

## 2023: de mais para menos, mas bom

O INE reviu as séries históricas do PIB, que implicou revisão em alta do crescimento em 2021 e 2022 para 6,2% e 6,9%, respetivamente, ou seja, mais 3 décimas em 2021 e mais 1 em 2022. Adicionalmente, no 1S 2023, a economia teve um desempenho positivo, crescendo em cadeia 0,8%. Embora positivos, estes factos não alteram o efeito arrastamento no crescimento do conjunto do ano. Caso a atividade estagnasse no 2S 2023, o crescimento anual continuaria a ser 2,1%, tal como antes da revisão das séries, contudo confere maior suporte à possibilidade de que o crescimento se aproxime dos 2,5%. Entretanto, os indicadores relativos ao 3T sugerem que a economia mantém uma tendência de crescimento, embora a ritmo mais moderado do que na primeira metade do ano. As vendas de automóveis continuam dinâmicas, ainda que tenham diminuído face ao 2T, os dados relativos à atividade turística mostram-se fortes, com o número de voos a acelerarem. Por sua vez, os indicadores do lado da oferta, embora continuem a evidenciar debilidade, revelaram-se menos negativos no início do trimestre. Paralelamente, os indicadores de confiança apresentaram uma tendência de pioria ao longo do trimestre, salientando-se a postura mais cautelosa das famílias. Este comportamento parece, aliás, ter sido antecipado pelo andamento da poupança no 2T, que recuperou para 5,7% do rendimento disponível, mais 4 décimas do que no 1T, contribuindo para o estancamento da redução das poupanças acumuladas estimadas, que, segundo o BPI Research, se situam em torno dos 7.000 milhões de euros, cerca de 3% do PIB, concentrando-se, possivelmente, nas classes de maior rendimento, reduzindo o suporte ao consumo dado em trimestres anteriores. Assim, e tendo presente que na última parte do ano, os agentes económicos irão sentir com mais intensidade o impacto do aumento das taxas de juro, decidimos rever em baixa a nossa projeção para 2023 em 2 décimas, para 2,4%.

Apesar dos dados do mercado de trabalho continuarem em níveis positivos, outros indicadores sugerem um comportamento menos dinâmico. Por um lado, a taxa de desemprego reduziu 0,1 p. p. para 6,2% em agosto, enquanto a população empregada aumentou em cadeia (0,1%) e em termos homólogos (+1,3%), atingindo um total de 4.948.000 indivíduos, o nível mais elevado desde o início da série mensal do INE (que começa em 1998). Apesar dos dados positivos, importa acompanhar o comportamento menos positivo de outros indicadores: o desemprego registado aumentou em agosto pelo segundo mês consecutivo (4,4% homólogo), apesar de se manter em níveis historicamente baixos; o número de pessoas em *layoff*, que, apesar de continuar a representar uma proporção pouco relevante da população empregada (0,1%) e de estar a diminuir em cadeia há quatro meses consecutivos, está acima dos valores históricos registados em agosto (nos cinco anos anteriores à pandemia, a média era de 521 trabalhadores, face a mais de 3,600 registados em agosto); por fim, as ofertas de emprego

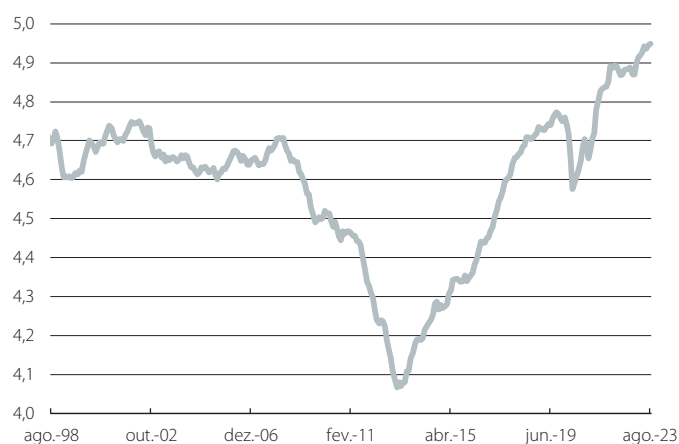
### Variações homólogas, nível

|                        |                                                | 2T 23  | 3T 23  | Último mês disponível |
|------------------------|------------------------------------------------|--------|--------|-----------------------|
| Indicadores sintéticos | Indicador de clima económico                   | 1,8    | 1,3    | setembro              |
|                        | Indicador de sentimento económico              | 100,1  | 97,6   | setembro              |
|                        | Indicador diário de atividade                  | 1,6    | 1,4    | setembro              |
| Consumo                | Vendas a retalho                               | 3,0    | 1,8    | agosto                |
|                        | Vendas a retalho excl. Combustíveis            | 2,5    | 2,1    | agosto                |
|                        | Nº carros vendidos                             | 19.244 | 14.562 | agosto                |
|                        | Venda de carros                                | 41,4   | 11,9   | agosto                |
| Investimento           | Indicador de FBCF                              | 1,9    | 4,7    | julho                 |
|                        | Importações de bens de capital (acum. ano)     | 8,5    | 8,1    | julho                 |
| Oferta                 | Vendas de cimento                              | 4,2    | 11,7   | julho                 |
|                        | Produção industrial                            | -5,0   | -3,2   | julho                 |
| Procura                | Consumo de eletricidade                        | -2,3   | -1,8   | agosto                |
|                        | Nº turistas não residentes (yoy 2019)          | 9,9    | 8,6    | julho                 |
|                        | Nº de voos (yoy 2019)                          | 5,6    | 7,0    | agosto                |
| Mercado de trabalho    | Variação no desemprego registado (mil pessoas) | -11,4  | 9,7    | agosto                |
|                        | Variação no emprego (mil pessoas)              | 64,8   | 54,2   | agosto                |

Fonte: BPI Research com base em dados INE, CE, ACAP, Eurocontrol.

### Portugal: população empregada \*

(Milhões de indivíduos)



Nota: \* Dados ajustados de sazonalidade.

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

também diminuíram em agosto (-24.7% homólogo), atingindo um total de 16.034, um valor que fica abaixo da média histórica registada nos meses de agosto dos cinco anos pré-pandemia (20.073) e da média de 2022 (18.633).

