% do PIB), reflexo de o consumo ter aumentado cerca de 3 mil milhões de euros enquanto o rendimento disponível aumentou apenas cerca de 1,6 mil milhões. Relativamente ao saldo orçamental, para que a previsão do Governo (-1,9% do PIB) se concretize, o défice teria de ser de -15,8% do PIB no 4T, um montante superior ao registado no 2T 2020, aquando da pandemia, o que aponta para mais uma surpresa positiva nas contas públicas em 2022. Entretanto, o défice da balança corrente diminuiu para 3.963 milhões de euros em outubro em resultado de uma ligeira redução do défice da balança de bens e serviços e do aumento do superavit da balança de rendimentos, via aumento dos dividendos recebidos. Em percentagem do PIB, o défice da balança corrente melhorou 2 décimas, para 1,7%, sugerindo que no conjunto do ano o défice poderá situar-se em torno de 1,5% do PIB, melhor do que a atual previsão do BPI Research.

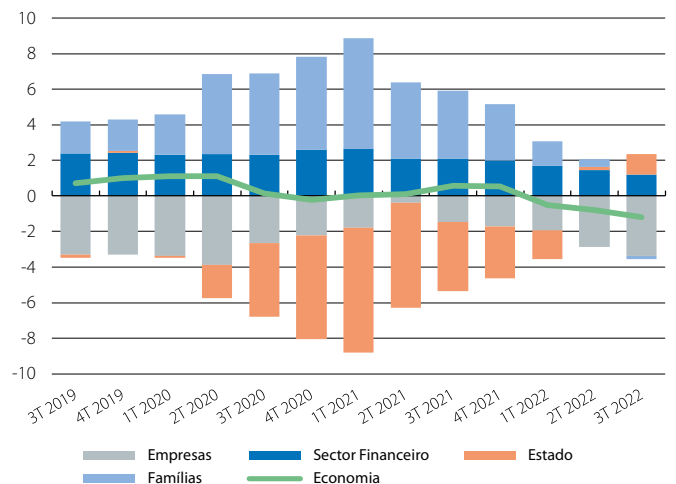
A carteira de crédito ao sector privado não financeiro perde dinamismo, e o rácio de incumprimento continua a melhorar. Mais concretamente, a carteira de crédito cresceu 1,6% homólogo em novembro, o que compara com o crescimento de 3,0% no início do ano. Por um lado, a carteira de crédito à habitação cresceu 3,0% homólogo (3,1% em outubro), com as novas operações a demonstrarem os efeitos do aumento das taxas de juro e incerteza global na nova contratação (ainda que, à data da redação deste artigo, apenas se conheçam os dados até outubro, que já são reveladores de uma queda do montante mensal para níveis em torno de 1.000 milhões de euros). Por outro lado, a carteira de crédito das sociedades não financeiras caiu 0,7% homólogo em novembro, o que contrasta com o comportamento das novas operações (+10,7% homólogo no acumulado até outubro), o que pode ser justificado por amortizações por parte das empresas ou venda de carteiras de crédito por parte dos bancos. Por sua vez, o rácio de NPLs do sector privado não financeiro diminuiu para 4,3% no 3T (face a 4,5% no 2T), -0,8 p.p. face ao trimestre homólogo, sendo de destacar a redução observada no caso das empresas (7,2%, -1,1 p.p. face ao 3T 2021).

Portugal: execução orçamental (cont.pública)
Acumulado do ano até novembro (mil milhões euros)



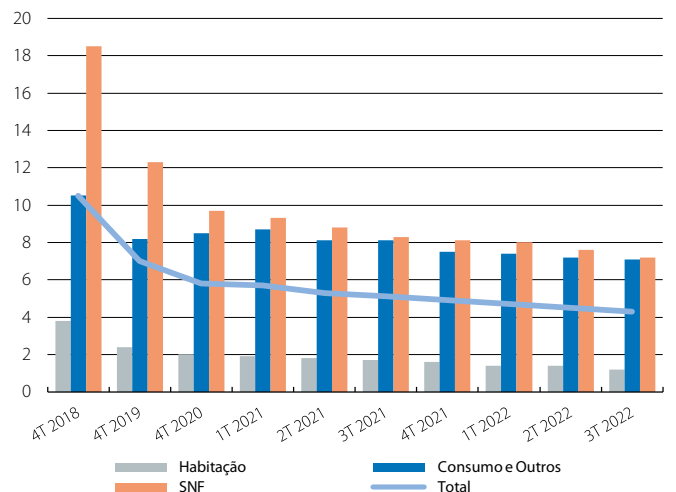
Fonte: BPI Research, com base nos dados da DGO e OGE 2023.

Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento (% do PIB)



Fonte: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

Rácio de NPLs do sector privado não financeiro (%)



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

Resiliência: palavra-chave também no mercado de trabalho

A dinâmica da atividade é o principal *driver* da evolução do emprego. O nosso cenário central para a economia portuguesa aponta para um crescimento do PIB real de 0,5% em 2023. Antevemos que o forte abrandamento da atividade dever-se-á traduzir num ligeiro agravamento da taxa de desemprego para 6,4% (+0,5 p. p. face à atual previsão para 2022). Neste artigo, procuramos pôr em evidência quais os setores mais expostos às condicionantes atuais e discutir os riscos para a evolução do emprego.

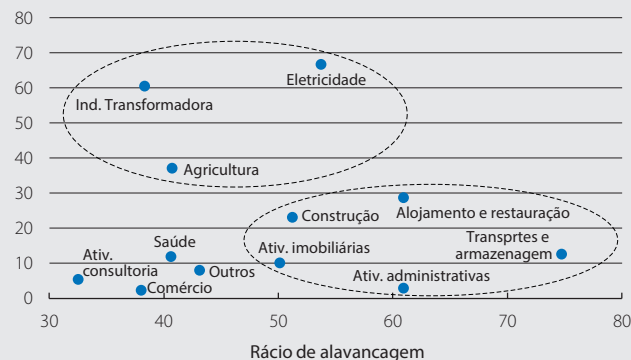
O retorno em força da inflação foi o tema económico de 2022 e a necessidade de a controlar pautou a ação dos principais bancos centrais. A ação do BCE foi mais tardia em comparação, por exemplo, com a da Fed, e o primeiro movimento de subida de taxas aconteceu apenas em julho (aumento de 50 p. b.). O aperto da política monetária traduziu-se no aumento das taxas Euribor para níveis máximos de 2009, com a Euribor a 12 meses, à data a que escrevemos, a situar-se em 2,8%. O movimento de aumento das taxas de referência pelo BCE deverá continuar nos primeiros meses de 2023. Este é um fator de pressão na tesouraria das empresas, que pode levar à necessidade de reduzir custos fixos e, em última instância, a despedimentos e aumento da taxa de desemprego. Em Portugal, os empréstimos com taxas de juro variáveis (ou mistas) representam 61% do número total de operações e uma percentagem ainda maior do montante (83%). Isto faz com que movimentos de taxas se reflitam com curto desfasamento temporal no custo do financiamento das empresas. Normalmente, a frequência de atualização das taxas dos empréstimos tende a coincidir com a maturidade do indexante. Com mais de metade dos empréstimos indexados à Euribor a ter associada uma Euribor com periodicidade igual ou inferior a 6 meses, a transmissão é rápida.

Outro dos condicionantes atuais está relacionado com a crise energética. A decisão da Rússia de reduzir o fornecimento de gás (interrupção do Nord Stream 1) coloca pressão nestes mercados. Isto, em paralelo com os esforços de transição para energias «verdes», deverá manter os preços em níveis elevados durante mais tempo. A permanência e o aumento do peso dos custos energéticos na conta de exploração das empresas podem também constituir fator de pressão na tesouraria, gerando necessidade de reduzir custos fixos através de paragens na atividade, *lay-off* e, em último recurso, despedimentos.

Existem setores empresariais mais expostos ao aperto da política monetária, porque estão mais endividados, ou mais expostos a taxas variáveis ou ainda porque os encargos financeiros têm mais peso na sua conta de exploração. Por sua vez, existem outros sectores mais expostos aos custos da energia (e das *commodities* de um modo geral), quer

Intensidade de energia e matérias-primas na produção e rácio de alavancagem, por setor de atividade

Gastos de energia e matérias-primas, % dos custos de produção



Nota: O rácio de alavancagem corresponde ao rácio entre os financiamentos obtidos sobre a soma do capital próprio com os financiamentos obtidos. Os custos de energia e matérias-primas respeitam à média, entre 2017 e 2019, de gastos de eletricidade, combustíveis e com compras de matérias-primas. Os custos de produção correspondem à média, entre 2017 e 2019, de gastos com pessoal, FSE e CMVMC.

Fonte: BPI Research, a partir de dados do BdP (relatório de estabilidade financeira – junho 2022).

pela natureza do seu modelo de negócio, quer pela infraestrutura e equipamentos utilizados na produção.

