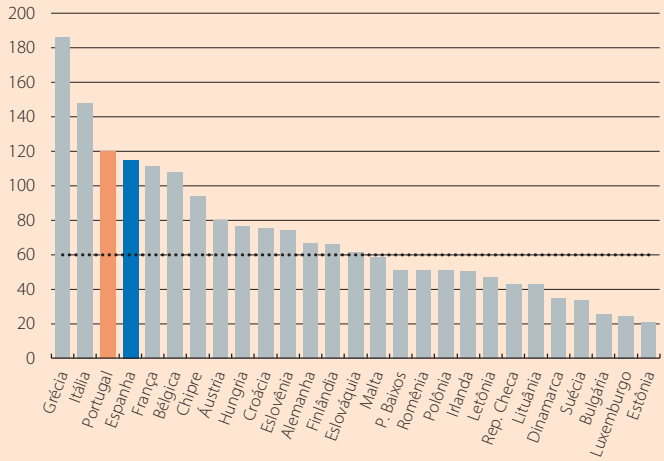
Tempos de transformação

O ponto de partida para a economia internacional em 2023, depois de todo o tipo de surpresas negativas que têm surgido no cenário, é bem conhecido de todos: aumento do risco geopolítico, ruturas nos mercados energéticos, fragilidade macroeconómica, resposta drástica dos bancos centrais à ameaça inflacionista e aumento da instabilidade financeira. Um panorama pouco agradável, cuja génese reside no desequilíbrio contínuo entre oferta e procura que tem vindo a ser alimentado pelos sucessivos choques que temos enfrentado nos últimos anos (COVID, guerra na Ucrânia, estrangulamentos, etc.). Como resultado, o aumento generalizado das pressões inflacionistas e o acentuado abrandamento do crescimento que já é possível observar nos indicadores de atividade desde o verão, com a dúvida de que tudo acabará num declínio pontual da atividade (alguns trimestres de crescimento negativo) ou se iremos enfrentar uma crise mais profunda que irá afetar o mercado de trabalho (estagflação?).

Dívida pública

(% do PIB)

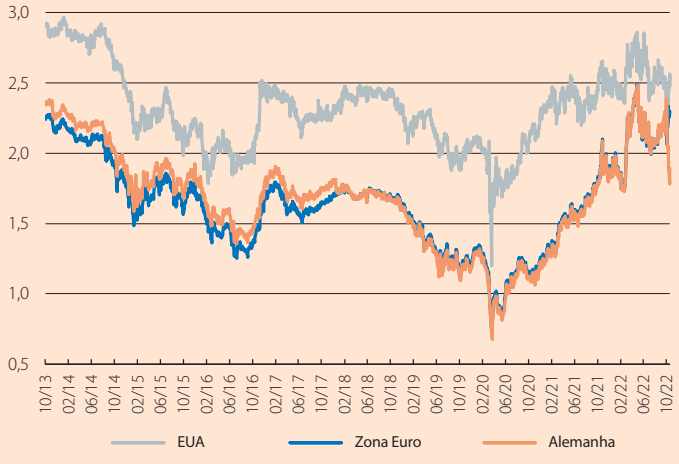


Fonte: *BPI Research, a partir dos dados da AMECO.*

Considerando a volatilidade das variáveis-chave para as previsões macroeconómicas nos últimos meses (preços da energia, taxas de juros e taxas de câmbio), a dificuldade de incorporar nos cenários os desenvolvimentos geopolíticos e os seus efeitos nas expectativas e, por último, a dificuldade em ajustar a resposta da política monetária e fiscal aos desafios que vão surgindo no dia a dia, tornam 2023 um ano particularmente complexo para o sempre exigente processo das previsões económicas. Sobretudo porque a sensibilidade dos mercados está a aumentar a par do agravamento das condições financeiras globais nos últimos 12 meses (+300 p. b. em média nas economias avançadas), um movimento liderado por uma Reserva Federal que, após as dúvidas iniciais, tem avançado sem olhar para trás.[1]

Swaps *associados à inflação, 5Y5Y*

(%)



Fonte: *BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.*

Assim, a assimilação desta mudança no regime de política monetária e, consequentemente, a capacidade (flexibilidade) dos bancos centrais de controlar qualquer episódio de instabilidade financeira será uma das chaves para o cenário a médio prazo. Existe consciência, após o alerta da minicrise britânica que resultou na demissão de Liz Truss, da importância de alinhar a política fiscal ao desafio monetário. Os tempos também são de mudança para a combinação ótima da política económica exigida pela atual conjuntura económica. Ignorar a restrição orçamental com uma política fiscal desordenada desviaria o objetivo que as autoridades monetárias estão a tentar alcançar e agravaria o risco de acidentes financeiros. Assim sendo, a incerteza fiscal pode levar a novos aumentos das taxas de juro, facto que equivale a acionar o travão e o acelerador em simultâneo, como nos foi lembrado pelo FMI na sua última reunião semestral.

