

## Atividade arrefece

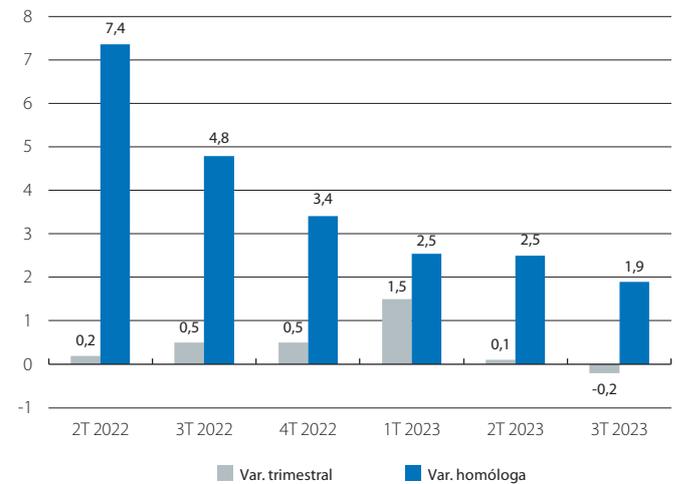
No 3T o PIB surpreendeu-nos, caindo 0,2% em cadeia. Não foi publicado o detalhe das componentes, mas o destaque do INE aponta para a materialização mais cedo do que o esperado de um dos principais riscos que a economia portuguesa enfrenta e que se relaciona com o enfraquecimento da atividade dos principais parceiros comerciais. Com efeito, o INE refere que esta queda resulta do contributo negativo da procura externa associada à redução das exportações tanto de bens como de serviços, incluindo os turísticos. Mas este comportamento deverá ter sido também influenciado pela paragem de produção e exportação da fábrica da Auto-Europa durante duas semanas do trimestre, com impacto temporário; e pelo comportamento dos deflatores, um fator que estará a criar algum ruído, dificultando a leitura da atividade em termos reais, e que, segundo o INE, diminuiram de forma mais acentuada no caso das importações do que das exportações. Com efeito, os indicadores disponíveis relativamente à atividade no trimestre não apontavam para esta contração. Para o 4T, a informação disponível é ainda muito parca, destacando-se o facto de o indicador diário de atividade do Banco de Portugal registar crescimento médio homólogo em outubro de 3,9%, que compara com 2,7% no 3T; e os indicadores de sentimento de outubro mostram que os agentes económicos estão menos confiantes. Embora os dados conhecidos até agora sugiram moderação do ritmo de expansão da atividade e coloquem significativos riscos desfavoráveis para o nosso cenário base de crescimento em 2023 (2,4%) e 2024 (1,8%), continuamos a atribuir uma maior probabilidade de que o crescimento se mantenha longe do que poderia ser catalogado como anémico. Para 2024, como se poderá ler no dossier sobre as perspetivas para o novo ano, os principais riscos prendem-se com a sustentação de custos de financiamento elevados e menor procura externa, que em parte serão contrabalançados pela resiliência do mercado de trabalho e receção de fundos europeus, que continuarão a dar suporte à atividade.

**Desinflação em marcha.** O índice de preços no consumidor surpreendeu em forte baixa em outubro, com a estimativa do INE a situar o IPC Global nos 2,1%, 1,5 p. p. abaixo do dado de setembro. O IPC subjacente também acompanhou a tendência moderando para 3,5% (4,1% em setembro). Sublinhe-se que é o primeiro registo de inflação abaixo dos 3% desde dezembro de 2021. Não excluimos que até final do ano possamos ter registos de inflação superiores a este, pois foi um registo potenciado por efeitos de base principalmente no índice energético, cujos preços mensalmente no período homólogo de 2022 subiram quase 7%. O efeito da política monetária começa finalmente a pesar mais na procura, juntamente com um previsível arrefecimento dos serviços no pós época de verão. De qualquer das formas, a nossa previsão de uma inflação média de 4,6% no conjunto de 2023 encontra-se balanceada.

**Revisão para cima na previsão para o preço das casas.** Como seria de esperar face à surpresa na força do dado do 2T 2023 do Índice de Preços da Habitação, revimos em alta a nossa previ-

### PIB real

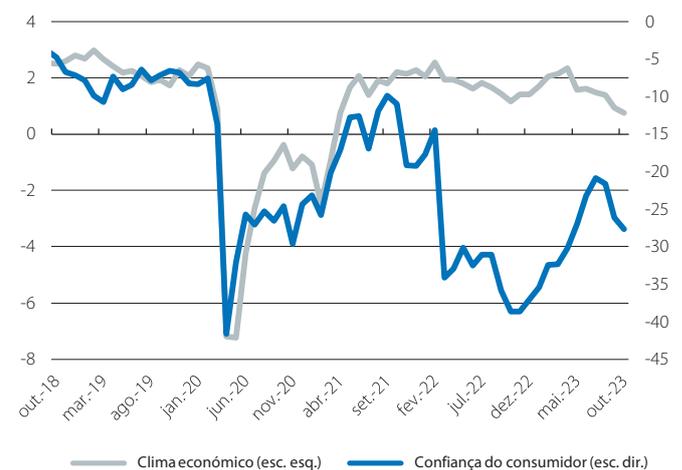
Taxa de variação (%)



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

### Clima económico e confiança do consumidor

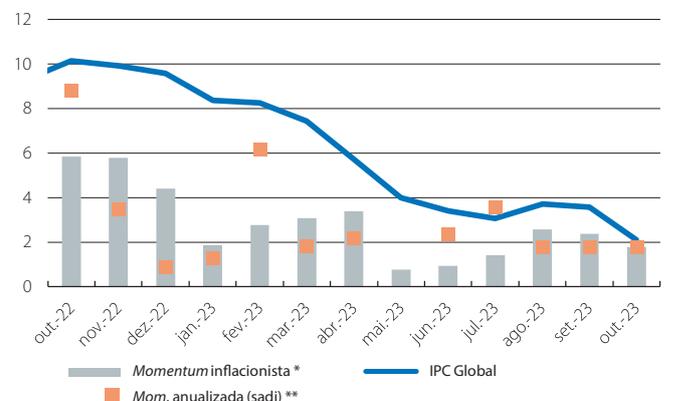
Var. homóloga (%); pontos



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

### IPC Global: momentum inflacionista

(%)



Notas: \* Refere-se à dinâmica, é a média móvel (3 meses) da variação mensal anualizada e ajustada de sazonalidade.

\*\* É a taxa mensal de inflação anualizada e ajustada de sazonalidade. Reflete o montante que a inflação teria ao longo de um ano se tivesse continuado a crescer a uma determinada taxa.