No sentido de stressar o nosso cenário base, identificámos os setores de maior risco considerando estas duas condicionantes e concluímos que estes seriam os mais afetados: Construção & Atividades Imobiliárias, Alojamento & Restauração, Transportes & Armazenagem, Indústria Transformadora, Agricultura, Eletricidade e Atividades Administrativas (ver primeiro gráfico). De seguida, analisamos as crises anteriores e detetámos que, na crise das dívidas soberanas, mais propriamente, em 2012, foi o ano em que o PIB mais contraiu,¹ acompanhado pela significativa destruição de postos de trabalho (-4,1% e -4,7%, respetivamente). O que fizemos de seguida foi, de uma forma muito simples, assumir que o emprego nestes sectores identificados cairia na mesma dimensão.² Esta situação colocaria a taxa de desemprego nos 8,1%, ou seja, representaria um aumento de 2,2 p. p. face à estimativa de 2022, e colocaria a taxa no nível mais alto desde 2017.

Será plausível um aumento da taxa de desemprego nesta dimensão? Fazer previsões nunca foi tarefa fácil, mas, neste

1. Excluimos da nossa análise a recente crise despoletada pela pandemia, uma vez que as variáveis económicas se comportaram de forma muito particular, perante a bateria de apoios. Por exemplo, o PIB contraiu 8,3% em 2020, mas o emprego caiu «apenas» 1,9% e a taxa de desemprego aumentou «apenas» 0,4 p. p. para 7,0%, isto devido às medidas de apoio ao emprego implementadas (como o *lay-off* simplificado).

2. De forma simplista, assumimos que o emprego nos restantes sectores se manteria inalterado nos níveis de 2022. Não é certo que tal acontecesse, mas também verificámos que, em crises anteriores, a destruição de postos de trabalho não foi transversal a todos os sectores. Assumimos também que a população ativa não se alteraria.

contexto, é ainda mais complexo. Não podemos afirmar com certeza que a taxa de desemprego não vai aumentar para estes níveis no próximo ano, mas alguns fatores parecem colocar de parte este cenário.

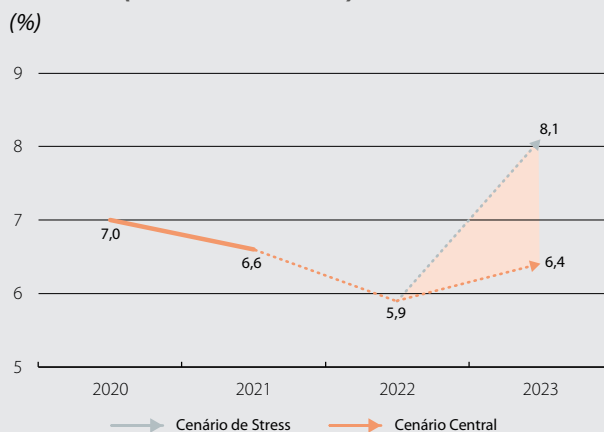
De facto, o nosso cenário central aponta para uma desaceleração acentuada da economia, mas, pelo menos por enquanto, colocamos de parte um cenário de contração da atividade económica. Nas crises anteriores, o emprego caiu de forma expressiva, mas foi acompanhado por uma queda da economia também.

Adicionalmente, o mercado de trabalho português está hoje mais resiliente do que no passado.³ O emprego está em níveis elevados, superando largamente o registado no pré-pandemia (+3,0% face ao final de 2019, ou seja, + 143.000 postos de trabalho), um comportamento explicado, em grande medida, pelos sectores que exigem mão-de-obra mais qualificada, como o caso das atividades de consultoria, científicas & técnicas ou as TIC. De igual modo, o peso dos indivíduos com ensino secundário e superior na população empregada é agora consideravelmente mais elevado do que em 2011 (66%, face a 41%). Por fim, é também de realçar a criação de emprego com vínculos mais estáveis; de facto, o emprego por conta de outrem criado no pós-pandemia foi unicamente por via de contratos sem termo. Neste contexto, a percentagem dos contratos precários na população empregada por conta de outrem diminuiu de 23% em 2008 para 16% em 2022, uma redução que é transversal aos vários sectores.⁴

Outro fator que pode suportar o mercado de trabalho tem a ver com a escassez de mão-de-obra, um dos principais obstáculos à atividade mencionados pelas empresas e que pode limitar o aumento do desemprego num cenário expectável de forte desaceleração da economia. De facto, o número de empregos vagos está em níveis máximos da série histórica iniciada em 2010, atingindo níveis especialmente elevados nalguns sectores que nós detetámos como sendo mais vulneráveis ao atual contexto de aumento das taxas de juro e dos custos energéticos, como a indústria transformadora e o alojamento & restauração.⁵