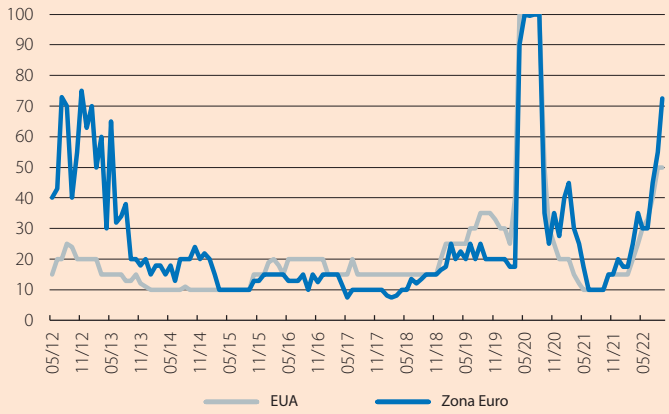
Neste sentido, a coordenação entre governos e bancos centrais, quando os objetivos do lado fiscal e monetário divergem, tornar-se-á nos próximos meses um dos fatores que determinará o desempenho do ciclo económico em 2023. Não é fácil evoluir de algo semelhante ao domínio fiscal para um regime em que a estabilidade macroeconómica a curto prazo seja novamente uma prioridade, principalmente com o ruído que os desalinhamentos cambiais podem introduzir. Em grande parte, este

1. Para mais informações, consultar o artigo «Há luz ao fundo do túnel? Perspetivas para a política monetária em 2023», neste Dossier.

jogo vai determinar o nível de chegada no processo de aumento das taxas de juro (*terminal rate*) e o tempo necessário para que a inflação volte a aproximar-se dos objetivos.

Neste contexto, a economia mundial poderá crescer 2,7% em 2023, com uma acentuada desaceleração nos ritmos médios de atividade tanto nos países desenvolvidos (1% face a 2,4% em 2022), como nas economias emergentes (4% face a 7% em 2022). Perante a fraca visibilidade existente neste momento é muito difícil tentar extrapolar o perfil do ciclo económico, mas é lógico pensar que os próximos seis meses deverão ser os de maior fragilidade para a Europa, enquanto no caso dos EUA os efeitos das subidas de taxas de juros da Fed deverão fazer-se notar mais na primavera, considerando os atrasos com que a política monetária afeta à atividade. A diminuição na procura nos países desenvolvidos até ao verão e a ligeira melhoria que se verifica nas restrições de produção poderão levar a uma normalização gradual dos desequilíbrios entre a oferta e a procura à medida que o ano avança. Isto possibilitaria a moderação da inflação e a estabilização das condições financeiras, e estabeleceria a base para um regresso a taxas de crescimento potencial a partir do outono de 2023 que provavelmente serão mais baixas do que antes da pandemia. O problema reside no custo que será preciso pagar a curto prazo em termos de atividade e emprego para travar o problema da inflação e, por conseguinte, o ajustamento em baixa do PIB nos próximos dois trimestres. Esta relação de sacrifício será determinada: pela possibilidade de estabilizar os mercados de matérias-primas energéticas, pela credibilidade dos bancos centrais e pela evolução dos efeitos de segunda ordem e, por isso, a capacidade de dividir, de forma equitativa, através de pactos de rendimentos, os efeitos da deterioração dos termos reais de troca que está a ocorrer num grande número de países.

Probabilidade de recessão no consenso da Bloomberg
(%)



Notas: *Mediana entre os analistas que participam no consenso da Bloomberg. Probabilidade de recessão nos próximos 12 meses.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.*

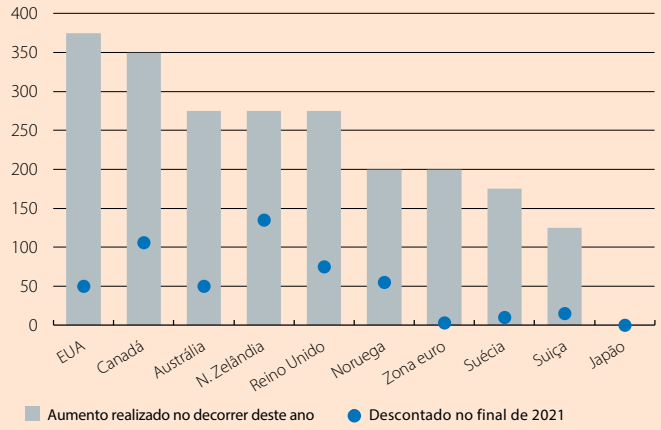
Assim, a economia mundial deverá continuar a sofrer importantes desafios em 2023 se forem consideradas as dinâmicas disruptivas que continuam presentes no cenário. Com a incógnita do desempenho da economia chinesa e da evolução do conflito na Ucrânia, o essencial será minimizar os danos no mercado de trabalho decorrentes do aperto monetário e manter o canal financeiro isolado do ruído. Este será um ano de transição em que as condições para um regresso a uma certa normalidade a partir de 2024 deverão ser estabelecidas, ainda que possam surgir obstáculos ao longo do percurso e a política económica tenha de ser flexível e utilizar uma técnica cirúrgica para otimizar graus de liberdade cada vez menores. Para abreviar, permaneceremos num impasse. Como o demonstram os grandes debates abertos, tais como: a adequação das estratégias e metas de inflação correntes, o papel que a China desempenhará na próxima década, os limites ao endividamento na economia mundial ou o futuro da globalização.

Há luz ao fundo do túnel? Perspetivas para a política monetária em 2023

O ano de 2022 será lembrado não só pela intensificação e persistência das pressões inflacionistas, mas também pela mudança brusca na política monetária, um ponto de viragem que marcou o fim de mais de uma década de taxas baixas e políticas ultra-comodatícias.