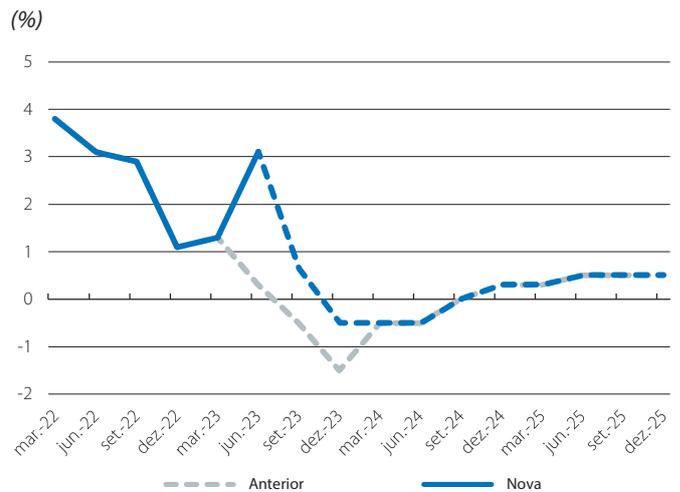
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

são. Assim, esperamos agora que o imobiliário residencial se valorize em média 7,1% em 2023, face aos anteriores 4,0%. Apesar da redução global do número de transações (-22,9% face ao trimestre homólogo de 2022), o mercado continua suportado em baixos níveis de desemprego, uma procura forte de não residentes e medidas orçamentais que pretendem acomodar os aumentos dos indexantes nos créditos à habitação, limitando assim o incumprimento e as vendas forçadas. De qualquer forma, o efeito do aperto monetário prolongado, por um lado; e as medidas governamentais que visam aumentar a oferta de imóveis no mercado, por outro; deverão contribuir para uma maior estabilização de preços a médio prazo.

**Saldo consolidado da administração pública até setembro sugere excedente orçamental equivalente a 3,7% do PIB, uma melhoria de 8 décimas face ao período homólogo (ótica de caixa).** Para esta evolução contribuiu o maior aumento da receita corrente (8,5%) do que da despesa (6,8%). O comportamento da receita refletirá a robustez do mercado de trabalho e o bom desempenho do consumo, na medida em que a receita fiscal – via IRS e IVA – e contributiva, observaram taxas de crescimento homólogas de 7,8% e 11,2%, respetivamente. A evolução de despesa deriva sobretudo dos comportamentos das despesas com pessoal, aquisição de bens e serviços e transferências, que registaram variações homólogas de 7,7%, 4,8% e 3,8%, respetivamente. O bom desempenho das contas públicas levou-nos a alterar as previsões para o saldo orçamental em 2023, para um excedente equivalente a 0,7% do PIB, o que permitirá a redução do rácio de dívida pública para 103% do PIB em 2023 (menos 3 décimas do que a anterior previsão). A tendência de melhoria mais acentuada do que o esperado anteriormente do rácio de dívida pública parece confirma-se com a queda deste indicador no 3T para 107,5% do PIB, menos 2,5 pontos percentuais do que no trimestre anterior.

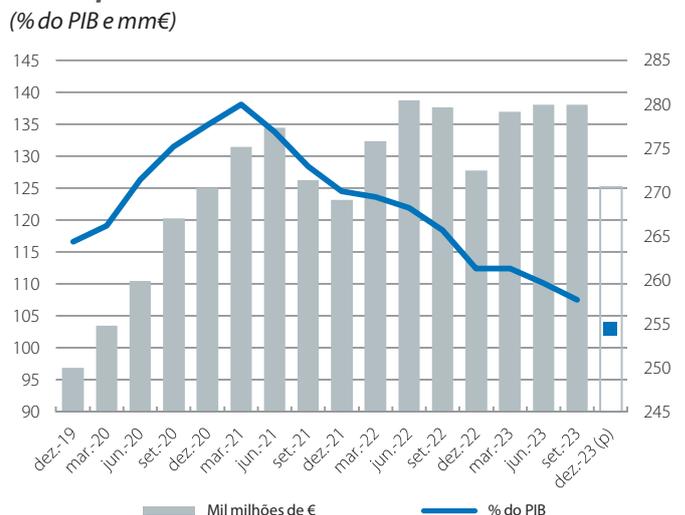
**Crédito à habitação avança a bom ritmo e faz-se com taxa fixa.** Em setembro, a carteira de crédito ao sector privado manteve-se estável face a agosto, mas as novas operações recuaram. Com efeito, excluindo renegociações, o valor contratado em setembro ascendeu a 1.369 milhões de euros, menos 199 milhões que no mês anterior (equivalente a uma quebra de 6,1%). Apesar disso, é importante salientar que esta quebra é explicada sobretudo pelos empréstimos a empresas (-15,9%) visto que a globalidade do crédito a particulares aumentou (+3,7%), excetuando-se o crédito ao consumo (-3,7%). De destacar o comportamento do Crédito à Habitação com o quinto mês consecutivo de novas operações acima de 1.000 milhões (1.106 milhões de euros, -7,8% homólogo), depois dos mínimos de dois anos registados em abril último (788 milhões de euros, -36% homólogo). A este respeito é de registar a mudança de paradigma que está em curso já há alguns meses, com as novas operações de crédito habitação em regime de taxa variável a representar em setembro apenas 39% do total (entre 2003 e final de 2022 aplicavam-se em média a quase 90% das novas operações).

**Índice de Preços da Habitação: previsão trimestral**



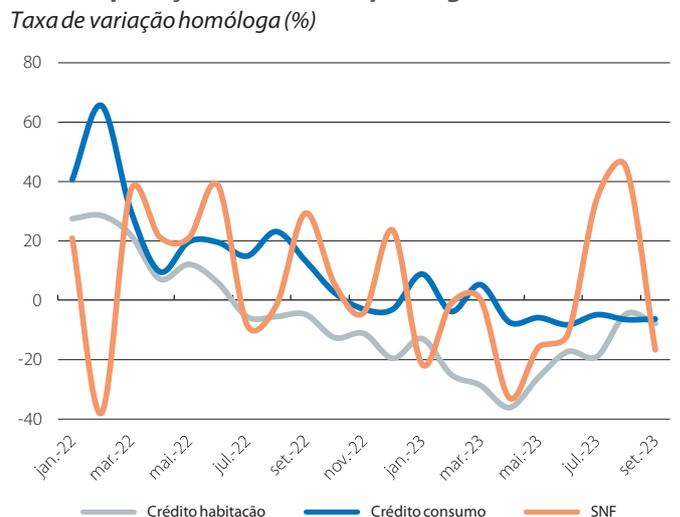
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

**Dívida pública**



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

**Novas operações de crédito, por segmento**



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

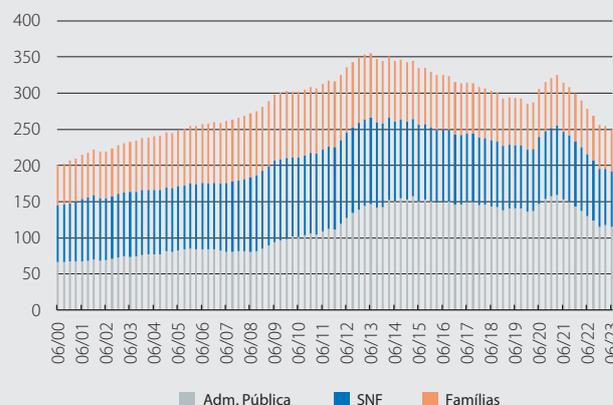
## Setor privado com dívida em mínimos de 18 anos