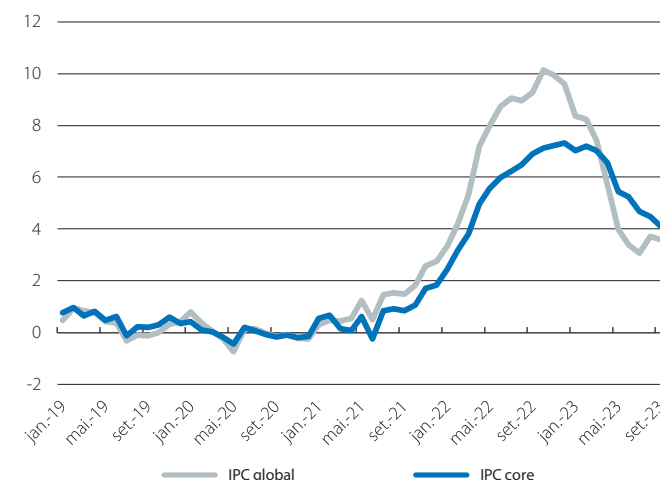
**Estimativa rápida confirma retoma da trajetória de moderação da inflação em setembro.** O IPC Global desceu para 3,6% (3,7% em agosto) e o IPC subjacente para 4,1% (4,5% em agosto), verificando-se uma dinâmica de evolução mensal dos preços semelhante às médias do período pré-pandemia. No início de setembro revimos ligeiramente em baixa a nossa previsão para a inflação média de 2023 (de 4,7% para 4,6%) tendo em conta a manutenção da medida do «IVA Zero» num cabaz de produtos alimentares até final deste ano. Também acreditamos numa tendência mais consistente de moderação da componente subjacente, embora gradual, que o dado de setembro veio reiterar. O principal risco para os próximos meses vai continuar a ser a pressão na frente energética, com os cortes na produção de crude da Arábia Saudita e da Rússia a refletirem-se no preço do Brent. Isto atenuará os efeitos de base que tinham vindo a empurrar para baixo o IPC Global nos últimos meses, podendo mesmo anulá-los.

**A capacidade de financiamento da economia melhorou no 2T.** No ano terminado em junho, a economia registou uma capacidade de financiamento equivalente a 1,6% do PIB, com o setor privado não financeiro a recuperar 7 p. p. face ao trimestre anterior. As empresas reduziram as suas necessidades de financiamento para 1,3% do PIB, beneficiando de uma melhoria do excedente bruto de exploração, que cresceu 3,2% face ao 1T. As famílias melhoraram a sua capacidade de financiamento face ao exterior para 0,5% do PIB, a qual, no entanto, se mantém em níveis historicamente reduzidos (nos cinco anos anteriores à pandemia, a sua capacidade de financiamento média era de 2%). Aqui, a melhoria reflete o incremento da poupança, beneficiando do crescimento mais forte do rendimento disponível (1,8% face ao 1T do que do consumo, +1,6%). Nos restantes setores, o Estado apresentou uma situação de equilíbrio no ano terminado em junho (mas um excedente de 1,1% do PIB no 1S); e o setor financeiro melhorou a capacidade de financiamento para 2,3% do PIB. No final de 2023, antecipamos que a economia volte a registar um excedente face ao exterior, o que não acontecia desde 2019.

**Preço das casas surpreende em alta no 2T 2023.** O IPH do INE mostra que os preços cresceram uns expressivos 3,1% no 2T 2023 face ao 1T 2023, uma subida de preços com uma força que já não se verificava há um ano. O ritmo de crescimento homólogo, contudo, manteve-se igual ao do 1T (8,7%). Pela primeira vez, o valor médio das casas transacionadas superou os 200.000 euros (205.300), mesmo em contexto de forte desaceleração no número de transações (-3% face ao trimestre anterior e -23% face ao homólogo). Esta dinâmica, também ainda carburada pela procura forte por parte de estrangeiros, põe em causa a nossa previsão para o crescimento médio dos preços este ano (4%), que deverá ser revista em alta.

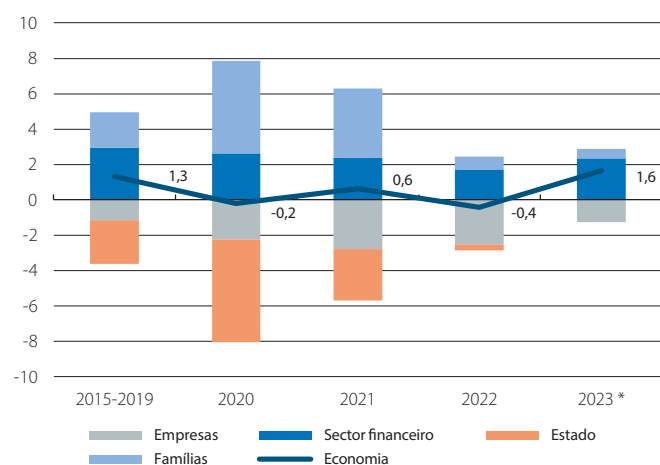
## Portugal: inflação

Var. homóloga (%)



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

## Portugal: capacidade de financiamento da economia (% do PIB)

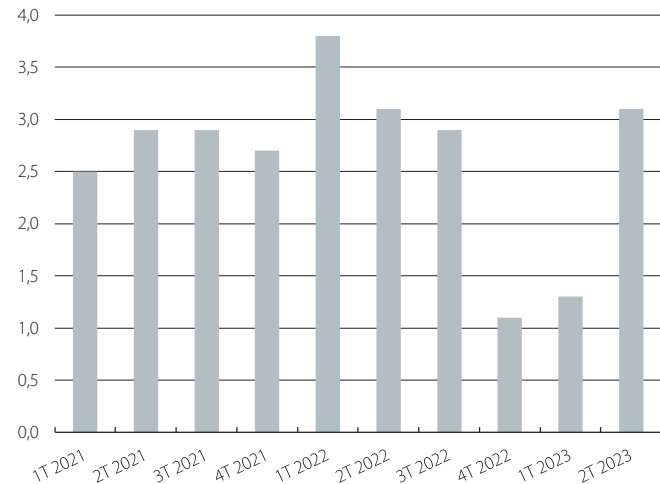


Nota: \* Ano terminado em junho 2023.

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

## Portugal: Índice de Preços da Habitação

Var. trimestral (%)

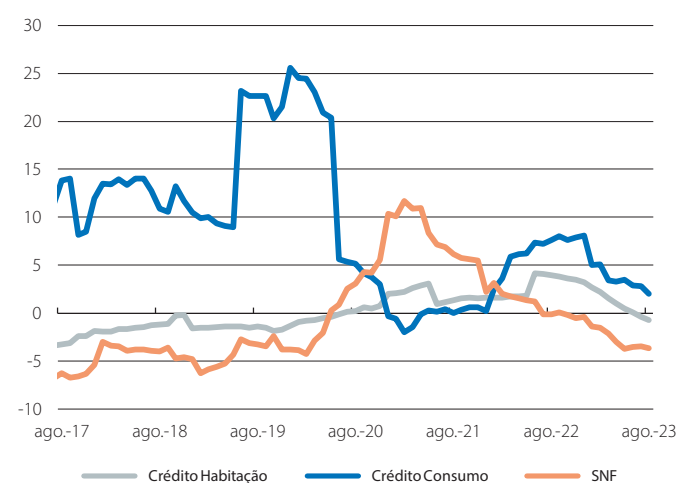


Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

A carteira de crédito ao sector privado não financeiro voltou a cair em agosto, -1,7% homólogo, colocando o valor mensal no nível mais baixo desde dezembro de 2021. Relativamente à carteira de crédito à habitação, a contração foi de 0,7% homólogo, o que significa que o *stock* caiu pelo segundo mês consecutivo e que é justificado pela redução dos novos empréstimos (à data de elaboração, é ainda desconhecido o comportamento das novas operações em agosto, mas sabe-se que o número de avaliações bancárias caiu 24,6% homólogo até agosto) e amortizações antecipadas. Perante o aumento das taxas de juro nos mercados, a taxa de juro implícita nos contratos de crédito à habitação aumentou 0,21 p. p. para 4,089% em agosto, o nível mais elevado desde março 2009. Neste contexto, a prestação total mensal média registou um aumento homólogo superior a 110 euros, para um máximo histórico de 379 euros (série começa em 2009). No caso das empresas não financeiras, a carteira caiu 3,6% homólogo, com as maiores quedas a registarem-se na carteira de crédito das indústrias transformadoras, *utilities* e construção. Entretanto, o rácio de NPLs do sector privado não financeiro manteve-se inalterado nos 3,9% no 2T. No entanto, o rácio no segmento da habitação aumentou ligeiramente, de 1,1% no 1T para o 1,2% no 2T, ainda que se mantenha em níveis mínimos. Os empréstimos *non-performing* aumentaram quer no caso da habitação, quer no caso do consumo e outros fins, mas mantêm-se em níveis muito baixos em termos históricos.