Subidas das taxas oficiais anunciadas entre janeiro e novembro de 2022

(p. b.)



Notas: *Dados a 7 de novembro. Expectativas de mercados de acordo com os implíticos da curva de OIS swaps.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.*

No início de novembro, os bancos centrais dos países avançados tinham aprovado, em média, aumentos das taxas de juro oficiais de aproximadamente 300 p. b., o ajustamento mais agressivo desde os anos 80 e muito superior às taxas de juro implícitas nos mercados financeiros no início do ano (ver o primeiro gráfico). Foi também acordado cessar os programas de compra líquidas de ativos em alguns países, tais como os EUA, iniciou-se o processo de redução do balanço. Como resultado, as condições financeiras foram significativamente apertadas, o que se tem refletido em quedas históricas nos principais mercados de ações.

Limite à vista, mas até que ponto?

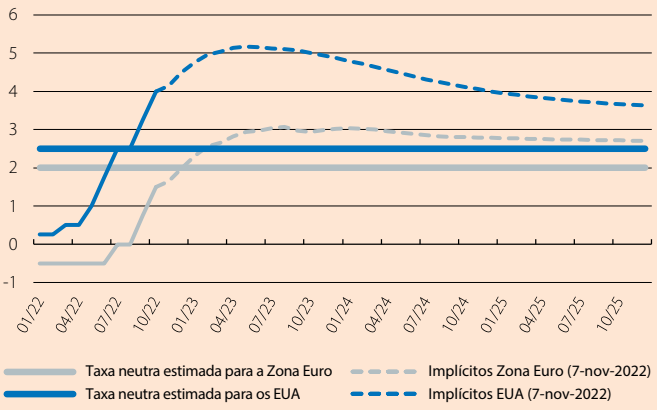
Após um tumultuoso 2022, os investidores apostam que o pico do aperto monetário ocorrerá no decorrer de 2023.

Assim, no início de novembro, as taxas implícitas nos mercados previam que as taxas oficiais atingissem o máximo deste ciclo em maio para a Fed e em setembro para o BCE, em consonância com aumentos adicionais de 125 p. b. até 5,0% e de 150 p. b. até 3,0%, respetivamente. Mesmo para o Banco de Inglaterra, espera-se que a taxa oficial atinja um pico de cerca de 4,75% durante o verão.

Por outro lado, no caso da Fed, os implícitos apresentam as primeiras baixas nas taxas a partir de setembro, enquanto para o BCE se prevê que as taxas se mantenham estáveis em 2023 e com cortes modestos em 2024, de acordo com as previsões centrais do BPI Research. Contudo, em ambas as regiões, é importante referir que é provável que as taxas oficiais permaneçam em território restritivo, ou seja, acima do nível estimado como neutro (que não estimula, nem contrai a economia), pelo menos até ao final de 2025 (ver segundo gráfico), embora haja muita incerteza quanto à localização efetiva destes níveis estruturais.

Taxas oficiais e expectativas de acordo com os mercados monetários

(%)



Notas: *Expectativas de mercados de acordo com os implícitos da curva de OIS swaps a 7 de novembro. A taxa neutra estimada corresponde às estimativas dos bancos centrais.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.*

Vários fatores justificam estas expectativas de que o fim das subidas das taxas ocorrerá em 2023. Em primeiro lugar, os efeitos do aperto monetário empreendido até agora deveriam tornar-se mais tangíveis no decorrer de 2023, visto que o seu impacto na economia não é imediato. De acordo com as estimativas dos modelos econométricos convencionais, um aumento das taxas de 100 p. b. na Zona Euro está geralmente associado a um impacto máximo no nível do PIB após 12-24 meses entre 0,7% e 0,9%.[1] Assim, a magnitude dos aumentos já concretizados em 2022 implicaria em 2023, um crescimento do PIB da Zona Euro entre 1,0 p. p. e 1,5 p. b inferior ao esperado na ausência de restrições monetárias.[2] De qualquer forma, é neces-

1. A resposta das diferentes variáveis a um choque monetário padrão (+100 p. b. de aumento) no nosso modelo é muito semelhante à encontrada noutros modelos de referência. Para mais informações, consultar Llorens, E. (2021), «Modelo semiestructural de CaixaBank Research para la eurozona», Documento de trabalho BPI Research 02/21 e o discurso de Phillip Lane *The transmission of monetary policy* (11 de outubro de 2022).

sário ser muito cauteloso com estas estimativas, uma vez que são médias históricas e podem não captar a singularidade do contexto atual. Por exemplo, a maior percentagem de novas dívidas a taxa fixa (82% em agosto de 2022 para as famílias da Zona Euro *versus* 57% em 2010) poderia implicar um menor impacto do aumento das taxas na economia. No entanto, o facto de o ciclo das subidas ter sido tão intenso e inesperado, e de estarmos a partir de taxas extremamente baixas, poderá alargar o impacto adverso no crescimento.

Em segundo lugar, não acreditamos que a política fiscal possa, nem deva, compensar o aperto monetário, num contexto de elevado endividamento público e de custos de financiamento mais elevados. Uma mudança no sentido de uma política fiscal excessivamente expansionista seria provavelmente penalizada por uma subida mais agressiva das taxas por parte dos mercados, com riscos de ressurgimento de receios sobre a sustentabilidade das finanças públicas, como se verificou em outubro no Reino Unido.