Durante a pandemia, o processo de desalavancagem da economia portuguesa foi interrompido, observando-se um agravamento do endividamento do setor não financeiro. Todavia, o rácio da dívida relativamente ao PIB manteve-se longe do máximo histórico (ver primeiro gráfico), e a correção iniciada, já em 2021, trouxe a dívida do setor não financeiro para 249% do PIB,<sup>1</sup> um nível não observado desde 2005. Face ao máximo observado durante o período pandémico, a correção foi de 76 pontos percentuais (p.p.), com melhorias em todos os setores, mas claramente influenciado pela diminuição do rácio da administração pública. No setor privado, a correção foi de 32 p.p., dos quais 20 p.p. no endividamento das empresas e 12 nos particulares. Este movimento coloca a economia portuguesa numa posição menos vulnerável ao ambiente de taxas de juro mais elevadas, que se deverá prolongar no médio prazo.

Face a 2022, a redução do rácio de dívida face ao PIB, resulta, essencialmente, do crescimento do PIB nominal, mas há comportamentos diferentes entre setores, com a dívida nominal a aumentar na administração pública e a diminuir nas empresas e nas famílias. Com efeito, no 1S 2023, a dívida total da economia portuguesa<sup>2</sup> ascendia a 633 mil milhões de euros, mais 12 mil milhões face a 2022, resultante do aumento de 14 mil milhões na dívida das administrações públicas; a redução da dívida do setor privado é considerável: menos 2,1 mil milhões de euros (-1,2 mm€ nas empresas e -0,9 mm€ nas famílias); mas as melhorias nos rácios de endividamento são ainda mais significativas: a administração pública terminou o 1S com um rácio de dívida equivalente 115,4% do PIB (115,2% no final de 2022).<sup>3</sup> No setor privado, as empresas não financeiras foram o setor onde o rácio mais caiu - 76,2% vs 80,4%; entre as famílias a redução foi para 57,5% vs 60,7% em 2022. Conjuntamente, a dívida do setor privado ascende a 340 mil milhões de euros, equivalente a 134% do PIB, o nível mais baixo desde 2000, e já muito próximo do limite estabelecido para o endividamento do setor privado no âmbito do procedimento dos desequilíbrios macroeconómicos (133% do PIB), indicando que o processo de desalavancagem está em muito bom caminho.

1. A presente análise, tem como base as contas nacionais financeiras e, no caso do setor privado, considera apenas empréstimos e dívida titulada, em linha com a metodologia utilizada no âmbito do acompanhamento dos desequilíbrios macroeconómicos para o setor privado.  
 2. São excluídas da análise as entidades financeiras, de forma a evitar dupla contabilização.  
 3. Os valores apresentados têm por base as contas nacionais financeiras, um conceito mais abrangente face ao dos procedimentos dos défices excessivos, pois inclui instrumentos financeiros, como ações e outras participações, derivados financeiros e outros débitos/créditos, que são excluídos do cálculo da dívida na ótica de Maastricht. Nesta, o rácio de dívida pública no 1S é de 100,4% do PIB.

**Dívida dos setores não financeiros \***  
(% do PIB)

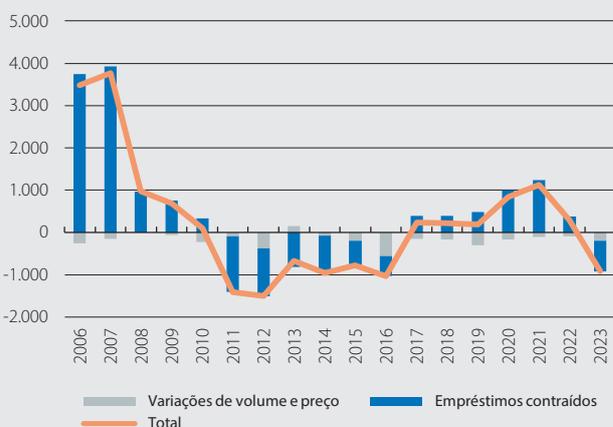


*Nota:* \* No caso das famílias e empresa, é apenas considerada dívida titulada e empréstimos.  
*Fonte:* BPI Research com base em dados do Banco de Portugal.

### Parte significativa das poupanças das famílias direcionadas para redução de dívida

No 1S, as famílias reduziram a dívida em 920 milhões de euros, equivalente a 62% do que estimamos<sup>4</sup> que estas tenham utilizado, durante a primeira metade, do ano do que ainda lhes sobra das poupanças acumuladas durante a pandemia. Num período em que o aumento das taxas de juro se começou a fazer sentir mais plenamente, é natural que as famílias tenham utilizado parte significativa das suas poupanças para o reembolso de empréstimos. Este movimento está em linha com o observado com a redução do stock de crédito a particulares, nomea-

**Dívida das famílias**  
(Variação milhões de euros)



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

4. Estimamos que no 1S, as famílias tenham reduzido as poupanças acumuladas em cerca de 1.400 milhões de euros.

damente do crédito à habitação (redução de 974 milhões de euros no 1S) e do aumento do montante das amortizações de empréstimos à habitação (4.800 milhões no 1S). Estes movimentos resultaram na redução da dívida das famílias para 146,3 mil milhões de euros, equivalente a 57,5% do PIB.

No mesmo período, os ativos financeiros detidos pelas famílias aumentaram 7,6 mil milhões de euros, sobretudo por via de movimentos de valorização dos ativos detidos. O total dos movimentos de valorização ascendeu a 7,5 mil milhões de euros, dos quais 6,3 mil milhões resultado da valorização das aplicações nos mercados acionistas face ao final de 2022 e de 1,1 mil milhões de euros das aplicações em fundos de investimento. Por sua vez a aquisição líquida de ativos foi relativamente reduzida no 1S, quedando-se pelos 126 milhões de euros.

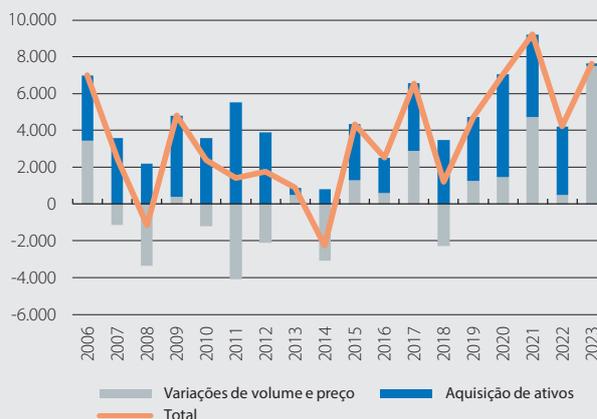
Estes movimentos traduziram-se no aumento da riqueza financeira das famílias para 489 mil milhões de euros, mantendo-se a respetiva estrutura relativamente estável face aos anos anteriores, incluindo o período pré-pandémico, e com pendor predominantemente conservador. Os depósitos constituem quase metade da riqueza das famílias e as aplicações em ativos com risco mais elevado, mas que também proporcionam rentabilidades mais elevadas, representam pouco mais de 30% desta riqueza. A restante riqueza distribui-se, maioritariamente, por aplicações em seguros e fundos de pensões e, menos significativamente noutro tipo de instrumentos financeiros.