Estas alterações estruturais aumentam os custos de despedimento, não só os financeiros, mas também os custos associados à perda de talento e que podem ser mais difíceis de repor posteriormente. Por outro lado, algumas empresas dos sectores mais afetados terão capacidade de transferir para os preços o aumento de custos. Em suma, o

Taxa desemprego: cenário central e cenário de stress (a setores de risco)



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

Previsões de várias instituições para a taxa de desemprego

	2021	2022	2023	2024
BPI	6,6	5,9	6,4	6,1
OCDE (novembro)	–	6,1	6,4	6,2
EIU (novembro)	–	5,8	6,0	6,1
Comissão Europeia (previsões outono)	–	5,9	5,9	5,7
FMI (outubro)	–	6,1	6,5	6,4
Governo (outubro) *	–	5,6	5,6	–
Banco de Portugal (outubro) *	–	5,8	–	–
CFP (setembro)	–	5,6	5,3	5,1

Nota: * BdP e Governo usam para o emprego o conceito de contas nacionais.

Fonte: BPI Research.

expectável (e ainda que ligeiro) crescimento da economia portuguesa em 2023 suporta a expectativa de que a deterioração do mercado de trabalho deverá ser contida.

Tiago Belejo Correia e Vânia Duarte

3. Para mais informações, ver Focus «As novas dinâmicas do mercado de trabalho no pós-pandemia», no IM 09/2022.

4. O caso do sector da construção é notório: o peso dos contratos temporários caiu de 31,6% em 2008 para 15% em 2022.

5. Estes dois sectores, em conjunto, representavam 28% das vagas de emprego por preencher no 2T 2022.

Elevado desemprego de longa duração e vagas de emprego em máximos: que paradoxo é este no mercado de trabalho?

Após a pandemia de COVID-19, o mercado de trabalho em Portugal parece ter entrado num período dourado. Olhando para o primeiro gráfico, onde está representada a Curva de Beveridge, verifica-se que a taxa de desemprego está em níveis muito baixos e é acompanhada por uma taxa de empregos vagos em níveis máximos (em torno de 1,4%).

Parece paradoxal que isso aconteça, quando o país continua a apresentar um desemprego de longa duração tão elevado (não desprezando a enorme redução desde 2014, altura em que este representava quase 60% dos desempregados). De facto, a parcela de desempregados nessa situação há um ano ou mais (desemprego de longa duração) atingiu 46,4% da população desempregada nos primeiros três trimestres de 2022; se olharmos para o desemprego de muito longa duração (superior a 2 anos), a percentagem é de 29,4%. Em ambas as métricas, Portugal registava a quarta percentagem mais elevada no conjunto dos países da Zona Euro, cuja média é de 40,4% e 25,4%, respetivamente. Adicionalmente, um trabalhador que perca o seu emprego demora, em média,¹ 22 meses a encontrar um novo emprego em Portugal, o dobro do registado na Zona Euro.²

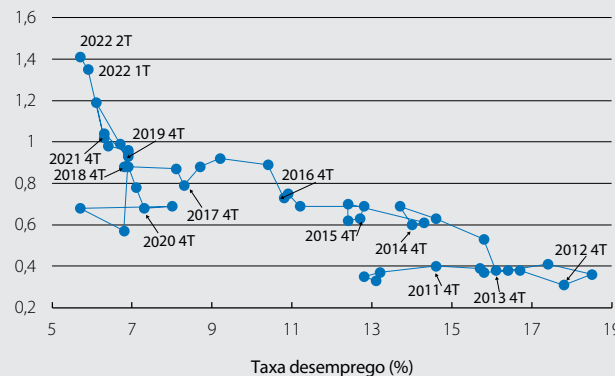
O que pode explicar este aparente paradoxo entre máximos de vagas de emprego por preencher e uma percentagem tão elevada de desemprego de longa duração? O Banco de Portugal, num artigo publicado em 2015,³ apontava que a educação e a idade podiam explicar o elevado desemprego de longa duração em Portugal.