A interação destes elementos, juntamente com outros ventos contrários, explica as nossas expectativas de um abrandamento acentuado da economia mundial no próximo ano, com um crescimento abaixo do potencial na maioria dos países. O arrefecimento resultante nos mercados de trabalho, bem como a ancoragem das expectativas de inflação, ajudará a limitar o risco de efeitos de segunda ordem sobre a inflação e permitirá uma atitude menos reativa por parte dos bancos centrais.

Quanto aos fatores da oferta que explicam a inflação, à exceção da continuação das políticas de COVID Zero na China aprovadas no recente Congresso do Partido Comunista, as perturbações nas cadeias de abastecimento a nível mundial observadas ao longo da pandemia continuarão, provavelmente, a revelar uma moderação. Por outro lado, apesar da elevada incerteza em torno do resultado da guerra entre a Ucrânia e a Rússia, a combinação de uma procura menos dinâmica e a implementação de várias medidas de contenção[3] provavelmente permitirá um relaxamento nos preços das matérias-primas ao longo do próximo ano, tal como sugerem os mercados de futuros.

Balanço de riscos: em que direção podemos errar?

Importa referir que existem riscos em ambos os sentidos no se refere à direção da política monetária em 2023. Por um lado, temos choques inflacionistas, que podem aumentar as pressões em alta sobre os preços e resultar em medidas mais restritivas por parte dos bancos centrais. Estes incluem uma potencial escalada do conflito com a Rússia, bem como outros eventos geopolíticos ou desastres naturais relacionados com as alterações climáticas. Também não excluímos efeitos secundários de segunda ordem, seja através de aumentos salariais mais elevados e mais persistentes, como através de medidas de estímulo fiscal mais fortes.

A título meramente ilustrativo, num cenário de aumentos dos preços das matérias-primas cerca de 50% acima da nossa previsão central, a inflação da Zona Euro poderá manter-se aos níveis atuais ao longo de 2023 e não atingir 2% até 2026 (atualmente a previsão é para final de 2024). Num tal cenário, não seria descabido esperar que o BCE colocasse as taxas oficiais em cerca de 5%.

Por outro lado, existem choques desinflacionistas, entre os quais distinguimos, em primeiro lugar, uma diminuição das tensões geopolíticas e, em segundo lugar, uma contração da economia maior do que a esperada, quer devido a perturbações nos mercados financeiros, quer devido a outros eventos de ordem sistémica. Numa diminuição da escalada geopolítica, embora esperemos que o efeito a médio prazo seja uma menor pressão em alta sobre os preços, a curto prazo o choque positivo da procura, através de uma menor incerteza e preços mais baixos da energia, atrasaria o declínio da inflação. Neste cenário, os bancos centrais poderiam responder com subidas adicionais no início do ano (cerca de 50 p. b. adicionais, possivelmente) antes de iniciar um ciclo de reduções posteriormente. No caso de uma forte contração da economia, contudo, esperaríamos que os bancos centrais reagissem através da reativação de medidas de estímulo monetário, tais como as compras líquidas de ativos para estabilizar os mercados e, possivelmente, considerando até cortes nas taxas oficiais.

O ano 2022 caracterizou-se por uma elevada incerteza sobre o cenário económico, tanto devido à dissociação entre a oferta e a procura após a pandemia, como devido à guerra na Ucrânia. Isto levou a revisões substanciais nas previsões, tanto da inflação e do crescimento, como da resposta dos bancos centrais. Em relação ao futuro, possivelmente seremos mais capazes de acertar na perceção de que a incerteza permanecerá elevada em 2023.

2. No caso dos EUA o impacto seria mais elevado ao considerar não só um aumento mais agressivo das taxas, mas também o plano de redução do balanço da Fed. Para o BCE, algumas vozes dentro do Conselho de Governadores do BCE estão já a defender uma travagem em 2023 nos reinvestimentos de ativos que vencem dentro do programa de compra de ativos (APP). De qualquer forma, o balanço do BCE diminuirá em 2023 devido ao vencimento de várias rondas de TLTRO.
3. Ver o artigo «A política económica perante o desafio energético: apoiar os mais vulneráveis sem distorcer a economia» neste mesmo Dossier.

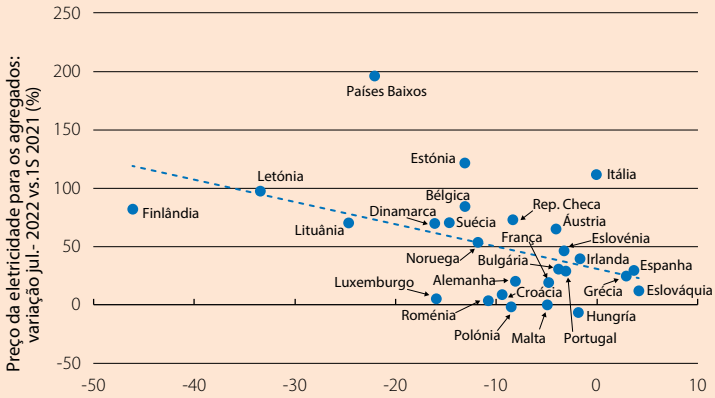
A política económica face ao desafio energético: apoiar os mais vulneráveis sem distorcer a economia

A política económica caminha na corda bamba visto que enfrenta a tarefa titânica de mitigar o impacto do choque energético nas famílias e nas empresas num contexto conturbado e com pouca margem fiscal, dado que as contas públicas já tinham sido afetadas pela COVID-19. Não foi em vão que a dívida pública na Zona Euro ultrapassou em 2020 os 100% do PIB e o défice ultrapassou os 5,0%. A situação em 2022 tem sido exigente, mas com a perspetiva dos preços da energia em 2023 atingirem níveis ainda mais elevados do que aqueles que se verificavam antes do início da guerra na Ucrânia, a política económica estará novamente no centro do debate e terá de preparar-se para apresentar receitas que amorteçam este choque prolongado.