**Empresas reduzem endividamento para níveis do início do século**

O valor nominal da dívida das empresas, representado por empréstimos contraídos e dívida titulada emitida, tem vindo a diminuir desde o 1T 2022, situando-se em 194 mil milhões de euros no 1S 2023, menos 1,2 mil milhões do que no final de 2022, por redução dos empréstimos contraídos em -2 mil milhões; a dívida sob a forma de dívida titulada aumentou 0,8 mil milhões, dos quais 0,65 mil milhões relativos a emissão de nova dívida e 0,18 mil milhões relativos a movimento de valorização da dívida emitida. Esta evolução traduziu-se na melhoria do rácio de endividamento para 76,2%, menos 4 pontos percentuais do que em 2022, e longe do pico observado durante a pandemia (96,1% do PIB no 1T 2023).

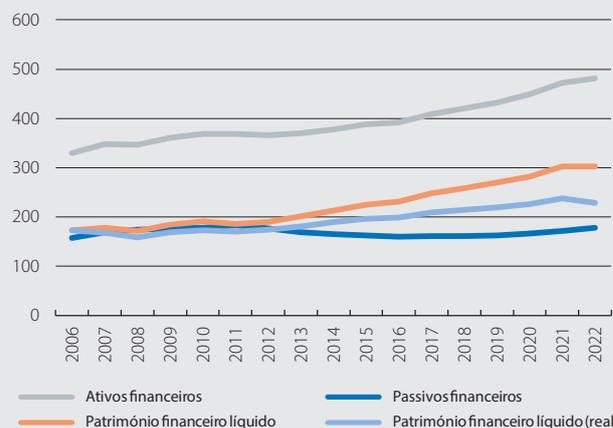
Na dívida das empresas, destacam-se alterações na sua composição, observando um maior recurso à emissão de obrigações de longo prazo. O stock de dívida titulada no 1S era de 35,8 mil milhões de euros, dos quais 26,6 mil milhões são emissões de longo prazo; representando 18,5% do total da dívida, mais 4 pontos percentuais do que entre 2015 e 2019.

**Ativos das famílias**  
(Variação milhões de euros)



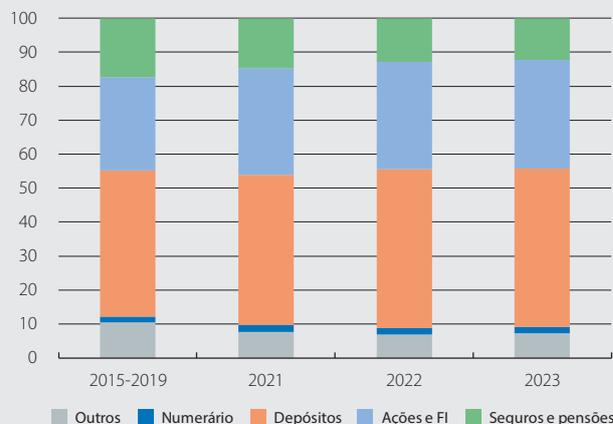
Fonte: BPI Research com base em dados do Banco de Portugal.

**Balança financeira das famílias**  
(Mil milhões de euros)



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

**Distribuição da riqueza das famílias**  
(% do total)

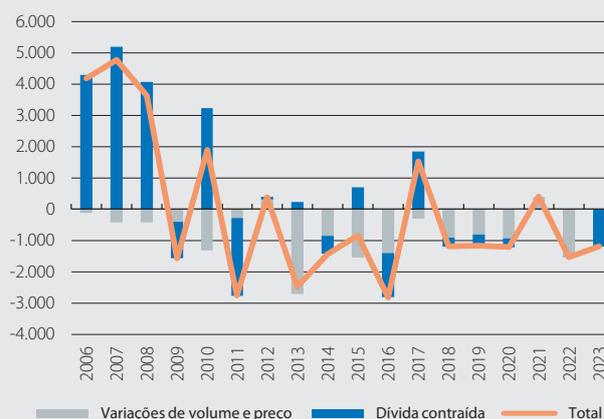


Fonte: BPI Research com base em dados do Banco de Portugal.

A riqueza das empresas não financeiras aumentou 1.232 milhões de euros no 1S face ao final de 2022, colocando os seus ativos totais em 245 mil milhões de euros. Esta variação resulta essencialmente do aumento dos créditos comerciais. A riqueza aplicada em depósitos diminuiu 3 mil milhões de euros e aquela sob a forma de empréstimos aumentou 2,5 mil milhões. Em termos de estrutura, a principal alteração face aos cinco anos anteriores à pandemia, foi no incremento do peso dos depósitos e numerário, que passou a representar quase 30% dos ativos, mais 9 p. p. do que no período pré-pandemia, compensado por pequenas reduções dos pesos dos créditos, empréstimos e ações na riqueza das empresas. A riqueza das empresas representa 101,4% do PIB de linha com a média observada nos cinco anos anteriores à pandemia.

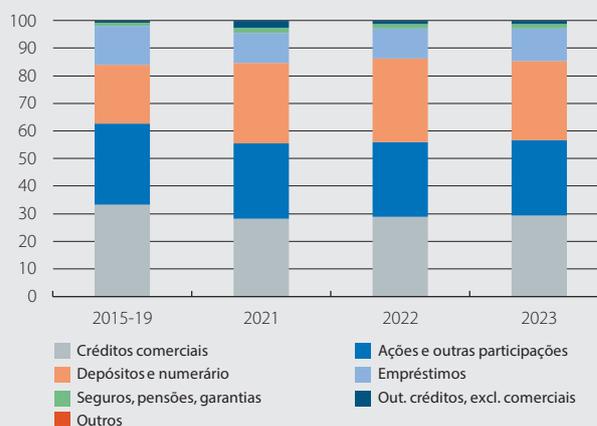
Teresa Gil Pinheiro

### Dívida das empresas não financeiras (Variação milhões de euros)



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

### Distribuição da riqueza das ENF (% do total)



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

## Os excedentes orçamentais voltaram

Quase a fechar o ano de 2023, chega-nos mais uma Proposta de Orçamento de Estado e, pelo quinto ano consecutivo, uma coisa parece certa: o ambiente macroeconómico, financeiro e geopolítico arrasta consigo uma elevada dose de incerteza e de riscos relevantes.