O desajustamento entre as competências que as empresas procuram e as que os candidatos apresentam pode justificar o contexto de elevado desemprego face a um elevado número de vagas de emprego por preencher. É, pois, possível, que a falta de qualificações e/ou o desajustamento das qualificações dos indivíduos seja uma causa para o desemprego de elevada duração, mas também pode ser uma consequência disso, já que o desemprego de longa duração leva à perda de qualificações dos desempregados e erosão do capital humano.³ Olhando para o nível de educação dos desempregados de longa duração em Portugal verifica-se que 44,2% tinha um nível básico ou inexistente em 2021 (último dado disponível), comparativamente a 40,3% na média da Zona Euro. No entanto, no pós-pandemia, verifica-se que os indivíduos estão mais conscientes da importância da formação e educação para o sucesso da sua reintegração no mercado de trabalho, com 17,1% dos

1. Considerando a duração média registada nos primeiros três trimestres de 2022; dados disponibilizados pelo INE.
 2. OCDE, 2021.
 3. Banco de Portugal (2015). «O mercado de trabalho português e a grande recessão». Boletim económico.

Curva de Beveridge para Portugal

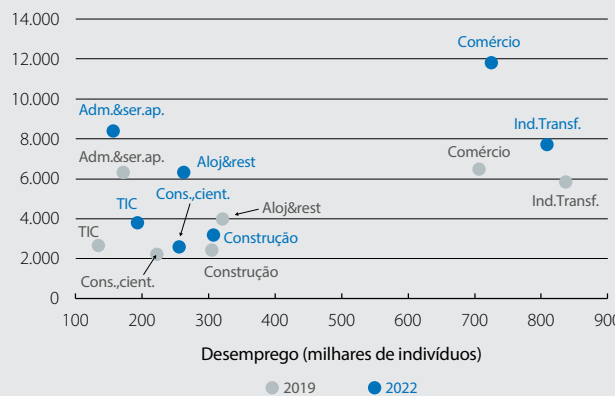
Taxa empregos vagos (%) *



Nota: * Relaciona o número de empregos vagos com a soma do número de trabalhadores por conta de outrem e o número de empregos vagos.
 Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE e Eurostat.

Vagas de emprego e desemprego, por sector (2019 vs. 2022) *

Vagas de emprego (número)



Nota: * Média registada no primeiro semestre de 2022.
 Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE e Eurostat.

desempregados de longa duração a participar em atividades de educação e formação em 2021, acima do verificado em 2019 (11%).

Este *mismatch* entre qualificações procuradas e oferecidas pode justificar o que se verificou, entre 2019 e 2022, em sectores como o comércio, onde o aumento do desemprego foi acompanhado pelo aumento expressivo do número de vagas (visível no segundo gráfico). O futuro será ainda mais desafiante com a questão da transição digital: de facto, competências como a literacia digital, pensamento crítico ou *data literacy* figuram entre as 10 competências que enfrentarão maior procura nos próximos 10 anos.⁴ Isto num contexto em que 27% da população em Portugal tem redu-

4. Forbes (2022). «The Top 10 Most In-Demand Skills For The Next 10 Years».

zidas (ou nenhuma) competências digitais, percentagem que excede os 33% no caso dos desempregados.

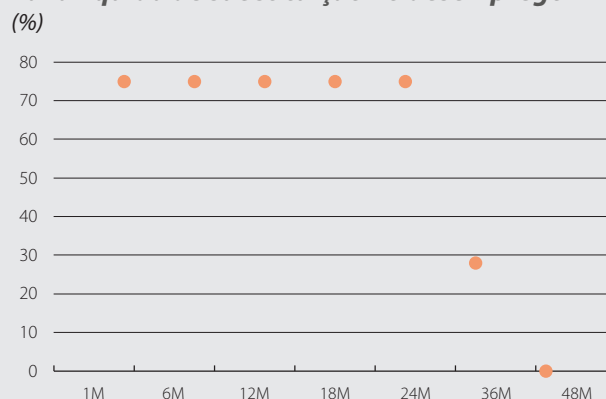
Outra das explicações para o desemprego de longa duração tem a ver com a idade e isto pode ser particularmente desafiante nos próximos anos em Portugal (e na Europa) com o envelhecimento da população. A taxa de desemprego de longa duração é crescente com a idade: se, em 2021, 27% dos desempregados com idade entre os 15 e os 29 anos estavam desempregados há mais de 12 meses, essa proporção era de 53% nos desempregados com idade entre os 45 e os 49 anos e atingia os 59% no caso dos desempregados com 50 ou mais anos.