A linha que separa o sucesso do fracasso é ténue e não há garantias de sucesso. A teoria é clara, mas não é simples colocá-la em prática. Existem dois tipos de medidas que podem ser tomadas na situação atual: primeiro, apoios com base em políticas de rendimentos, como subsídios diretos; ou, em segundo lugar, através de intervenções nos preços (limites máximos, reduções dos impostos especiais sobre o consumo de energia e o IVA, etc.), sendo que ambos podem ser dirigidos a grupos específicos ou generalizados. Os economistas das principais instituições económicas (OCDE, FMI, etc.) defendem ajudas limitadas no tempo e altamente concentradas nos agregados vulneráveis para que não tenham de suportar o custo total dos aumentos da energia. Assim, não são recomendados controlos generalizados de preços ou medidas de ajuda direta por uma série de razões:

- Interferem com as inevitáveis reduções na procura devido a preços mais elevados, o que pode levar a uma inflação mais elevada a médio prazo, bem como dificultar a transição energética.
- Distorcem os sinais dos preços, que são necessários para incentivar a poupança de energia e promover a transição para a descarbonização da economia.

Gás: preços dos agregados familiares e consumo total



Nota: *O HEPI recolhe dados sobre preços nas capitais de cada país, que são considerados uma aproximação do preço do país em julho de 2022.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados do Eurostat e do HEPI.*

- Apenas permitem adiar o impacto dos aumentos de preços sobre os agregados que, na perspetiva de uma guerra longa, durarão mais tempo do que o esperado.

Da teoria à prática: limites de preço e ajudas menos direcionadas

A teoria dos manuais está muito bem formulada, mas os Governos têm de a aplicar num contexto de descontentamento social que é imprescindível abordar. Além disso, nem sempre é fácil identificar os mais vulneráveis. Neste sentido, as economias avançadas enfrentaram uma verdadeira tempestade energética em 2022 e a maioria esteve mais próxima da França (o paradigma das medidas generalistas e da intervenção nos preços) do que do Reino Unido de Boris Johnson na sua resposta (antes da dissolução, as medidas do seu Governo estavam próximas das recomendações do FMI). Como se pode observar no segundo gráfico, a maioria dos apoios em 2022 centrou-se em políticas económicas para toda a população, que impedem a transmissão da subida dos preços da energia por grosso mais elevados para os consumidores finais (limites máximos, redução dos impostos que afetam o consumo e a produção de energia e do IVA sobre os produtos energéticos, etc.) seguido de políticas de rendimento generalizadas (quer para toda a população, quer para grupos mais amplos, independentemente do seu rendimento, como utilizadores dos transportes públicos ou empregados), enquanto as medidas de apoio aos grupos vulneráveis foram muito menos numerosas.

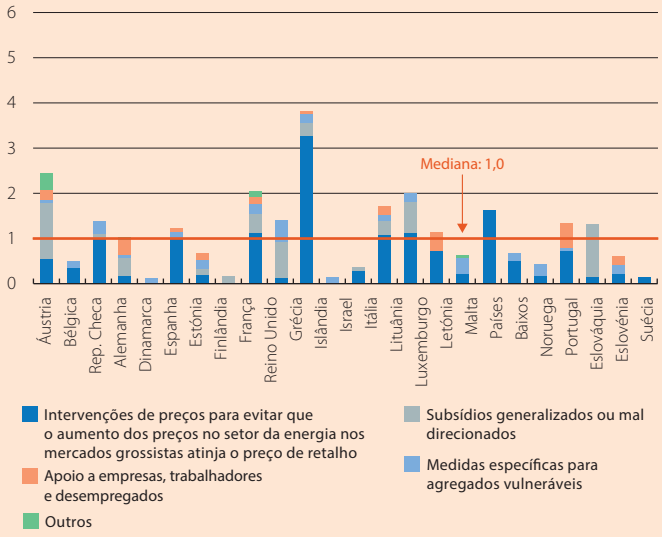
Neste contexto, a proposta de um grupo de especialistas alemães apresenta elementos interessantes. Sugerem a fixação de um subsídio sobre 80% do consumo doméstico de gás (70% para as empresas), o que levaria a poupanças consideráveis na fatura.[1] Em simultâneo, este sistema mantém incentivos para reduzir a procura de gás: os preços de mercado aplicam-se ao montante

1. 40%, segundo algumas estimativas.

restante e, além disso, o subsídio seria referente às quantidades consumidas em 2021. Não obstante, propõem a sua aplicação a todos os consumidores.