### Portugal: carteira de crédito, por segmento

Taxa de variação homóloga (%)



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

## Turismo: importância nas contas nacionais e nas contas externas

O setor do turismo tem feito sucessivas manchetes recentemente pela exuberância dos seus números e otimismo das suas perspetivas. Neste artigo pretendemos concretizar que números e perspetivas são estas, filtrando-os através da ótica das contas externas e nacionais.

Portugal beneficia de fatores competitivos distintivos que impulsionaram o setor, em especial na última década, fazendo-o ir mais além do típico destino “Sol & Praia”. Na verdade, Portugal está na 16ª posição como país mais competitivo no Turismo e com posição especialmente favorável nas dimensões da Infraestrutura de serviços turísticos (2ª posição), Segurança (11ª posição), e, Saúde e Higiene (14ª posição).<sup>1</sup> A importância relativa do setor pode funcionar como um bálsamo, mas também como um vento de proa à nossa economia, como vimos no episódio pandémico: a redução da atividade turística foi responsável por dois terços da contração do PIB em 2020. Ou seja, da queda de 8,3% da atividade económica, 5,5 pontos percentuais explicam-se pela quebra do turismo. Como vemos no primeiro quadro, uma quebra de 49% no consumo de turismo<sup>2</sup> traduziu-se na mencionada quebra na atividade e em última instância à diminuição do peso relativo do turismo no PIB, que desceu abaixo dos 10% (8,4%). Em abril de 2020 a proporção de estabelecimentos hoteleiros fechados ou sem hóspedes atingiu a impressionante cifra de 88,5%. Isto põe em evidência os riscos particulares desta atividade pois está exposta a fatores que muitas vezes fogem ao controlo das autoridades governamentais – pandemias, atos terroristas, catástrofes naturais, alterações climáticas, etc. Afortunadamente, o movimento de recuperação foi simétrico e com vigor: já em 2022 as receitas de turismo medidas pela Conta Satélite incrementaram 79% (para mais de 37 mil milhões de euros) e foram responsáveis por 68% do crescimento da atividade.

Voltando o olhar para as contas externas, constata-se que existe uma forte ligação entre a Balança Turística e a de Serviços, significando isto que o saldo do Turismo explica uma grande proporção dos Serviços como um todo (mais

### Peso do Consumo do Turismo (Conta Satélite do Turismo)

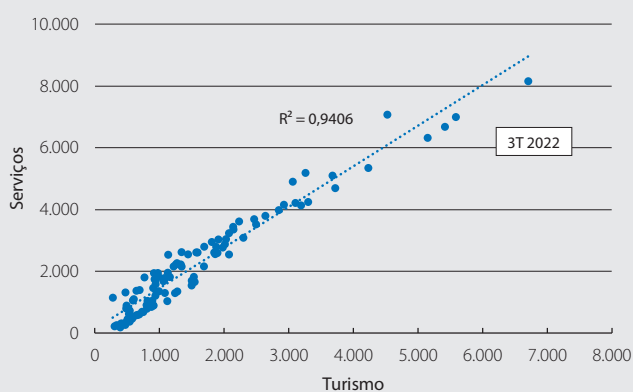
(%)

|      | No PIB | No crescimento do PIB | Δ receitas CST |
|------|--------|-----------------------|----------------|
| 2018 | 14,80  | 31                    | 10             |
| 2019 | 15,30  | 27                    | 8,10           |
| 2020 | 8,40   | 66                    | -49,1          |
| 2021 | 9,80   | 30                    | 27,3           |
| 2022 | 15,8   | 68                    | 79             |

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

### Saldo da Balança do Turismo e de Serviços (1T 1996 a 2T 2023)

(Milhões eur)



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

de 60% em média no período entre 2019 e 2022). Podemos ver isto no segundo gráfico onde destacamos o 3T 2022, trimestre em que o saldo quer da balança turística (6,7 mil milhões) quer de serviços (8,1 mil milhões) foram os mais elevados de sempre.

Por outro lado, é assinalável a trajetória das exportações nacionais de serviços de Turismo. Os dados da Organização Mundial do Comércio (terceiro gráfico) mostram que ao contrário do que aconteceu em outros países europeus fortes neste setor, como a França e a Itália, Portugal tem vindo a ganhar quota no mercado mundial de turismo, praticamente duplicando-a entre 2010 e 2022 (de 1% para 1,8% do total mundial).

Outra forma de aferir esta evolução é através dos dados acerca da chegada de hóspedes, neste caso para o período pós-pandemia. A nível mundial, a chegada de hóspedes internacionais era ainda inferior em 2022 (-34%) e no 1T 2023 (-20%) face a 2019, no entanto em Portugal estes níveis já foram ultrapassados no ano em curso (+14% no 1T 2023 comparativamente ao 1T 2019). Isto significa que ainda num contexto de diminuição desta atividade, Portu-

1. Ver o estudo do World Economic Forum (Travel & Tourism development index, edição de 2021), que engloba 117 países.

2. Refere-se ao Consumo do turismo no território económico da Conta Satélite do Turismo, que engloba o turismo recetor (efetuado por visitantes não residentes), o consumo do turismo interno (que corresponde ao consumo dos visitantes residentes que viajam no interior do país assim como à componente de consumo interno efetuado pelos visitantes residentes no país aquando de uma viagem turística no exterior do país (componente de consumo interno do Turismo Emissor)), e as outras componentes do consumo turístico que não são passíveis de desagregação por tipo de turismo e de visitante. Nas outras componentes, incluem-se ainda os produtos cuja despesa é das administrações públicas, mas cujo consumo é de natureza individual.

gal cresceu em termos absolutos (número de hóspedes) e relativos (quota de exportações). Assim, apesar dos efeitos nefastos do Covid, o sector em Portugal acabou por ser um beneficiário líquido deste evento porque de alguma forma conseguiu aumentar a sua representatividade.