Este comportamento pode estar associado ao nível de educação e tempo de antiguidade na mesma empresa. Analisando o conjunto da população ativa, à medida que avançamos no grupo etário, verifica-se que os indivíduos mais velhos têm menores níveis de educação; de facto, 35% dos indivíduos ativos com idade entre os 55 e os 64 anos e 47% dos indivíduos entre os 65 e 89 anos têm o nível básico de educação ou é mesmo inexistente, o que contrasta com a faixa etária dos 25-34 anos (3%). O nível de educação mais baixo dos indivíduos mais velhos dificulta a sua reinserção no mercado de trabalho em caso de desemprego, o que contribui para períodos mais longos de desemprego e acaba por desencorajar a procura de emprego.³

Importa ter presente também que os indivíduos mais velhos registam normalmente vínculos mais fortes com as empresas do que os indivíduos mais novos, que mudam com mais facilidade de emprego à procura de melhores condições de trabalho (um fenómeno denominado de *job-hopping*). Esta situação acaba por também afetar emocionalmente os desempregados mais velhos, desmotivando o regresso ao mercado de trabalho, agravado pelo facto de se sentirem desamparados perante a necessidade de ir à procura de um novo emprego, após anos na mesma empresa.⁵

Outras das possíveis explicações tem a ver com o sistema de concessão do subsídio de desemprego. Importa ter presente que o subsídio de desemprego é de extrema importância: permite ao indivíduo desempregado ponderar a escolha de uma nova oportunidade de emprego e evitar flutuações do rendimento e consumo.³ No entanto, dependendo da sua generosidade, pode desencorajar a procura de emprego e levar a períodos mais longos de desemprego. Neste aspeto, importa olhar para o terceiro gráfico, onde é possível ver que um indivíduo no primeiro mês de desemprego recebe cerca de 75% do rendimento que recebia

Taxa líquida de substituição no desemprego *



Nota: * A taxa líquida de substituição no desemprego mede a proporção de rendimento líquido que se mantém após x meses de desemprego. Valores para um indivíduo solteiro, sem filhos, sem outros apoios sociais, em 2021.

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

quando trabalhava, percentagem que permanece inalterada nos dois anos seguintes, o que pode apontar para uma certa generosidade do sistema português.

Haverá com certeza outras justificações para o desemprego de longa duração, como a atividade económica de origem. No entanto, neste momento, parece-nos mais provável que o que explica o elevado número de vagas de emprego por preencher e um desemprego de longa duração (ainda) elevado seja o desajustamento entre as competências que as empresas procuram e o que os candidatos têm para oferecer,⁶ tendo em conta o reporte feito pelas empresas nos inquéritos de confiança. Por exemplo, na indústria transformadora, das cerca de 43% que reportavam obstáculos à sua atividade em outubro, quase 29% apontava dificuldades em contratar pessoal qualificado (a segunda principal causa), uma percentagem que aumenta para quase 67% das empresas na construção e obras públicas que reportavam dificuldades na sua atividade, e para quase 86% no caso das empresas no alojamento & restauração (em ambos os casos, é apontado como o principal obstáculo). É, por isso, de extrema relevância um maior foco na melhoria das competências das pessoas, um dos objetivos do próprio PRR, que destina cerca de 1.370 milhões de euros para a melhoria das qualificações e competências.

Vânia Duarte

5. Fundação Adecco (2019). «TuEdadEsUnTesoro: mayores de 55 años en el mundo laboral».

6. O Banco de Portugal (ver fonte da nota de rodapé 3) não considerava que o desajustamento entre as condições oferecidas pelas empresas e as que os candidatos estariam dispostos a aceitar justificasse o desemprego de longa duração.

Dívida externa: no bom caminho, mas com necessidade de fatores estáveis de redução

A deterioração das contas externas de Portugal¹ é um fator de preocupação pelo impacto que pode ter na evolução do endividamento face ao exterior, cujos rácios se encontram entre os mais elevados da zona euro.² Esta preocupação é relevante numa altura em que se advinha o aumento dos custos de financiamento associados ao aumento das taxas de juro na área do euro.

Por esta razão, decidimos olhar para o modo como tem evoluído o endividamento de Portugal face ao exterior (medido pela posição de investimento internacional, PII³) e como é que este se distribui entre os vários tipos de instrumentos de forma a perceber até que ponto a economia pode estar exposta a uma situação de stress financeiro associado a um qualquer evento que agrave a perceção dos riscos de mercado.

Embora não fiquemos tranquilos perante o facto de Portugal estar entre os países com maior nível de dívida externa, ficamos satisfeitos com a sua evolução e composição, pois a distribuição por instrumento de financiamento revela grande peso das componentes sem risco de incumprimento, conferindo um confortável grau de estabilidade aos capitais recebidos. O investimento direto estrangeiro (IDE) – um ativo com maior estabilidade e sem risco de incumprimento – representa uma importante fatia do endividamento externo, mas permanece em aberto o desafio de melhorar a capacidade de captação de investimento estrangeiro para setores produtivos e de maior valor acrescentado. Isto favoreceria a expansão da capacidade exportadora de forma estável, a melhoria da balança corrente e a redução estável do endividamento externo.