No entanto, os montantes do plano alemão (200.000 milhões de euros, pouco mais de 5% do PIB)[2] causaram agitação devido ao risco de minar as condições equitativas (*level playing field*) no mercado único europeu. Isto leva-nos ao papel que a UE tem de desempenhar, pois a Europa enfrentará melhor a crise se atuar em conjunto e não forma descoordenada.

Europa: custo fiscal das medidas de apoio anunciadas como resposta ao aumento dos preços da energia
(% do PIB, 2022)



Nota: *Medidas anunciadas para o primeiro semestre de 2022 a serem implementadas ao longo do ano.*
Fonte: *Fundo Monetário Internacional*

A coordenação europeia

Por um lado, a UE pode desempenhar um papel de coordenação para evitar externalidades negativas e explorar as positivas. Por exemplo, com cada Governo concentrado em assegurar o seu próprio abastecimento de gás, a UE poderia acabar com uma capacidade excessiva substancial a médio prazo.[3] Além disso, a resposta instintiva de Espanha tem sido de um modo geral a de apoiar a procura subsidiando o consumo de gás e eletricidade, o que gera externalidades negativas e exerce pressão sobre os preços na UE como um todo. Contudo, na crise atual, a solidariedade europeia passa por um menor consumo de energia (não como na pandemia, por despesas comuns mais elevadas): trata-se de coordenar os cortes na procura.[4] Assim, o plano da Comissão Europeia vai na direção certa ao propor cortes na procura de eletricidade e gás (de 10% e 15%, respetivamente),[5] embora haja elementos de voluntariedade e não esteja livre de isenções.[6]

Na mesma linha, a coordenação da UE também é importante para assegurar o fluxo eficiente de energia entre países. Isto aplica-se tanto a curto, como a longo prazo. A longo prazo, a descarbonização da economia e o aumento da produção renovável conduzirão a uma produção de eletricidade mais variável, o que aumenta os benefícios de uma rede interligada à escala europeia. Também é fundamental melhorar as interconexões a curto prazo. O caso do gás natural liquefeito (GNL), um substituto essencial do gás russo no paradigma da crise atual, é um bom exemplo: 25% da capacidade de importação de GNL está localizada na Península Ibérica, que para efeitos práticos está desligada do grande mercado europeu. Neste sentido, o recente acordo entre Espanha, França e Portugal para a construção de um gasoduto marítimo entre Barcelona e Marselha, que poderia a médio prazo, transportar temporariamente gás da Península Ibérica para o resto do continente e a longo prazo será utilizado para hidrogénio verde, é um passo no rumo certo.

Por último, a UE deve assegurar uma situação de igualdade de condições de concorrência no mercado único europeu. Em particular, dada a disparidade das margens fiscais dos Estados Membros (que o poderoso pacote alemão apenas veio reforçar), faria sentido um fundo europeu para garantir um apoio mínimo às empresas e famílias em todos os países,[7] com apoios que poderiam ser condicionados para promover a cooperação entre Estados e favorecer uma boa conceção das políticas nacionais (por exemplo, penalizar a implementação de políticas que contrariem a poupança de energia ou limitem os fluxos internacionais de energia, atribuir mais fundos aos países que fazem um esforço para aumentar a oferta, etc.).

2. Estes 200.000 milhões deverão ser distribuídos entre 2023 e 2024, dos quais cerca de 90.000 milhões se destinam ao subsídio parcial de contas de gás domésticas e comerciais, enquanto 30.000 milhões estão disponíveis para nacionalizar totalmente a empresa de energia Uniper.
3. Entre 30-45% da procura em 2030, de acordo com McWilliams *et al.* (2022). «A grand bargain to steer through the European Union's energy crise» Policy Contribution, Bruegel.
4. Na mesma linha, é necessário que as políticas fiscal e monetária não atuem de forma descoordenada e que a primeira não desfaça os esforços da segunda para aliviar a procura.
5. A Europa aprovou também um limite máximo de 180€/MWh para as receitas dos produtores inframarginais (entre dezembro de 2022 e junho de 2023) e um imposto sobre o setor dos combustíveis fósseis.
6. Especificamente, a redução de 15% no consumo de gás entre agosto de 2022 e março de 2023 é voluntária, embora o Conselho Europeu possa torná-la obrigatória através da ativação de uma cláusula de alerta. Além disso, estão disponíveis isenções para Estados com indústrias chave que dependam criticamente do gás, bem como para países com interconetividade limitada ou que exportem gás com todo o seu potencial, entre outros. De igual modo, o corte de 10% na procura de eletricidade entre dezembro de 2022 e março de 2023 é também voluntário, mas com uma redução obrigatória de 5% nas horas de ponta.
7. Taglapietra *et al.*(2022). «Does the European Union need an energy crise fund?» Bruegel Blog.

Portugal em 2023: ano de cerrar os dentes?