No quarto gráfico está bem ilustrado o suporte do Turismo às contas externas: entre 2013 e 2019 as Balanças Comercial e Corrente registaram superávits que seriam défices se excluirmos o saldo do Turismo. A partir de 2020 estas balanças voltaram a ser deficitárias devido ao impacto do Covid, mas já em 2022 o défice da Balança Corrente seria muito mais gravoso<sup>3</sup> (fruto da crise energética e dos preços de importação destas *commodities*) sem o contributo do turismo. Com o que se perspetiva para o sector na segunda metade do ano, em 2023 a trajetória prevista é a de retorno a superávits.

E que impacto esperar este ano nas contas nacionais? A nossa perspetiva é a de que o número global de hóspedes este ano superará em 9% os hóspedes de 2019. Recorrendo a modelos econométricos que relacionam estas previsões com as exportações de turismo, o VAB do Turismo e o PIB chegámos ao valor de 16,9% (peso esperado do Turismo no PIB em 2023, último gráfico). Ou seja, o peso direto e indireto do Turismo no PIB português aumentará mais 1,1 p.p. face ao que aconteceu em 2022. Um valor muito semelhante ao que estima o WTTC (16,8%), que inclusivamente projeta que este peso se eleve até acima dos 20% em 2033 (21,1%).

A manutenção da dinâmica de captação de turistas que não nos visitavam e passaram a fazê-lo dependerá da soma da aptidão dos empresários do sector em conjunto com o contexto favorável que o Estado deve proporcionar – ao nível dos esforços de promoção dos destinos do país e do assegurar infraestruturas capazes. Se recolhermos os ensinamentos da teoria do portefólio e os aplicarmos à economia como um todo, também ela feita de ativos, recursos escassos e escolhas; o princípio da diversificação para minimizar o risco dever-nos-ia orientar por um caminho de porfiar a diminuição de sazonalidade e aumento da diversidade territorial. Saibamos desenvolver o sector de forma criteriosa e equilibrada, pois a sustentabilidade dos destinos é também um aspeto cada vez mais considerado pelos turistas na escolha das suas viagens.

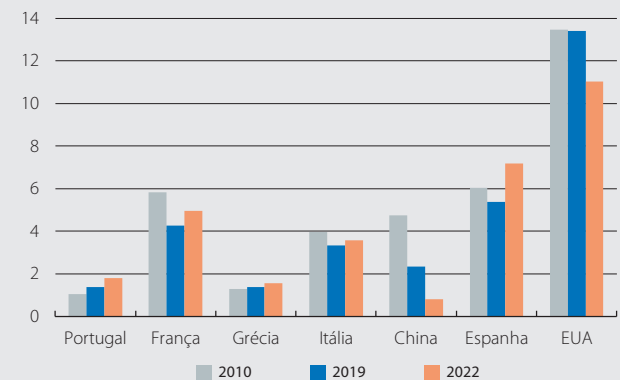
*Tiago Belejo Correia*

3. 18,7 mil milhões de euros, o equivalente a cerca de 8% do PIB desse ano.

4. Conselho Mundial de Viagens e Turismo (na designação original, World Travel & Tourism Council).

### Percentagem das exportações de serviços de Turismo no total mundial, por país

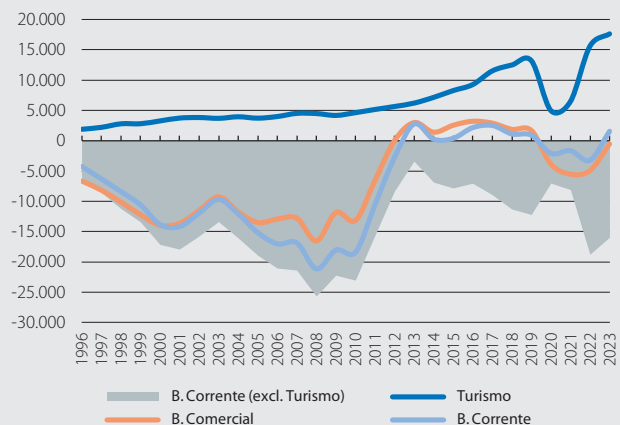
(%)



Fonte: BPI Research, com base nos dados da Organização Mundial do Comércio.

### Portugal: saldo das contas externas

(Milhões de eur)

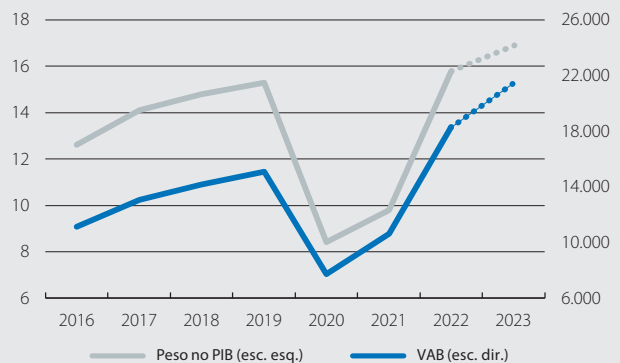


Nota: 2023 refere-se à soma dos dados dos últimos 12 meses até ao mês de junho.

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

### Portugal: VAB do Turismo e Peso do Turismo no PIB

(Milhões eur/%)



Nota: Os dados de 2023 referem-se a previsões da BPI Research.

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

## Um raio-X ao mercado de crédito à habitação em Portugal

O crédito à habitação em Portugal tem um peso substancial na economia: a carteira representa cerca de 40% do PIB, 68% do endividamento dos particulares, 61% do rendimento disponível (62% na Zona Euro), mais de 24% do ativo do sistema bancário português (13% na Zona Euro) e quase metade do crédito bancário concedido ao sector privado não financeiro. Ao mesmo tempo, mais de 2 milhões de indivíduos têm crédito à habitação em Portugal. Perante estes números, é fácil concluir que o crédito à habitação tem uma relevância expressiva na vida das famílias: considerando a prestação média mensal e assumindo um agregado familiar de dois elementos, a prestação de crédito à habitação tem um peso de cerca de 18% no rendimento mensal, sem contar com os restantes custos.<sup>1</sup> Tendo em conta a quase totalidade dos créditos concedidos a taxa variável (de que falaremos mais à frente), não é surpresa que a subida das taxas de juro por parte do BCE (e outros fatores<sup>2</sup>) se tenha refletido na travagem dos novos empréstimos para compra de casa.

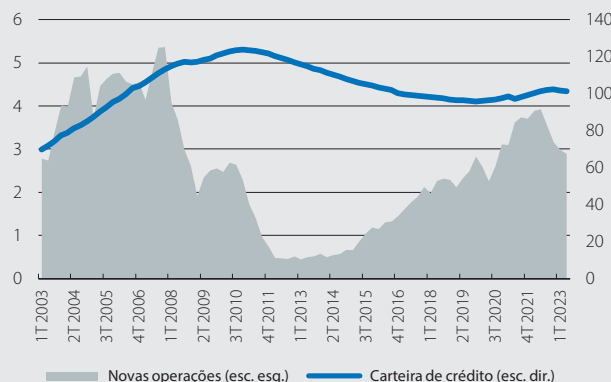
De facto, o aumento recente das taxas de juro dos créditos à habitação reverteu o dinamismo vivido desde o final da crise das dívidas soberanas. Na segunda metade de 2022, as novas operações caíram cerca de 10% homólogo, acentuando a queda no primeiro semestre de 2023, com uma contração de 25%. No total, houve uma redução de mais de 2.600 milhões de euros em novos empréstimos para compra de casa neste período.