Neste contexto, é de salientar o cenário macroeconómico subjacente à Proposta de Orçamento de Estado para 2024 (POGE 2024) globalmente equilibrado e prudente e em linha com as previsões mais recentes de outras instituições (tal como é visível na primeira tabela). Os riscos para 2024 são expressivos: redução da procura externa, taxas de juro ainda elevadas, eventual pressão adicional nos preços da energia (com o novo foco de incerteza a dirigir-se para o petróleo, com os recentes conflitos geopolíticos e consequentes decisões quanto às políticas de cortes de produção) e incerteza quanto à evolução dos conflitos armados e consequências no tabuleiro geopolítico.

### 2023 marcará o regresso aos excedentes orçamentais

O ponto de partida para 2024 é agora mais favorável do que se esperava em abril, aquando a publicação do Programa de Estabilidade 2023-2027. Assim, o saldo orçamental em 2023 deverá registar um excedente equivalente a 0,8% do PIB (face ao défice de 0,4% esperado em abril), um comportamento muito mais positivo e explicado pela arrecadação de receita fiscal e contributiva (em +1,0 p. p., ou seja, +2.600 milhões de euros) e revisão em baixa da despesa num montante semelhante (-2.400 milhões de euros, cerca de 0,9% do PIB).

No que diz respeito à receita fiscal e contributiva, estimamos que a revisão em alta face ao esperado em abril deverá ser explicada em mais de 60% pelo crescimento dos preços, ou seja, explicado pela revisão em alta para a inflação e remunerações. O restante será justificado por outros

fatores, como, por exemplo, o melhor comportamento esperado do emprego.

Relativamente à despesa, a revisão em baixa é explicada, principalmente, pela menor execução do investimento público (cerca de -930 milhões de euros, 0,4% do PIB), consumo intermédio (-830 milhões de euros, -0,3% do PIB) e subsídios (-730 milhões de euros, 0,3% do PIB), contrabalançada por uma execução maior do que o esperado das prestações sociais (+805 milhões de euros, 0,3% PIB).

### Contexto incerto não impede equilíbrio das contas públicas em 2024

Com um cenário macroeconómico globalmente prudente e conservador, o Executivo projeta contas praticamente equilibradas em 2024 (ligeiro excedente de 0,2% do PIB), com a receita a crescer de forma menos acentuada do que a despesa.

Assim, o crescimento da receita deverá ser principalmente por via da receita fiscal e contributiva, refletido no aumento da carga fiscal em 2024 em 0,2 p. p., para 37,4%. Para além do efeito positivo decorrente do crescimento da economia, aumento do emprego e dos salários e de uma inflação ainda elevada, a evolução positiva da receita fiscal e contributiva é ainda explicada por outras alterações, nomeadamente o fim da medida IVA Zero, descongelamento das medidas implementadas no âmbito do Imposto sobre Produtos Petrolíferos (como a suspensão da taxa de carbono) e modificações ao nível do Imposto Único de Circulação.

Neste contexto, as medidas de política orçamental implementadas do lado dos impostos indiretos terão um impacto positivo de cerca de 1.300 milhões de euros, minimizando as medidas implementadas no âmbito do IRS, cujo

### Cenário macroeconómico para Portugal

Ano Instituição Data publicação	2022	2023				2024			
		BdP Out. 23	FMI Out. 23	Min. Fin. Out. 23	BPI Set. 23	BdP Out. 23	FMI Out. 23	Min. Fin. Out. 23	BPI Set. 23
PIB real (var. anual, %)	6,8	2,1	2,3	2,2	2,4	1,5	1,5	1,5	1,8
Consumo Privado	5,6	1	-	1,1	1,1	1,3	-	1,1	0,8
Consumo Público	1,4	1,2	-	2	1,1	1,2	-	2,3	1,2
Investimento	3	1,5	-	1,3	1,3	5	-	4,1	5
Exportações	17,4	4,1	8	4,3	5,5	2,1	2,8	2,5	2,4
Importações	11,1	1,3	5,2	1,8	1,5	3,4	3,9	3,2	2,4
IHPC *	8,1	5,4	5,3	4,6	4,6	3,6	3,4	2,9	2,4
Taxa desemprego (%)	6	6,5	6,6	6,7	6,6	6,7	6,5	6,7	6,5
Emprego (var. anual, %)	1,5	0,8	0,7	1,1	1,1	0,2	0,6	0,4	0,4
Balança corrente (% PIB)	-1,3	-	1,3	1,4	1,2	-	1,1	0,1	1,2

Nota: \* IPC no caso do Ministério das Finanças e BPI.

Fonte: BPI Research, com base na Proposta de OGE 2024, Boletim Económico do BdP (outubro 2023) e World Economic Outlook do FMI (outubro 2023).

**Principais rubricas das contas públicas**

(% PIB)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Variação 2024-2019		Variação 2024-2023	
							% PIB	TVH %	Contributos	
Receita corrente	42,2	42,9	43,4	43,2	42,4	43,0	0,8	5,9	5,7	
Receita fiscal e contributiva	36,6	37,3	37,3	37,8	37,2	37,4	0,8	4,9	4,2	
Receita capital	0,4	0,5	1,2	0,6	1,1	1,8	1,4	71,2	1,8	
<b>Receita total</b>	<b>42,6</b>	<b>43,4</b>	<b>44,6</b>	<b>43,8</b>	<b>43,5</b>	<b>44,8</b>	<b>2,2</b>	<b>7,5</b>	<b>-</b>	
Consumo intermédio	5,1	5,5	5,6	5,5	5,5	5,6	0,5	7,4	1,0	
Despesas com pessoal	10,8	11,9	11,6	10,7	10,5	10,6	-0,2	5,5	1,4	
Prestações sociais	18,1	20,0	19,3	18,5	17,7	18,1	0,0	6,6	2,8	
Juros	3,0	2,9	2,4	1,9	2,1	2,3	-0,7	10,6	0,5	
Investimento	1,8	2,4	2,6	2,4	2,8	3,3	1,5	24,2	1,6	
<b>Despesa total</b>	<b>42,5</b>	<b>49,2</b>	<b>47,5</b>	<b>44,1</b>	<b>42,6</b>	<b>44,5</b>	<b>2,1</b>	<b>9,0</b>	<b>-</b>	
<b>Despesa Corrente Primária</b>	<b>36,7</b>	<b>41,9</b>	<b>41,2</b>	<b>38,4</b>	<b>36,8</b>	<b>37,8</b>	<b>1,1</b>	<b>7,1</b>	<b>6,1</b>	
<b>Saldo Global</b>	<b>0,1</b>	<b>-5,8</b>	<b>-2,9</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,8</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	
<b>Saldo primário</b>	<b>3,1</b>	<b>-2,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,6</b>	<b>3,0</b>	<b>2,5</b>	<b>-0,6</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	
<b>Dívida Pública</b>	<b>116,6</b>	<b>134,9</b>	<b>124,5</b>	<b>112,4</b>	<b>103,0</b>	<b>98,9</b>	<b>-17,7</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	

Fonte: BPI Research, com base nos dados da Proposta de Orçamento de Estado 2024 e INE.

impacto será negativo em cerca de 1.680 milhões de euros. Neste caso, destacam-se duas: a reforma do IRS (que implica a atualização de escalões e redução de taxas para os primeiros cinco escalões) e o IRS jovem (que inclui redução do IRS para os primeiros cinco anos de trabalho). Ainda assim, importa ter presente que a atualização dos escalões em 3% até ao 5º escalão (em linha com a inflação esperada) pode não ter um efeito tão favorável, caso os aumentos salariais sejam na ordem dos 5%, em linha com a evolução implícita no acordo de rendimentos celebrado entre o Governo e os parceiros sociais. Assim, o peso dos impostos diretos sobre o PIB irá reduzir 0,4 p. p. para 10,1% em 2024, mas o rácio aumentará 0,6 p. p. para os impostos indiretos (para 15%).