Apesar da deterioração recente da balança corrente, verificamos que a PII tem registado uma evolução positiva, evidente tanto no comportamento do rácio face ao PIB, como na redução do valor nominal das responsabilidades de Portugal face ao exterior. Assim, no 3T 2022, o saldo da PII ascendia a –201 mil milhões de euros, longe dos cerca de –220 milhões registados em 2018; uma tendência favorável que resultou na melhoria do peso da PII no PIB para 86,3% no 3T 2022, menos 20 pontos percentuais do que em 2018.

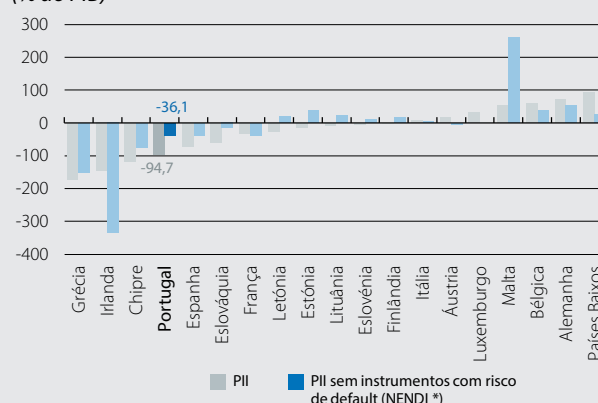
1. Ver tema «Contas Externas - Melhor na estrutura apesar da conjuntura» em IM11.

2. De acordo com o Eurostat, em 2021 a Posição de Investimento Internacional de Portugal representava –94,7% do PIB. Pior do que Portugal apenas Grécia (–171,9%), Irlanda (–145,5%) e Chipre (–117,8%).

3. Banco de Portugal: A dívida externa líquida está muito associada à posição de investimento internacional. Esta última inclui instrumentos de capital, derivados financeiros e ativos em ouro (barra), que são excluídos do cálculo da dívida externa líquida. Em 2021 estas 3 componentes representavam 15% do PIB.

Posição de Investimento Internacional 2021

(% do PIB)

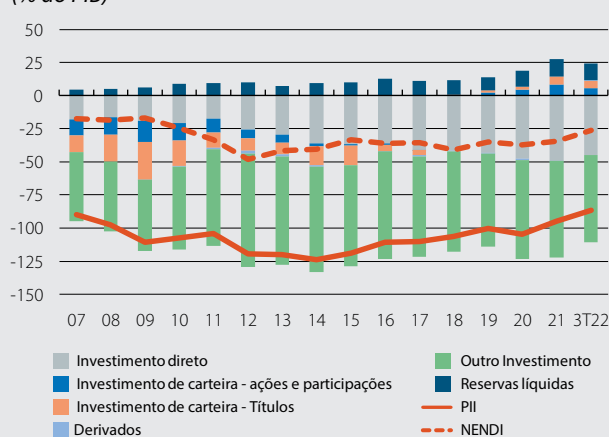


Nota: * NENDI=PII-IDE-Inv. Carteira (ações e participações)-dívida de IDE transfronteiriça intra-empresas.

Fonte: BPI Research com base em dados do Eurostat.

PII: composição por instrumento

(% do PIB)



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

A melhoria da posição externa de Portugal é também visível quando se olha para as componentes da PII mais vulneráveis a alterações na perceção dos riscos de mercado e sujeitas a eventual incumprimento. Com efeito, as componentes da PII com risco de incumprimento (NENDI⁴) representavam cerca de –27% do PIB no 3T, menos 15 pontos percentuais do que em 2018; e o seu valor ascendia a 62 mil milhões de euros, menos 22 mil milhões do que em 2018. À melhoria do risco de exposição via redução do

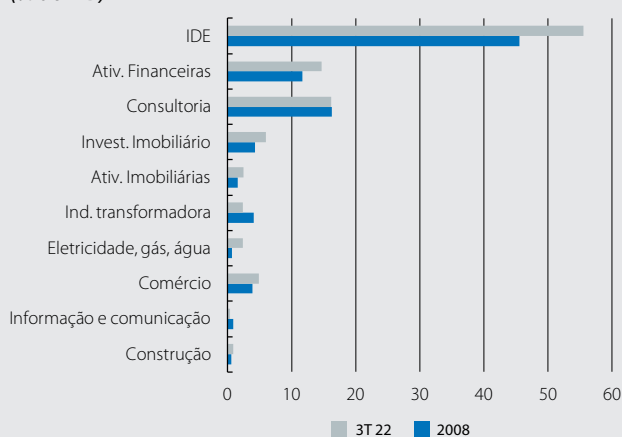
4. A PII excluindo instrumentos que não estão sujeitos a incumprimentos retira da PII total o investimento direto estrangeiro no capital, os investimentos em ações e a dívida de IDE transfronteiriça intra-empresas (em inglês NENDI, NIIP excluding non-defaultable instruments). Os valores que apresentamos são calculados por nós e representam um proxy do indicador, ligeiramente diferentes dos valores anuais calculados pelo Eurostat.