A maturidade média dos novos contratos também tem vindo a diminuir. No final de 2022 era de 30,7 anos, ainda assim ligeiramente acima do objetivo do banco central (de 30 anos no final de 2022). Apesar da melhoria (a maturidade média era de 33,4 anos em julho 2018, antes da recomendação emitida pelo Banco de Portugal,<sup>3</sup> e superava os 35 anos em 2006), Portugal continua a comparar de forma muito negativa com outros países europeus (ver segundo gráfico).

O alongamento da maturidade dos empréstimos à habitação serve para reduzir o custo mensal com o crédito, uma das preocupações também no momento de escolher a tipologia da taxa de juro. No final de 2022, 90% da carteira

### Portugal: novas operações e carteira de crédito à habitação

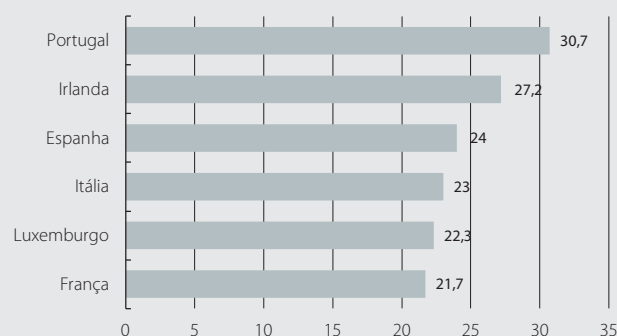
(Mil milhões de euros)



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

### Maturidade média anual das novas operações de crédito à habitação, por país

(Número de anos)



Nota: Maturidade média registada em 2021, excepto para Portugal e Irlanda, cujos dados dizem respeito a 2022 e 2020, respetivamente.

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

de crédito à habitação tinha contratada uma taxa de juro variável, mas o comportamento mais recente é bastante distinto: em julho, representavam 51% das novas operações, face a 99% em novos contratos realizados em 2011. Estas percentagens contrastam com o observado no conjunto da Zona Euro (23% em julho).

Os dados do BdP para o crédito à habitação própria e permanente permitem-nos ter uma imagem mais clara: cerca de 51% das novas operações contratadas em julho de 2023 foram a taxa variável, cerca de 39% a taxa mista e cerca de 10% a taxa fixa. Estes dados permitem-nos recuar apenas até ao final de 2021, mas, ainda assim, é clara a crescente importância da taxa mista nas novas operações de crédito, o que pode estar relacionado com uma maior consciência para as implicações na prestação mensal decorrentes da volatilidade da taxa de juro variável ou ofertas comerciais por parte dos bancos.

1. Considerando a remuneração média mensal líquida no 2T.

2. É também relevante o crescimento assinalável dos preços das casas face ao rendimento das famílias, a par do choque que os bancos têm de aplicar aos contratos de crédito à habitação com taxa de juro variável ou mista para avaliar a solvabilidade dos indivíduos perante um choque na taxa de juro.

3. A Recomendação do BdP introduziu limites ao rácio entre o montante do empréstimo e o valor do imóvel, ao rácio entre o montante mensal das prestações de todos os créditos e o rendimento mensal líquido, à maturidade e instituiu requisitos de pagamentos regulares de capital e juros. Para mais informações, ver <https://www.bportugal.pt/page/limites-ao-racio-ltv-ao-dsti-e-maturidade>.

Para além da questão de normalmente reduzir os encargos mensais iniciais com o crédito à habitação, existem outras razões que ajudam a explicar a preferência das famílias por taxa de juro variável e até mesmo dos próprios bancos na concentração de ofertas com essa tipologia. O Banco de Portugal sugere que as razões do lado da procura prendem-se com o facto de as pessoas não estarem dispostas a pagar um custo mais elevado pela fixação da taxa (situação normal quando a curva de rendimentos é positivamente inclinada) e com o baixo grau de literacia das famílias. Do lado da oferta (ou seja, do banco), as explicações passam pelo custo e disponibilidade das operações necessárias para efetuar a cobertura do risco de taxa de juro<sup>4</sup> ou a estrutura de financiamento dos bancos, assente em depósitos com taxas de juro fixas e de curto prazo, o que acaba por favorecer a concessão de crédito à habitação, tipicamente com prazos mais longos, a taxas variáveis, para refletir a evolução das taxas de juro no mercado (contrariamente ao verificado noutros países, em que os bancos se financiam nos mercados, a taxa fixa).

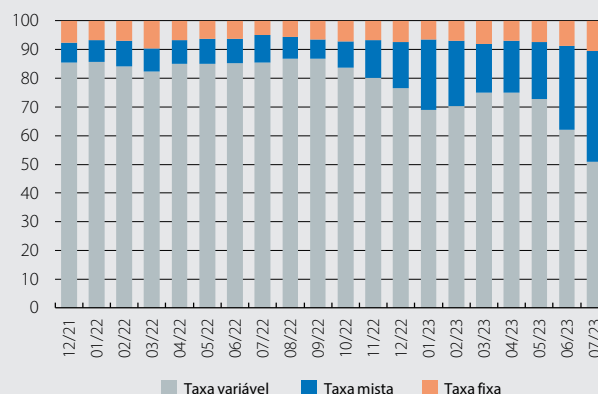
Neste contexto, a taxa de juro média das novas operações concedidas em julho 2023 foi de 4,24% em Portugal (o valor mais elevado desde fevereiro 2012), comparativamente a 3,16% em França e 3,79% na Zona Euro; no que diz respeito à taxa de juro média da carteira, em Portugal atingiu os 4,21%, acima dos 1,54% registados em França ou 2,27% no conjunto da Zona Euro. Perante a maior preponderância de contratos a taxa variável em Portugal, o aumento das taxas de juro face ao mês homólogo é também mais elevado: 3,0, 0,1 e 0,6 p. p. em Portugal, França e Zona Euro, respetivamente.

Em relação ao tipo de indexante, a Euribor a 12 meses começou a perder a relevância que ganhou nos últimos anos: olhando para a informação sobre crédito para habitação própria e permanente, em julho, 31,1% dos novos empréstimos tinham como indexante a Euribor a 12 meses (cerca de 62% no mês homólogo). Neste momento, a Euribor a 6 meses volta a assumir maior importância, sendo a utilizada em 49,8% dos empréstimos (+15 p. p. face a julho 2022), ainda que a Euribor 12 meses mantenha um peso ligeiramente superior face ao indexante a 6 meses no total da carteira (39,4% e 35,1%, respetivamente).

Perante estes dados, não é surpreendente que a prestação média mensal das famílias com crédito à habitação tenha aumentado de forma tão expressiva no último ano. De acordo com os dados do INE, a prestação média aumentou mais de 110 euros face há um ano atrás, para 379 euros mensais em agosto, mas é ainda mais expressivo, por exemplo, nos empréstimos realizados nos últimos 12 me-

4. O Banco de Portugal destaca que antes da entrada de Portugal na Zona Euro era impossível fazer cobertura de risco de taxa de juro, o que também acabou por fomentar as ofertas a taxa variável. Ver Banco de Portugal (2023). «Relatório de Estabilidade maio».