No entanto, é possível que a previsão para a receita fiscal e contributiva esteja sobrestimada. De facto, se olharmos para a relação histórica desta rubrica com o PIB, concluímos que a mesma deveria crescer em torno de 4,0%-4,3%, em vez dos 4,9% previstos, o que implica que a receita fiscal e contributiva possa estar sobrestimada em 580-880 milhões de euros (0,2%-0,3% do PIB). Mantendo-se tudo o resto constante (ou seja, assumindo que as restantes receitas e despesas são as previstas pelo Governo), isto implicaria que o saldo orçamental em 2024 seria nulo ou ligeiramente negativo.

Por sua vez, as principais medidas de política orçamental do lado da despesa contribuem para o agravamento desta rubrica em mais de 5.100 milhões de euros (ou seja, 1,9% do PIB). Assim, a despesa deverá aumentar 9,0% em 2024, realçando-se o agravamento da despesa corrente primária em percentagem do PIB, em cerca de 1 p. p., quer face a 2023, quer face a 2019 (pré-pandemia), para 37,8%. Este

agravamento é especialmente preocupante, porque é a medida de despesa rígida (exclui as despesas de capital e, portanto, o investimento público, e exclui também os juros pagos da dívida pública, que o Estado não controla), ou seja, é a despesa mais difícil de reverter caso um choque negativo se materialize.

Olhando com mais atenção para as várias rubricas de despesa, o aumento de 1.540 milhões de euros das despesas com pessoal é explicado, em cerca de 46%, pela valorização salarial dos salários dos funcionários públicos (aumento de 52,11 euros/mês, com um mínimo de 3%). Do lado das prestações sociais, mais de 70% do aumento de 3.110 milhões de euros é explicado pela atualização das pensões, cujo encargo aumentará pelo efeito composição (ou seja, aumento da pensão média das novas entradas face às saídas e saldo líquido positivo do número de pensionistas) e efeito valor (por via da atualização das pensões de acordo com a fórmula de cálculo prevista na lei, que gera aumentos que deverão rondar os 6%). Adicionalmente, o Executivo antecipa um aumento de mais de 24% do investimento público, colocando-o em 3,3% do PIB e suportado pelos investimentos no âmbito dos fundos europeus, mas não deixa de ser importante mencionar a fraca execução do mesmo nos últimos anos. De facto, olhando para 2023, o que o Executivo espera que seja executado representa 86% do que estava planeado inicialmente no OGE 2023 (ou seja, serão executados menos 1.200 milhões de euros de investimento público, 0,5% do PIB, face ao OGE 2023). De referir que a intenção de reforço do investimento público em 2024 afigura-se, desta vez, mais credível, atendendo à esperada aceleração da execução dos fundos comunitários, com destaque para o PRR, em linha com a

curva histórica de execução temporal deste tipo de instrumento.

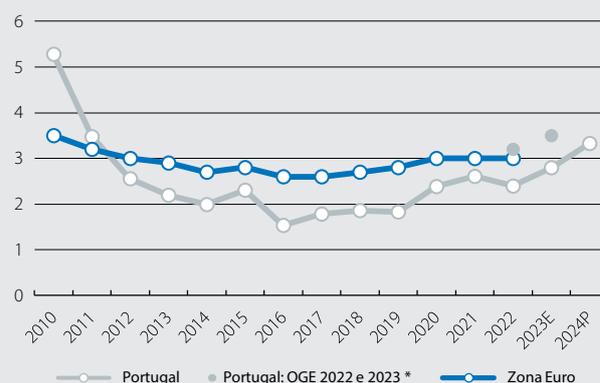
Por último, o Ministério das Finanças aponta para um agravamento dos encargos com juros pelo segundo ano consecutivo, passando de 2,1% do PIB em 2023 para 2,3% em 2024, ainda assim, abaixo do verificado em 2019 (3,0%). Esta estimativa parece ajustada face ao contexto, e, mesmo num cenário mais extremo, em que as taxas de juro das OTs a 10 anos atingissem os 7% (níveis registados no início de 2011 e que parecem altamente improváveis neste momento), o encargo com juros seria cerca de 3% do PIB, ainda assim, níveis próximos aos registados em 2019. Assim, e assumindo, de forma muito simplista, que mais nenhuma rubrica se alteraria, o saldo orçamental atingiria um défice em torno dos 0,7% do PIB.

Neste contexto, assumindo os pressupostos da POGE 24, o rácio de dívida pública deverá voltar a níveis inferiores a 100% do PIB em 2024, o que não acontecia desde 2010. Esta redução é suportada, em larga medida, pelo andamento da economia, seguindo-se o efeito positivo de um saldo primário excedentário. Esta perspetiva de descida continuada dos níveis de endividamento público é particularmente relevante, dado que Portugal continua no grupo dos países com maior rácio de dívida a nível mundial. Esta postura do Governo, apostando na consolidação continuada e fazendo projeções cautelosas, deverá contribuir para sustentar o prémio de risco abaixo dos restantes periféricos e deverá reforçar também a tendência de melhoria do rating da República.

Em conclusão, a concretizarem-se, as projeções para o saldo orçamental e dívida pública refletem um cenário bastante favorável, dado que projetam contas praticamente equilibradas em 2024 e descida do rácio da dívida pública para níveis inferiores a 100% do PIB. Ainda assim, consideramos que existem alguns riscos de execução do OGE 2024, embora as suas consequências pareçam, à data, mitigadas pela existência de folga (quer pelo saldo de partida em 2023, quer pela possibilidade de não executar a totalidade do investimento público em 2024, tal como tem acontecido). Para além da questão da sobrestimação da receita fiscal e contributiva, e do agravamento da despesa rígida, os riscos associados ao contexto económico, financeiro e geopolítico merecem especial atenção.

Vânia Patrícia Duarte

### Investimento público em Portugal e Zona Euro (% PIB)



**Nota:** \* Previsão do investimento inscrita no OGE 2022 e OGE 2023.  
**Fonte:** BPI Research, com base nos dados do INE, OGE e Eurostat.

## Setor Agroalimentar: semear o futuro entre seca e custos elevados

O desempenho recente do setor agroalimentar foi influenciado por condições meteorológicas e custos de produção excepcionais, o que contribuiu para quebras na produção. Pretendemos neste artigo fazer uma retrospectiva e perspetivar o que será o ano agrícola de 2023.