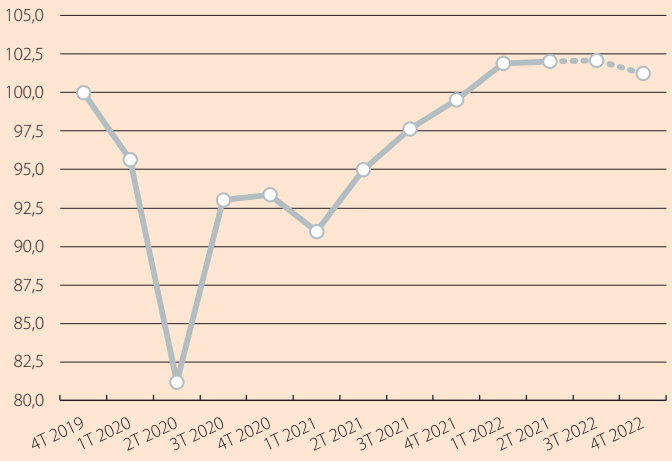
Com o aproximar do final do ano, é tempo de balanço e de perspetivar a realidade económica do país para 2023. Se a página da pandemia parece definitivamente deixada para trás (apesar das cicatrizes que ainda se verificam nas cadeias logísticas), a grande certeza que temos de momento é que a incerteza continuará a marcar a atividade em vários capítulos: o da guerra, o da crise energética e o da política monetária e controlo da inflação. Neste texto procuramos lançar luz sobre como irá navegar a economia portuguesa nestas águas turbulentas.

2022: retorno ao pré-pandemia e retorno da inflação

Foi um ano positivo para a atividade e para isto contribuíram vários fatores. Em primeiro lugar, os primeiros meses com forte crescimento (1T: +2,4% trimestral e +12% homólogo) motivado também por efeitos de base pois o 1T 2021 tinha sido um dos mais nefastos ao nível dos efeitos da pandemia na economia. Como podemos ver no primeiro gráfico, o 1T 2022 marcou a ultrapassagem do patamar pré-pandemia ao nível do produto. Além disso, o perfil de crescimento em 2021 implicou um efeito de arrastamento (*carry-over*) correspondente a 3,9 p.p., ou seja, este seria o crescimento do PIB em 2022 se todas as taxas de variação trimestrais deste ano fossem nulas.

Portugal: PIB trimestral

Índice (4T 2019 = 100)



Fonte: *BPI Research.*

Outra das alavancas para o crescimento foi o bom desempenho do turismo. Com o desvanecimento das restrições associadas à pandemia deu-se a esperada recuperação deste tipo de serviços que implicam interação pessoal. O acumulado de proveitos nos estabelecimentos de alojamento até agosto excedeu em 13% os do mesmo período de 2019. Esta performance, com uma recuperação do turismo de não residentes mais forte que em 2021, também constituirá este ano um grande suporte às contas externas: no acumulado dos últimos 12 meses até julho o saldo da balança de serviços turísticos corresponde a 5,6% do acumulado do PIB (preços correntes), cobrindo o défice da balança energética (–4,4% do PIB).

O regresso em força da inflação é uma das marcas indeléveis de 2022, com as taxas mais elevadas desde há 30 anos. À data que escrevemos é quase certo que a inflação média em 2022 superará a barreira dos 7%.[1] O fenómeno do aumento dos preços iniciou-se de forma mais evidente na segunda metade de 2021 pelos efeitos da reabertura da economia e de uma procura dinâmica a pressionar uma oferta constrangida pelos estrangulamentos das cadeias logísticas. O espoletar da guerra na Ucrânia veio dar lastro à subida dos preços pela via da crise energética: o Brent superou os 125 dólares/barril no início de março e os preços do gás, perante a iminência da paragem indefinida de fornecimento de gás pela Rússia via Nordstream, superaram os 300 eur/MWh em agosto. A transmissão da inflação da energia, importante fator de produção, às restantes componentes do cabaz de compras tem sido especialmente forte em Portugal, com a componente *core* do índice de preços no consumidor em níveis muito elevados e que fazem antever persistência do fenómeno inflacionista.

Por outro lado, a execução do PRR tem ficado aquém do que se esperava, com alguns atrasos na execução associados a questões administrativas, mas também pela via do impacto que a inflação e que a guerra na Ucrânia tem no preço dos materiais, afetando custos e prazos de contratos em execução e a celebrar ligados a obras. Em suma, apesar da envolvente externa poder impactar o último trimestre de 2022 (período que pode coincidir com uma maior probabilidade de racionamento de energia ou interrupções na produção de países mais vulneráveis da Europa), esperamos que o PIB, em termos reais, aumente 6,3% em 2022.

2023: um ano assombrado pelo aumento dos custos

No nosso cenário, assumimos que o arrefecimento económico no final de 2022 se estenderá e aprofundará em 2023, ano em que a economia crescerá apenas 0,5%. Como se explica um abrandamento tão acentuado depois de um impulso forte em 2022? É o que iremos explicar em seguida.

Por detrás da trajetória prevista estão sobretudo fatores exógenos à economia portuguesa, relacionados com os efeitos que a crise energética e o prolongamento dos estrangulamentos na cadeia de produção terão no comportamento dos preços, a resposta do

1. A nossa previsão é de 7,9%.

BCE para controlar as pressões inflacionistas que a Europa (à qual Portugal não escapa) enfrenta e com o abrandamento das economias europeias (principais parceiros comerciais de Portugal) mais dependentes dos fornecimentos de gás russo. Como ponto de partida para chegarmos à nossa previsão, estimámos qual seria o crescimento da economia num cenário em que a conjuntura fosse normal, ie, não houvesse guerra e a inflação e taxas de juro não teriam registado aumentos tão acentuados; a este crescimento, que estimámos em 3,5%, chamámos crescimento inercial.