### Novos empréstimos para HPP\* por tipo de taxa (Peso no total dos novos empréstimos HPP, %)



Nota: \* Habitação própria e permanente.

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

ses (mais 214 euros, para 602 euros). Os dados do BdP para a habitação própria e permanente de julho concluem que o maior aumento se verificou nos indivíduos com rendimentos mais elevados, onde a fatura terá excedido os 220 euros face ao mês homólogo.

Perante um contexto mais complicado, com uma inflação ainda elevada e taxas de juro a pesar cada vez mais na prestação da casa, tem aumentado o valor renegociado de crédito à habitação.<sup>5</sup> Nos primeiros sete meses do ano, foram renegociados mais de 3.770 milhões de euros, o montante mais elevado desde o início da série (dezembro 2014).

Por sua vez, algumas famílias com mais liquidez têm aproveitado para amortizar o crédito. Até julho, 5,6% da carteira de crédito à habitação própria e permanente foi amortizada antecipadamente, o que compara com 3,6% em igual período de 2022. Para além da redução dos encargos mensais, as famílias também estarão a aproveitar a isenção de comissão de reembolso antecipado, em vigor até ao final do ano.

Perante um cenário tão desafiante como o atual, com inflação e custos de financiamento elevados, os alertas sobre o incumprimento começam a fazer-se ouvir. No entanto, os dados mensais de crédito vencido ainda não apontam para esse agravamento; de facto, em agosto, atingiu os 275 milhões de euros de crédito vencido, equivalente a 0,3% do crédito à habitação, substancialmente abaixo do registado no passado: se compararmos com o mesmo mês de 2019, o crédito vencido está cerca de 76% abaixo; e, se compararmos com agosto 2016 (o mês de agosto com o valor mais elevado), então está 89% abaixo (na altura, o rácio de crédito vencido atingiu os 2,6%). Ao mesmo tempo, o rácio de NPLs aumentou ligeiramente para 1,2% no 2T 2023 (face a 1,1% no 1T), com os empréstimos *non-per-*

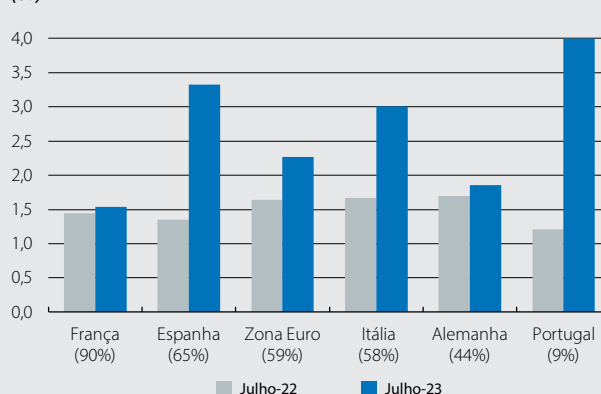
5. Estes dados referem-se apenas às renegociações feitas de forma voluntária.

forming a aumentarem pela segunda vez consecutiva (+60 milhões de euros desde o início do ano). Ainda assim, o rácio está em níveis mínimos e compara favoravelmente com os 7,4% do 1T 2016, o máximo desta série.

Em conclusão, o panorama atual do mercado de crédito à habitação apresenta indicadores mais favoráveis do que no passado, que ajudam a sustentar a expectativa de que o aumento expressivo das taxas de juro não se deverá refletir num agravamento acentuado do incumprimento. De facto, as famílias estão menos endividadas do que no passado,<sup>6</sup> o mercado de trabalho continua robusto e a percentagem de compra de casa com recurso a crédito é atualmente menor.<sup>7</sup> Adicionalmente, as recomendações macroprudenciais do BdP concedem maior robustez à concessão de crédito,<sup>8</sup> o crédito à habitação está concentrado em indivíduos com rendimentos mais elevados<sup>9</sup> e a adoção de medidas de apoio às famílias com crédito à habitação por parte do Governo pode ajudar a limitar o aumento do incumprimento. Por fim, atualmente, a carteira de crédito à habitação representa uma parcela menor do património financeiro líquido das famílias (cerca de 34% em 2022, face a cerca de 65% em 2011), com o património financeiro líquido a ter um peso mais expressivo no PIB do que no passado (126%, face a 106% em 2011)

Vânia Duarte

#### Taxa de juro da carteira de crédito à habitação \*



**Nota:** \* Os valores entre parêntesis representam a percentagem de novas operações concedidas em 2022 com prazo de fixação de taxa superior a 10 anos (taxa fixa).

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

6. No 2T2023, o rácio de endividamento foi de 60,2% do PIB, face ao máximo de 94,2% no final de 2009.

7. De acordo com o Banco de Portugal, entre 2018 e 2022, 51% das transações de casas foi feita com recurso a crédito, inferior aos 76% entre 2009 e 2010.

8. Por exemplo, o perfil de risco dos mutuários melhorou: os indivíduos de perfil de risco mais elevado representavam cerca de 3% das novas operações em 2022, face a 32% no 3T 2018, de acordo com o BdP.

9. De acordo com o BdP, 33% da carteira de crédito à habitação com contratos celebrados entre 2019 e 2022 era relativa a indivíduos com mais rendimentos (quinto quintil, face a 15% no primeiro quintil).

## Estão as remunerações a acompanhar a evolução dos preços?

A remuneração mensal tem aumentado de forma expressiva nos últimos trimestres. Mas o que isto significa num contexto de inflação elevada?

A remuneração bruta mensal média total aumentou 6,9% homólogo no primeiro semestre, atingindo uma média de 1.445 euros neste período. Este crescimento excede, por exemplo, o verificado no conjunto de 2019 (3,1%) ou em 2022 (3,4%). Os dados do INE permitem-nos analisar com maior detalhe esta evolução, distinguindo entre o comportamento da remuneração bruta mensal média regular, que inclui a remuneração base e outras rubricas frequentes, como o subsídio de alimentação ou as diuturnidades, e a remuneração base. Em ambos os casos, o aumento homólogo ficou próximo dos 7%, atingindo uma remuneração média de 1.203 euros no primeiro caso e de 1.130 euros no segundo.

Estes aumentos salariais recentes parecem muito expressivos, mas temos de analisar à luz do recente ciclo inflacionista e olhar de forma individualizada para os vários sectores de atividade. Para esta análise vamo-nos debruçar sobre a remuneração bruta mensal média regular, já que incorpora as principais componentes remuneratórias e elimina componentes mais sazonais, como o pagamento do subsídio de férias.