### 2022: seca e quebras de produção

O ano agrícola 2021/22 (entre 1 de novembro de 2021 e 31 de outubro de 2022) foi o mais quente desde 1931, tendo sido também o terceiro menos chuvoso. Isto fez-se sentir de forma mais vincada na produção de origem vegetal, com quebras significativas da produção na Península Ibérica (-13,6% em Espanha e -8,2% em Portugal). Detalhando, em Portugal registaram-se quebras em volume de -13%, -15% e -17%, respetivamente, nos cereais, no vinho e nas batatas.<sup>1</sup> As altas temperaturas causaram quebra de produtividade e, no caso do vinho, também a falta de humidade em fases vegetativas decisivas da vinha. Na produção animal<sup>2</sup> a diminuição não foi tão marcada, também porque no caso dos bovinos houve acréscimo de abate de vacas e novilhos devido ao aumento de custos de produção e escassez de pastagens tendo os produtores aproveitado o aumento dos preços para vender, reduzindo efetivos e despesa fixa. Alguns produtos agrícolas em específico constituíram exceções: a laranja (melhor campanha de sempre e 4% acima da produção de 2021) e a amêndoa (foi a campanha mais produtiva de sempre com a entrada em produção de novos amendoais no Alentejo que compensaram a diminuição da produção em Trás-os-Montes devido à seca e geadas tardias).

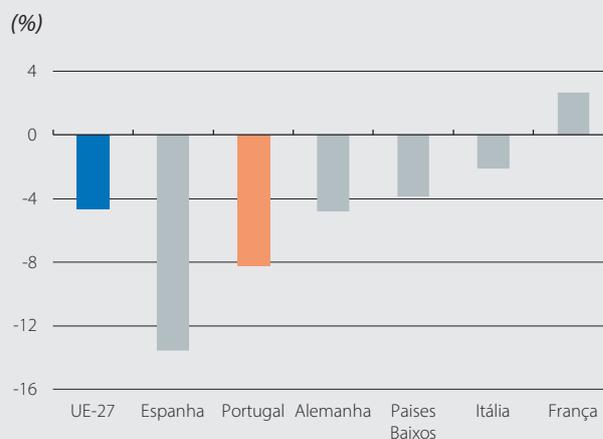
Outra condicionante à atividade foi o aumento dos custos de produção, ou seja, dos bens e serviços de consumo corrente na atividade agrícola, que em média aumentaram 30%.<sup>3</sup> Resumindo, em 2022 a produção agrícola a preços correntes aumentou 12% para 10.763 milhões de euros, mas os consumos intermédios aumentaram 24%, resultando num VAB e Excedente Líquido de exploração inferiores a 2021 em 9% e 17%, respetivamente.

1. Outras produções com redução de volume, mas menos acentuada, foram os produtos vegetais e hortícolas (-4,2%), as frutas (-6,6%) e o azeite (-9,1%).

2. Em Portugal, a produção animal reduziu-se -0,8%, o que compara com -1,9% na UE a 27 e com -1,4% em Espanha.

3. O incremento do índice de preços nos meios de produção na agricultura foi de 30% em 2022, mas com grande disparidade por categorias: Adubos (+89,9%), Energia e lubrificantes (+40,2%), Alimentos para animais (35,2%), Sementes e plantas (+8,5%).

### Produção vegetal: variação da produção em 2022



Fonte: BPI Research a partir de dados do Eurostat. Nota: variação a preços constantes.

### Perspetivas para ano agrícola de 2023

Com os dados que dispomos, os fatores que limitaram a capacidade produtiva e a rentabilidade do setor evidenciam algum alívio face ao observado no ano precedente.

Com efeito, no que diz respeito aos custos de produção, as perspetivas são mais favoráveis graças a uma descida significativa dos preços das matérias-primas agrícolas e dos preços da energia nos mercados internacionais em relação aos níveis recorde registados no ano passado como podemos ver no segundo gráfico. É preciso notar que os fertilizantes, apesar da descida, ainda custam praticamente o dobro do que custavam em 2019; algo que não será alheio ao facto da Rússia ser o maior produtor mundial destes produtos. Contudo, os preços nos mercados internacionais não têm sempre transferência e sincronização direta com os preços pagos pelos agricultores portugueses na aquisição dos seus meios de produção. Se olharmos para estes dados (Índice de preços dos meios de produção na agricultura) vemos que em junho deste ano, os agricultores adquiriam mais baratos face ao período homólogo energia e lubrificantes (-24,9%) e adubos (-30,8%), mas os alimentos para animais ainda foram comprados a um preço mais elevado (+9,1%). Isto é especialmente importante na medida em que os alimentos para animais pesaram 50% nos Consumos Intermédios do setor em 2022 e torna mais difícil o abrandamento da inflação dos produtos alimentares animais no consumidor.

Na frente meteorológica a seca tem sido menos severa comparativamente aos registos do ano anterior. Em 2022 quase todo o território continental enfrentou seca severa

e extrema nos meses de fevereiro, maio, junho, julho e agosto; o que não se verificou com a mesma intensidade este ano (terceiro gráfico). Ao nível hidrológico houve grandes disparidades regionais: a precipitação acumulada a norte do Tejo é quase o dobro do ano hidrológico 2021/22 e 12% acima do valor médio histórico. Por sua vez, a sul do Tejo a precipitação total acumulada foi 36% acima do registado no ano hidrológico 2021/22, mas 19% abaixo do valor médio histórico. Como resultado disto, a percentagem de armazenamento nas principais barragens com aproveitamento para a agricultura foi superior a 2022 (quarto gráfico), consequentemente houve menor consurgimento para os trabalhos agrícolas.

O que podemos então esperar nas principais culturas? Face a 2022 a melhoria ao nível da produção/productivida-

### Preços das matérias primas agrícolas nos mercados internacionais

Índice (100=2019)



Fonte: BPI Research a partir de dados do Banco Mundial (The Pink Sheet).

### Produção e produtividade esperada em 2023

Culturas	Produtividade					Índices		
	2018	2019	2020	2021	2022	2023 f	2023 f	2023 f
	kg/ha					(Média 2018/22 = 100) (2022 = 100)		
<b>CEREAIS</b>								
Milho de regadio	9.178	10.616	10.155	10.926	10.373	10.900	106	105
Milho de sequeiro	2.114	2.733	2.669	2.885	2.632	2.635	101	100
Arroz	5.479	5.601	5.119	5.992	5.707	6.000	108	105
<b>CULTURAS INDUSTRIAIS</b>								
Girassol	1.785	1.636	1.592	1.782	1.658	1.740	103	105
Tomate para indústria	84.783	97.625	94.233	99.946	84.135	88.500	100	110
<b>FRUTOS</b>								
Maçã	19.471	26.067	20.087	26.644	21.330	18.130	85	90
Pera	14.400	17.530	11.565	20.208	12.197	11.000	72	90
Kiwi	12.439	12.935	13.255	16.000	15.052	15.000	108	100
Amêndoa	443	655	604	710	723	835	133	115
<b>FRUTOS</b>								
Uva para vinho (hl/ha)	33	37	36	42	39	42	112	108

Culturas	Produtividade					Índices		
	2018	2019	2020	2021	2022	2023 f	2023 f	2023 f
	1.000 t					(Média 2018/22 = 100) (2022 = 100)		
<b>CEREAIS</b>								
Trigo mole	56	63	70	55	47	28	53	60
Trigo duro	11	12	10	12	13	8	70	60
<b>BATATA</b>								
Batata de sequeiro	22	32	31	27	20	17	64	85
Batata de regadio	374	350	338	347	265	305	91	115
<b>FRUTOS</b>								
Pêssego	43	45	35	42	33	36	92	110
Cereja	17	22	9	24	25	11	62	45
Uva de mesa	17	18	18	19	15	17	96	110

Nota: «2023 f» refere-se ao valor previsto.

