

## O que explica o novo cenário económico português

A atual conjuntura económica e geopolítica em mudança obrigou-nos a rever uma vez mais o nosso cenário macroeconómico. De forma resumida, há quatro aspetos importantes que caracterizam este processo e que são comuns à maior parte das instituições que abordam as perspetivas para a economia portuguesa. Em primeiro lugar, o ponto de partida é melhor do que o BPI Research antecipava, pois o crescimento económico no presente ano será substancialmente mais forte do prevíamos (aqui recordo que fomos dos primeiros a apontar para taxas de crescimento acima de 6%), embora muito concentrado no primeiro semestre. No final deste ano, a economia deverá superar os níveis pré-pandemia em quase 3%, o que permitirá acomodar mais facilmente o abrandamento que se avizinha. Em segundo lugar, as previsões para 2023 são francamente mais baixas do que antecipávamos, mas não se perspetiva uma recessão e muito menos uma recessão profunda. Terceiro, perante os presentes fatores de risco, a economia portuguesa apresenta características mistas: por um lado, o impacto da crise energética, embora significativo, será inferior ao da zona euro no seu conjunto; por outro lado, os elevados níveis de endividamento e a grande exposição a financiamento a taxa variável, tornam o processo de subida de taxas de juro um fator de vulnerabilidade. Finalmente, a incerteza é e continuará a ser muito elevada. Vamos por partes.

A menor taxa de crescimento prevista deve-se principalmente à intensificação da crise energética e à expectativa de que será mais persistente do que o esperado há alguns meses atrás. Um choque que é, portanto, exógeno e difícil de prever, mas que hoje sugere que irá colocar mais pressão sobre a inflação do que se esperava (colocamos agora a nossa previsão em 5,7% para 2023), e que já está a forçar o Banco Central Europeu a aumentar o ritmo de subida das taxas de juro.

A combinação destes três fatores, choque energético, pressões inflacionistas e condições financeiras mais restritivas, irá abrandar o ritmo de crescimento de forma particularmente acentuada no segundo semestre deste ano e no primeiro trimestre de 2023. Os indicadores do terceiro trimestre já apontam nesta direção. O consumo das famílias enfraqueceu, principalmente devido à perda de poder de compra causada pelo aumento dos preços. Contudo, a nível agregado, isto está a ser compensado pelo bom desempenho do sector externo, especialmente do turismo. O crescimento do PIB será provavelmente ligeiramente superior a 0% neste trimestre e espera-se que se mantenha próximo de 0% no final do ano e no início do próximo ano, podendo ocorrer um período pontual de retração.

A velocidade a que a economia irá progredir na Primavera é difícil de prever. Durante o mês de setembro, os futuros dos preços do gás indicaram que as tensões permanecerão elevadas durante 2023, e o BCE deixou claro que continuará a aumentar as taxas de juro durante o ano. É por isso que o nosso cenário assume que a recuperação será gradual, e coloca o crescimento económico português para 2023 como um todo em cerca de 0,5%, próximo, mas ainda acima da zona euro.

O menor impacto da crise energética na economia portuguesa deve-se em grande parte à sua menor dependência de gás no mix energético (maior recurso a renováveis e hídrica), baixa dependência do gás russo e à elevada diversificação dos seus fornecedores. Assim, embora o aumento do preço de referência do gás na Península Ibérica, o Mibgas, tenha sido muito pronunciado, não foi tão pronunciado como o aumento do preço de referência no norte da Europa, o TTF (em média, o Mibgas ficou 35% abaixo do TTF em setembro). Levando a situação ao extremo, a probabilidade de Portugal ter de fazer cortes seletivos no fornecimento de gás é muito baixa, enquanto no norte da Europa esta possibilidade é muito mais real, com tudo o que isso implica em termos de incerteza.

Finalmente, é difícil prever a evolução dos principais fatores determinantes do cenário e o seu impacto sobre a economia como um todo. A incerteza em torno do curso do conflito geopolítico entre a Rússia e os países da NATO e o seu impacto sobre o preço da energia, especialmente do gás, é evidente diariamente. Mas a evolução das pressões inflacionistas é igualmente incerta. É difícil prever a magnitude e persistência dos efeitos colaterais do aumento dos preços da energia e de outras mercadorias para outros bens no cabaz de consumo, bem como os potenciais efeitos secundários que poderiam ocorrer se o crescimento salarial se revelasse mais elevado. A experiência recente nos países desenvolvidos nesta área é escassa, pelo que não dispomos de um quadro de referência, tornando muito difícil prever o posicionamento e as ações dos bancos centrais. Em grande medida, isto explica a elevada volatilidade das expectativas das taxas de juro nos últimos meses.

Embora a palavra «incerteza» possa parecer ser uma muleta recorrente com a qual coroamos as nossas análises da situação e perspetivas económicas, ela deve continuar a ser levada a sério. É um dos principais atributos que definem o cenário económico, e isto pode ter implicações importantes para a formulação da política económica, bem como para as decisões de despesa e investimento.

**Paula Carvalho \* Oriol Aspasch Bracon**