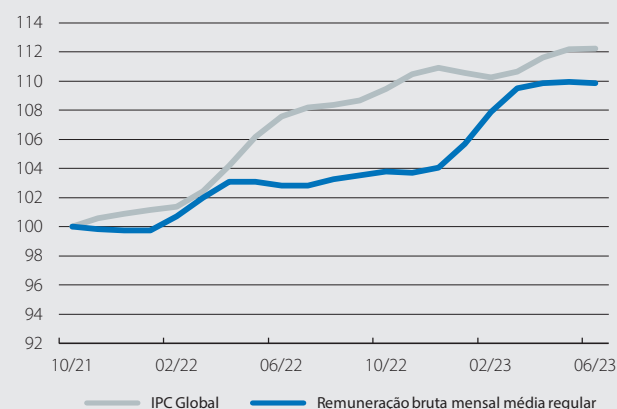
O aumento de 6,8% da remuneração compara com um crescimento homólogo dos preços do consumidor de 6,2% na primeira metade do ano, ou seja, os salários, medidos por esta variável, aumentaram ligeiramente acima da inflação no primeiro semestre de 2023, o que implica um ligeiro crescimento real de 0,6% neste período. No entanto, se analisarmos o comportamento das duas variáveis desde o início do ciclo inflacionista, que, em Portugal, começou no final de 2021, as conclusões são distintas: de facto, enquanto o IPC aumentou mais de 12% desde o final de 2021, a remuneração bruta mensal média regular aumentou menos de 10%.

Ainda assim, esta diferença já foi maior: no final de 2022, o IPC tinha aumentado cerca de 11% desde o início do ciclo inflacionista, enquanto as remunerações tinham aumentado apenas 4%. O primeiro gráfico demonstra claramente que as remunerações aceleraram no início de 2023, aproximando-se do aumento dos preços no consumidor. Esta análise evidencia o comportamento desfasado destas duas variáveis.

Esta recente aproximação deverá refletir diversos fatores, nomeadamente a desaceleração da inflação (estando atualmente mais próxima dos 3% do que dos 10% do final de 2022), a atualização do salário mínimo nacional no início do ano (em 55 euros, para 760 euros), e as atualizações salariais ao abrigo dos instrumentos de regulamentação

### Evolução da remuneração e da inflação

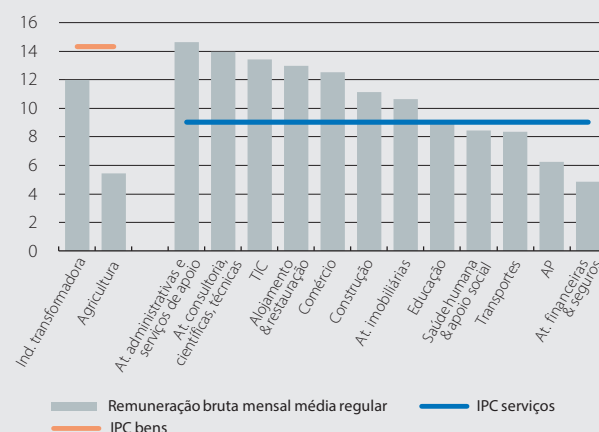
Índice (outubro 2021 = 100)



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

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

Variação face ao final de 2021 (%)



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

coletiva de trabalho (que registam uma variação anualizada média de 7,0% no primeiro semestre, face a menos de 4% em igual período de 2022) e que refletem negociações e pressões para a atualização dos salários, de forma a minimizar a perda do poder de compra dos trabalhadores.

No entanto, o aumento da remuneração é distinto entre os sectores de atividade, com os maiores aumentos a registarem-se nas atividades administrativas & serviços de apoio, atividades de consultoria, científicas & técnicas e nas TIC, contrariamente à agricultura e atividades financeiras & seguros, com os aumentos menos expressivos. Para avaliar como se comportaram as remunerações de cada sector face ao crescimento dos preços, iremos comparar com o IPC dos bens ou dos serviços, de acordo com o sector de atividade.

Assim, para avaliar o comportamento da remuneração na agricultura e na indústria transformadora comparámos com o IPC dos bens, o que permite concluir, olhando para o segundo gráfico, que, em ambos os sectores, o crescimento das remunerações desde o início do ciclo inflacionista está aquém do crescimento dos preços dos bens (de 14,3% face ao final de 2021). A diferença é particularmente visível no caso da agricultura, onde a remuneração aumentou apenas 5,4% face ao final de 2021. Se compararmos com a inflação dos produtos alimentares não processados, a diferença é ainda mais assinalável, uma vez que estes registam um crescimento superior a 22% desde o final de 2021.

No caso das atividades relacionadas com o sector terciário, comparámos a evolução da remuneração com o IPC dos serviços, representado também no segundo gráfico. O aumento da remuneração bruta mensal média regular excede o crescimento dos preços dos serviços em sete sectores, destacando-se as atividades administrativas & serviços de apoio e as atividades de consultoria, científicas & técnicas. No caso do alojamento & restauração, o aumento da remuneração também foi bastante expressivo, ficando cerca de 4 p. p. acima do crescimento dos preços do conjunto dos serviços. No entanto, se compararmos com o comportamento dos preços dos restaurantes & hotéis desde o início do ciclo inflacionista, o aumento dos preços neste caso (de 22,7%) é quase o dobro do crescimento das remunerações (13%). Por sua vez, a remuneração das atividades financeiras & seguros está bastante abaixo do crescimento observado do IPC dos serviços.

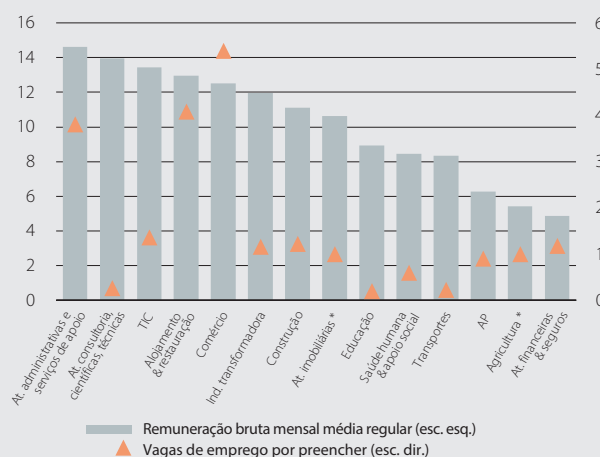
Uma grande parte dos sectores onde o aumento da remuneração foi superior ao crescimento dos preços é também onde se verifica um crescimento mais expressivo do número de vagas de emprego por preencher face ao final de 2021, sobretudo as atividades administrativas & serviços de apoio, alojamento & restauração e comércio; no conjunto, estes três sectores explicam cerca de 64% do aumento do número de vagas por preencher face ao final de 2021. Ou seja, o crescimento assinalável das remunerações nalguns sectores poderá também ser justificado pela maior escassez de mão-de-obra que enfrentam.

Em suma, a população empregada ainda está a perder poder de compra face ao crescimento dos preços iniciado no final de 2021, mas a conclusão é distinta mediante o sector de atividade, sendo que, nalguns casos, a atualização do salário mínimo nacional, a escassez de mão-de-obra e a maior capacidade de negociação salarial poderão justificar as melhores performances. Importa ressaltar que, apesar dos aumentos expressivos nalguns sectores de atividade, como as atividades administrativas & serviços de apoio, a remuneração mensal continua a ser bastante baixa, neste caso, 815 euros brutos mensais.

