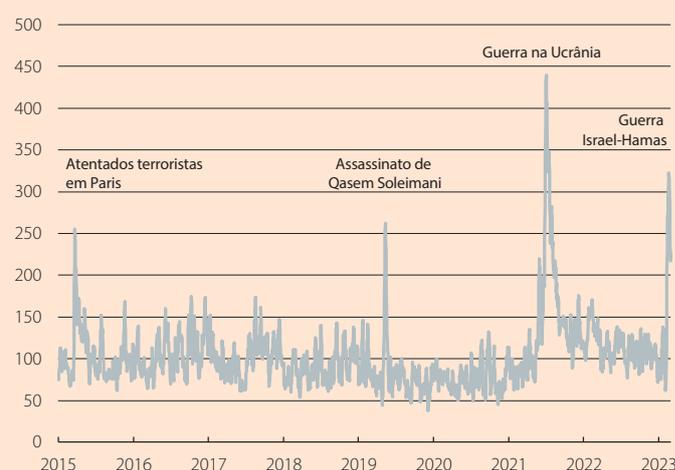


## À procura de estabilidade económica num mundo instável

Nos últimos meses, risco geopolítico, fragmentação ou desglobalização são algumas das palavras mais procuradas nas redes sociais e traduzem o ambiente complexo e instável em que a economia internacional se tem movido nos últimos anos. Trata-se de uma conjuntura caracterizada pela acumulação de choques de natureza muito diversa que estão a distorcer o funcionamento da oferta e a limitar a eficácia das políticas de procura que tentam recuperar a estabilidade económica perdida. Estes choques que se retroalimentam, com um potencial de desestabilização superior à soma das suas partes, constituem aquilo a que o historiador Adam Tooze chamou uma policrise. Apesar de este processo poder ser rastreado até à grande crise financeira de 2008,<sup>1</sup> os acontecimentos precipitaram-se desde a pandemia, visto que o ciclo económico teve de lidar com os congestionamentos nas cadeias de produção e os seus efeitos na inflação, a guerra na Ucrânia e, recentemente, o regresso da instabilidade no Médio Oriente. Assim, à medida que a geopolítica ganha proeminência, acumulam-se sinais de que estamos a meio de uma mudança para uma economia global mais fragmentada (*decoupling*), com a emergência de conceitos como *de-risking* ou autonomia estratégica. Isto implica um regresso à política industrial, a procura de cadeias de valor menos frágeis ou o aumento da cooperação com os parceiros comerciais<sup>2</sup>, ao mesmo tempo que se aumentam as limitações às transferências de tecnologia para países considerados rivais.

### Risco geopolítico

Índice (100 = média de longo prazo)



Fonte: BPI Research, com base em dados de <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm> e Bloomberg.

Face a este contexto de mudança, o ciclo económico continuou a mostrar resiliência para fazer face aos efeitos cumulativos dos choques ocorridos nos últimos anos e à incerteza associada ao atual cenário de turbulência. Prevemos, assim, que a economia mundial encerre 2023 com um crescimento de 2,8% (menos 0,6 p. p. do que em 2022), mas com o enfraquecimento concentrado nos países desenvolvidos (1,4% vs. 2,7% em 2022), sobretudo naqueles como a Alemanha (-0,4%), com uma maior dependência do sector industrial, enquanto os países emergentes mantêm a velocidade de cruzeiro do ano passado (4%). A recessão que se temia após o aumento dos preços da energia no verão de 2022 foi, portanto, evitada, mas o ritmo da atividade continua fraco e irregular. O mais preocupante é que as perspetivas a médio prazo são fracas, uma vez que as previsões do FMI para o final da década (crescimento económico global de 3,1% em 2028) antecipam uma estagnação do crescimento potencial. Para contextualizar, este valor é 0,5 pontos abaixo da estimativa a médio prazo prevista antes da pandemia e quase 2 pontos abaixo do crescimento anterior à grande crise financeira de 2008.