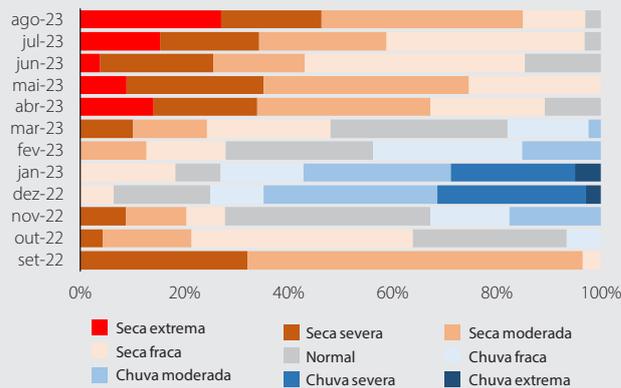
Fonte: BPI Research a partir de dados do INE (Previsões Agrícolas - Julho/Agosto 2023).

de é transversal à maioria das culturas, excetuando a maçã, a pera, a batata de sequeiro, a cereja e o trigo (ver último quadro). No caso das maçãs e das peras o cultivo foi prejudicado por golpes de calor na zona Oeste do país. Na batata de sequeiro o decréscimo da produção resulta dos reduzidos calibres originados pela falta de humidade. A cereja apresenta quebra face a 2022 de impressionantes 55%, influenciada também por condições climáticas adversas. No trigo (-40% de produção face a 2022), estamos perante a pior campanha de sempre em virtude do decréscimo quer de área quer de produtividade. Quando comparamos com o quinquénio 2018/22 além das culturas da maçã, da pera, da batata, da cereja, e do trigo também o pêssigo e a uva de mesa apresentam produção/produtividade inferior. Pela positiva cumpre destacar o aumento muito substancial de produtividade da amêndoa (+15% face a 2022 e mais 33% face à média do quinquénio 2018/22), explicado pela entrada de muitas produções do Alentejo em ritmo cruzeiro.

Resumindo: este ano agrícola deverá ser mais positivo por comparação a 2022 pela combinação de condições climáticas menos adversas e redução de custos. Contudo o recuo de custos de exploração não é generalizado a todos os *inputs*, que continuam em níveis muito acima do pré-pandemia, constituindo um desafio à rentabilidade do setor.

Tiago Belejo Correia

### Índice PDSI (Palmer Drought Severity Index) (% do território)

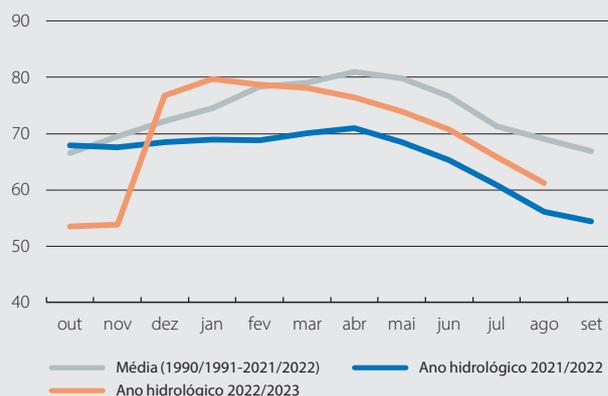


Fonte: BPI Research a partir de dados do IPMA.

Nota: Índice PDSI baseia-se no conceito do balanço da água tendo em conta dados da quantidade de precipitação, temperatura do ar e capacidade de água disponível no solo e permite detetar a ocorrência de períodos de seca classificando-os em termos de intensidade.

### Armazenamento nas principais albufeiras com aproveitamento hidroagrícola

% do volume total



Fonte: BPI Research a partir de dados do INE e do Sistema Nacional de Informação de Recursos Hídricos.

**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	08/23	09/23	10/23
Índice coincidente para a atividade	3,5	5,7	4,2	4,0	4,2	4,2	4,2	4,0	...
<b>Indústria</b>									
Índice de produção industrial	4,5	0,4	-0,3	1,0	-5,0	-4,3	-4,7	-5,6	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-5,3	-3,4	-6,3	-5,0	-5,6	-9,4	-9,6	-9,7	-10,2
<b>Construção</b>									
Licenças de construção - habitação nova (número fogos)	13,5	6,2	13,6	8,8	-3,0	...	...	...	...
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	8,1	8,8	7,8	...
<b>Serviços</b>									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	51,5	158,9	158,9	117,2	52,6	24,8	30,5	24,8	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	0,1	15,1	9,9	11,1	13,4	5,8	6,3	2,8	-0,8
<b>Consumo</b>									
Vendas no comércio a retalho	4,9	4,8	0,0	1,7	3,0	1,6	-0,4	1,2	...
Indicador coincidente do consumo privado	4,9	3,9	1,8	2,2	2,9	3,1	3,1	3,1	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-17,2	-29,7	-37,0	-35,1	-29,4	-22,8	-21,9	-22,9	-25,1
<b>Mercado de trabalho</b>									
População empregada	2,8	2,0	0,5	0,5	1,6	...	1,4	1,2	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	6,6	6,0	6,5	7,2	6,1	...	6,2	6,5	...
<b>PIB</b>	<b>5,7</b>	<b>6,8</b>	<b>3,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>1,9</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

**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	08/23	09/23	10/23
Inflação global	1,3	7,8	9,9	8,0	4,4	3,5	3,7	3,6	2,1
Inflação subjacente	0,8	5,6	7,2	7,1	5,7	4,4	4,5	4,1	3,5

**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	08/23	09/23	10/23
<b>Comércio de bens</b>									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	18,3	23,2	23,2	21,6	11,8	...	...	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	22,0	31,7	31,7	24,5	12,6	...	...	...	...
<b>Saldo corrente</b>	<b>-1,6</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,8</b>	<b>-1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>...</b>	<b>...</b>	<b>...</b>	<b>...</b>
Bens e serviços	-5,5	-4,7	-4,7	-2,8	-0,3	...	...	...	...
Rendimentos primários e secundários	3,9	1,9	1,9	1,6	1,9	...	...	...	...
<b>Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>1,5</b>	<b>4,5</b>	<b>...</b>	<b>...</b>	<b>...</b>	<b>...</b>

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

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.