Vânia Duarte

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

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



Nota: \* Não existe informação sobre vagas de emprego por preencher.

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

**Indicadores de atividade e emprego**

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

|                                                                 | 2021  | 2022  | 4T 2022 | 1T 2023 | 2T 2023 | 3T 2023 | 07/23 | 08/23 | 09/23 |
|-----------------------------------------------------------------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Índice coincidente para a atividade                             | 3,5   | 5,7   | 4,1     | 3,9     | 4,1     | ...     | 4,3   | 4,3   | ...   |
| <b>Indústria</b>                                                |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Índice de produção industrial                                   | 4,5   | 0,4   | -0,3    | 1,0     | -5,0    | ...     | -3,2  | ...   | ...   |
| Indicador de confiança na indústria (valor)                     | -5,3  | -3,4  | -6,3    | -5,0    | -5,6    | -9,4    | -8,9  | -9,6  | -9,7  |
| <b>Construção</b>                                               |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Licenças de construção - habitação nova (número fogos)          | 13,5  | 6,2   | 13,6    | 8,8     | -3,0    | ...     | -7,7  | ...   | ...   |
| Compra e venda de habitações                                    | 20,5  | 1,3   | -16,0   | -20,8   | -22,9   | ...     | -     | -     | -     |
| Preço da habitação (euro / m <sup>2</sup> - avaliação bancária) | 8,6   | 13,8  | 13,6    | 12,9    | 9,1     | ...     | 7,6   | 8,8   | ...   |
| <b>Serviços</b>                                                 |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)                          | 51,5  | 158,9 | 158,9   | 117,2   | 52,6    | ...     | 38,5  | 30,5  | ...   |
| Indicador de confiança nos serviços (valor)                     | 0,1   | 15,1  | 9,9     | 11,1    | 13,4    | 5,8     | 8,2   | 6,3   | 2,8   |
| <b>Consumo</b>                                                  |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| Vendas no comércio a retalho                                    | 4,9   | 4,8   | 0,0     | 1,7     | 3,0     | ...     | 3,8   | -0,4  | ...   |
| Indicador coincidente do consumo privado                        | 4,9   | 4,0   | 2,0     | 2,4     | 3,2     | ...     | 3,7   | 3,8   | ...   |
| Indicador de confiança dos consumidores (valor)                 | -17,2 | -29,7 | -37,0   | -35,1   | -29,4   | -22,8   | -23,7 | -21,9 | -22,9 |
| <b>Mercado de trabalho</b>                                      |       |       |         |         |         |         |       |       |       |
| População empregada                                             | 2,8   | 2,0   | 0,5     | 0,5     | 1,6     | ...     | 1,3   | 1,3   | ...   |
| Taxa de desemprego (% da pop. ativa)                            | 6,6   | 6,0   | 6,5     | 7,2     | 6,1     | ...     | 6,3   | 6,2   | ...   |
| <b>PIB</b>                                                      | 5,7   | 6,8   | 3,4     | 2,5     | 2,5     | ...     | -     | -     | -     |

**Preços**

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

|                     | 2021 | 2022 | 4T 2022 | 1T 2023 | 2T 2023 | 3T 2023 | 07/23 | 08/23 | 09/23 |
|---------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| Inflação global     | 1,3  | 7,8  | 9,9     | 8,0     | 4,4     | 3,5     | 3,1   | 3,7   | 3,6   |
| Inflação subjacente | 0,8  | 5,6  | 7,2     | 7,1     | 5,7     | 4,4     | 4,7   | 4,5   | 4,1   |

**Setor externo**

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

|                                                          | 2021 | 2022 | 4T 2022 | 1T 2023 | 2T 2023 | 3T 2023 | 07/23 | 08/23 | 09/23 |
|----------------------------------------------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Comércio de bens</b>                                  |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)          | 18,3 | 23,2 | 23,2    | 21,6    | 11,8    | ...     | 8,3   | ...   | ...   |
| Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)          | 22,0 | 31,7 | 31,7    | 24,5    | 12,6    | ...     | 9,3   | ...   | ...   |
| <b>Saldo corrente</b>                                    | -1,6 | -2,8 | -2,8    | -1,2    | 1,5     | ...     | 1,9   | ...   | ...   |
| Bens e serviços                                          | -5,5 | -4,7 | -4,7    | -2,8    | -0,3    | ...     | -0,3  | ...   | ...   |
| Rendimentos primários e secundários                      | 3,9  | 1,9  | 1,9     | 1,6     | 1,9     | ...     | 2,2   | ...   | ...   |
| <b>Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento</b> | 2,1  | -0,5 | -0,5    | 1,5     | 4,5     | ...     | 5,1   | ...   | ...   |

**Crédito e depósitos dos setores não financeiros**

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

|                                              | 2021 | 2022 | 4T 2022 | 1T 2023 | 2T 2023 | 3T 2023 | 07/23 | 08/23 | 09/23 |
|----------------------------------------------|------|------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-------|
| <b>Depósitos<sup>1</sup></b>                 |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Depósitos das famílias e empresas            | 9,3  | 6,4  | 6,4     | 0,5     | -2,1    | ...     | -2,3  | -2,2  | ...   |
| À vista e poupança                           | 16,3 | 7,3  | 7,3     | -3,1    | -9,0    | ...     | -9,6  | -10,5 | ...   |
| A prazo e com pré-aviso                      | 1,2  | 5,2  | 5,2     | 5,4     | 7,5     | ...     | 8,0   | 9,5   | ...   |
| Depósitos das Adm. Públicas                  | -4,1 | 12,4 | 12,4    | 11,1    | 1,4     | ...     | 6,5   | 2,4   | ...   |
| <b>TOTAL</b>                                 | 9,0  | 6,5  | 6,5     | 0,8     | -2,0    | ...     | -2,0  | -2,0  | ...   |
| <b>Saldo vivo de crédito<sup>1</sup></b>     |      |      |         |         |         |         |       |       |       |
| Setor privado                                | 2,9  | 1,8  | 1,8     | 0,0     | -1,2    | ...     | -1,4  | -1,7  | ...   |
| Empresas não financeiras                     | 2,2  | -0,4 | -0,4    | -2,1    | -3,5    | ...     | -3,5  | -3,6  | ...   |
| Famílias - habitações                        | 3,3  | 3,2  | 3,2     | 1,5     | 0,1     | ...     | -0,4  | -0,7  | ...   |
| Famílias - outros fins                       | 3,0  | 2,9  | 2,9     | 0,0     | 0,4     | ...     | 0,4   | -0,1  | ...   |
| Administrações Públicas                      | 3,8  | -2,7 | -2,7    | -2,0    | 0,6     | ...     | -3,0  | -2,1  | ...   |
| <b>TOTAL</b>                                 | 2,9  | 1,7  | 1,7     | -0,1    | -1,1    | ...     | -1,5  | -1,7  | ...   |
| <b>Taxa de incumprimento (%)<sup>2</sup></b> | 3,7  | 3,0  | 3,0     | 3,1     | 3,1     | ...     | -     | -     | -     |

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.