montante acresce, como garantia adicional de estabilidade, o facto da maior fatia desta ser sobre a forma de empréstimos obtidos de não residentes à administração pública, onde estarão contabilizados cerca de 57 mil milhões relativos ao PAEF⁵ e cerca de 6 mil milhões ao SURE.⁶

As componentes sem risco de incumprimento representam cerca de 60% do PIB, sendo maioritariamente constituídas por investimento direto estrangeiro. No final do 3T este ascendia a 165 mil milhões de euros, concentrando-se maioritariamente em investimentos em atividades financeiras e imobiliárias. Os primeiros representam 22% do total do IDE (26% em 2008) e o investimento imobiliário 16% do total, um incremento muito considerável face aos cerca de 10% em 2008. Muito positiva foi a evolução do investimento nos setores da eletricidade, gás e água que representa 7% do total (1,5% em 2008); menos positiva tem sido a evolução do IDE no setor industrial passando de 9% do total em 2008 para 8% no 3T 22. E, como referimos no início desta análise, uma maior captação de investimentos direcionados para a industrialização da economia será importante para incremento da base produtiva e exportadora do país, fundamental para que ocorra a redução estável da dívida externa.

Teresa Gil Pinheiro

Investimento direto estrangeiro por setor (% do PIB)



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

5. Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF) acordado em maio de 2011 entre Portugal a União Europeia e o FMI e que visou o restabelecimento da confiança dos mercados financeiros internacionais, a promoção da competitividade e do crescimento económico sustentável.
6. SURE: instrumento de apoio temporário, concedido através de empréstimos, para mitigar os riscos de desemprego durante o período da pandemia.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2020	2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	10/22	11/22	12/22
Índice coincidente para a atividade	-5,3	3,5	7,3	7,0	6,0	...	5,4	5,2	...
Indústria									
Índice de produção industrial	-6,9	4,5	-2,1	2,0	1,8	...	-1,9	-0,3	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-15,3	-5,3	-0,1	-2,3	-4,7	-6,6	-6,3	-6,6	-6,9
Construção									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	0,7	13,5	45,6	-22,6	4,0	...	36,4	...	...
Compra e venda de habitações	-11,2	20,5	25,8	4,5	-2,8	...	-	-	-
Preço da habitação (euro / m ² - avaliação bancária)	8,3	8,6	11,5	14,2	15,8	...	13,5	13,9	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	-76,2	51,5	259,9	298,1	244,4	...	199,8	169,7	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	-19,0	0,1	13,0	21,1	17,9	8,1	11,1	7,6	5,8
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	-3,0	4,9	12,7	3,1	3,3	...	1,0	-2,0	...
Indicador coincidente do consumo privado	-6,2	4,8	7,1	5,6	3,6	...	2,5	2,1	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-22,4	-17,2	-19,3	-30,5	-31,8	-37,0	-35,2	-37,7	-38,1
Mercado de trabalho									
População empregada	-1,9	2,8	4,7	1,9	1,1	...	0,8	...	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	7,0	6,6	5,9	5,7	5,8	...	6,1	...	...
PIB	-8,3	5,5	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	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	10/22	11/22	12/22
Inflação global	0,0	1,3	4,3	8,0	9,1	10,0	10,1	9,9	9,6
Inflação subjacente	0,0	0,8	3,1	5,5	6,5	7,2	7,1	7,2	7,3

Setor externo

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

	2020	2021	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	10/22	11/22	12/22
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-10,3	18,3	21,2	18,9	22,8	...	24,4	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-14,8	22,0	33,3	31,5	35,2	...	35,8	...	...
Saldo corrente	-2,1	-2,5	-4,3	-4,7	-4,3	...	-4,0	...	...
Bens e serviços	-3,9	-5,7	-6,9	-6,4	-5,1	...	-5,0	...	...
Rendimentos primários e secundários	1,8	3,2	2,7	1,7	0,8	...	1,1	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	-0,1	1,2	-0,8	-1,3	-2,1	...	-1,7	...	...

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

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.