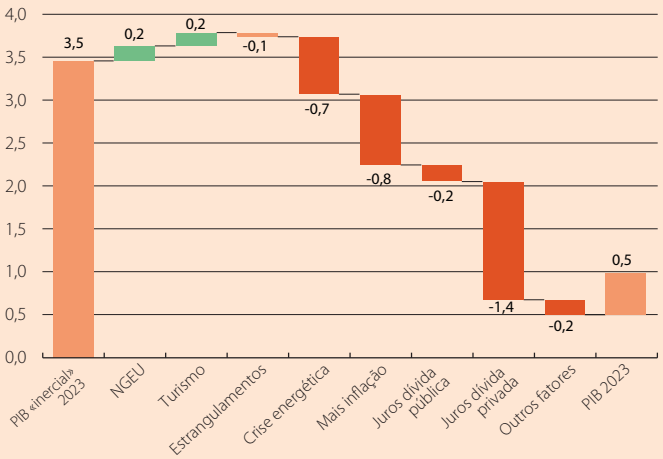
O nosso cenário assume que os preços das principais *commodities*, com destaque para as energéticas,[2] manter-se-ão elevados prolongando o ambiente de maior inflação, fazendo antever um ano difícil para famílias e empresas, que enfrentarão um ano de maiores custos, associados ao aumento dos preços e das taxas de juro. Neste cenário não é difícil antever abrandamento significativo do consumo e possível deterioração do mercado de trabalho. Portugal será também negativamente impactado pelo abrandamento da procura externa e por comportamentos mais cautelosos dos agentes económicos (por exemplo, em setembro, a confiança das famílias situa-se em mínimos desde 2013; e o indicador de sentimento económico da Comissão Europeia aproxima-se a passos largos do nível indicativo de estagnação).

Entre os fatores para os quais dispomos de informação que nos permite quantificar os vários impactos no avanço da atividade em 2023, estimamos que os ventos de proa serão muito mais fortes do que os de cauda (ver segundo gráfico), reduzindo substancialmente o ritmo de crescimento. Entre os primeiros, salientamos o impacto negativo que o aumento das taxas de juro terá no crescimento de economia, que se explica pelo facto de o crédito ao setor privado ser maioritariamente a taxa variável[3] (nas famílias, o crédito à habitação – cerca de 80% do total – continua a ser predominantemente a taxa variável e nas empresas, o valor das operações contratadas a taxa variável desde o início de 2021 representava cerca de 80% do total contratado).

Em segundo lugar temos o impacto do aumento dos custos da energia, refletindo o agravamento do preço do gás e o seu impacto no custo de produção de eletricidade. Embora Portugal não se encontre entre os países europeus mais afetados pelas quebras de fornecimento de gás pela Rússia,[4] sentirá o efeito do aumento dos preços, que poderão retirar cerca de 0,7 pontos percentuais ao crescimento de 2023.

PIB 2023: contribuições para o crescimento

Pontos percentuais



Notas: *PIB «inercial» 2023 refere-se aquele que resultaria de não contemplar os efeitos extraordinários associados decorrentes da guerra na ucrânia e da inflação. Foi obtido através de regressão do crescimento anual do PIB com a sua componente autoregressiva e o output gap divulgado pelo FMI no World Economic Outlook de Outubro de 2022.*

Em terceiro, temos o impacto do aumento da inflação excluindo energia no consumo das famílias e das empresas resultante dos maiores custos energéticos, que retirará 0,8 pontos percentuais ao crescimento no próximo ano.

Por fim, teremos um conjunto de fatores mais difíceis de quantificar, e que incluem abrandamento da procura externa, enfraquecimento do euro, com impacto no custo das importações, e adiamento de decisões de consumo e investimento associado ao ambiente de maior incerteza. Estes fatores no seu conjunto poderão retirar cerca de 0,2 pontos percentuais ao crescimento.

Cenário macroeconómico

	2022	2023	2024
Δ PIB (%)	6,3	0,5	2,0
Consumo privado	4,6	0,5	2,0
Consumo público	1,8	-0,2	-0,2
FBCF	3,0	3,5	6,2
Exportações	17,2	4,6	5,0
Inportações	11,0	5,5	5,9
Inflação global (%)	7,9	5,7	2,2
Taxa de desemprego (%)	5,9	6,4	6,1

Entre os ventos de cauda que permitirão a não estagnação do crescimento em 2023, estão os fundos europeus e o turismo, mas, num ambiente de elevada incerteza como o atual, o seu contributo será diminuto.

Como dissemos no início, a incerteza é a grande certeza com que terminamos 2022 e iniciamos o novo ano, e os fatores por detrás desta incerteza sugerem que os riscos são maioritariamente negativos, prendendo-se com a possibilidade de imposição de restrições no consumo de gás, e aumento mais forte dos preços das *commodities* – energia, alimentares e metais – com impacto nos preços e no grau de restritividade da política monetária do BCE. Neste cenário, não excluímos a possibilidade de contração da atividade. Esperemos que não.

Tiago Belejo Correia e Teresa Gil Pinheiro

2. O nosso cenário antecipa que em média o preço do gás se situará em 196€/MWh em 2023, mais 25% do que em 2022 e claramente acima dos cerca de 20€/MWh nos anos anteriores a 2020.
3. Relatório de acompanhamento do mercado de crédito: em 2021 91% do stock de crédito à habitação era a taxa variável.
4. O fornecimento de gás a Portugal pela Rússia tem um peso inferior a 10%.