No horizonte de 2024, uma economia lenta implica um elevado grau de fragilidade ao impacto de novos choques, visto que, por um lado, os ventos favoráveis que nos permitiram ultrapassar os obstáculos no passado recente (poupança acumulada, política orçamental expansionista, etc.) desaparecerão gradualmente, enquanto os efeitos restritivos sobre a procura da contração monetária se manifestarão com a máxima intensidade nos próximos meses. A esperança é que o abrandamento económico permita que a inflação consolide a sua descida, o que abriria a porta a uma reviravolta na política monetária no próximo ano e daria um bom apoio aos mercados obrigacionistas e acionistas, reduzindo simultaneamente os riscos para a estabilidade financeira (só em dívida das empresas, 5,5 biliões de dólares vencem em 2024). No entanto, a continuação do processo de desinflação estará também sujeita a uma elevada incerteza, uma vez que a evolução nos próximos meses dependerá de fatores fora do controlo dos bancos centrais, como a energia ou a orientação da política orçamental. Logo quando falta a parte mais difícil da tarefa, que é fazer descer a inflação de 4% para 2%.

1. O momento em que o comércio mundial (exportações mais importações) atingiu um pico em termos de PIB.

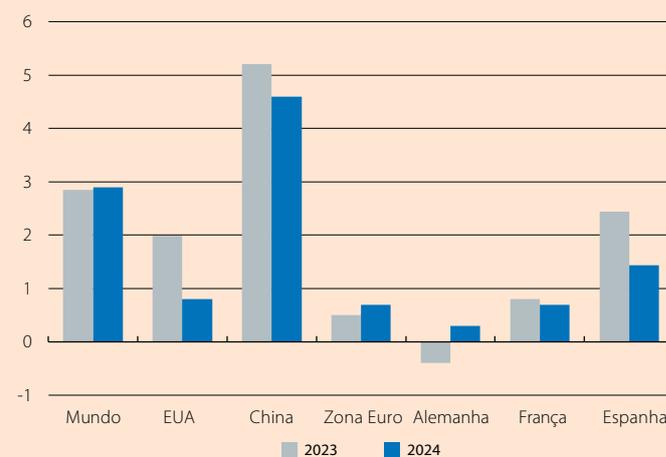
2. No caso dos EUA, o discurso de Jake Sullivan (Conselheiro de Segurança Nacional) na Brookings Institution, em 27 de abril, ou a Estratégia de Segurança Nacional reflectem esta transformação em curso.

Este cenário central de uma aterragem suave consolidaria a recuperação da estabilidade macroeconómica, fechando o fosso entre a oferta e a procura mundiais, a um custo aceitável em termos de crescimento do PIB e de emprego. Prevê-se que o ritmo de crescimento da economia mundial seja ligeiramente inferior a 3% em 2024, mas a maior parte do ajustamento será suportado pelos países desenvolvidos (+1,1% em 2024 vs. +1,4% em 2023), visto que, para além da continuação da fraqueza da Zona Euro (+0,7% em 2024), a economia dos EUA deverá arrefecer na primeira parte do ano. Porém, a força continuada do mercado de trabalho e do consumo dos EUA pode limitar o abrandamento da atividade e neutralizar os sinais de recessão, como a inversão da inclinação da curva das taxas de juro; na Europa, por outro lado, tanto a evolução da confiança das empresas e dos consumidores como a fraqueza do sector industrial e o agravamento das condições de crédito sugerem que o crescimento se manterá próximo da estagnação, pelo menos até ao verão de 2024. Os países emergentes, por seu lado, poderão mesmo crescer ligeiramente mais do que este ano (4,2% vs. 3,9%), graças ao bom desempenho da Índia, da Turquia e dos países produtores de petróleo, num contexto em que os bancos centrais, como os do Brasil, Peru, Vietname e Chile, já estão a baixar as taxas de juro. Contudo, a grande incógnita será a evolução da economia chinesa, visto que estamos a assistir a um abrandamento «estrutural» associado a um reequilíbrio do modelo de crescimento que poderá levar o crescimento potencial para 3% a médio prazo. As autoridades chinesas parecem dispostas a admitir este crescimento mais baixo (esperamos um crescimento de 4,6% em 2024, em comparação com o objetivo oficial de 5% fixado para 2023), mas a questão que se coloca é o impacto do novo ambiente geopolítico no modelo de crescimento chinês, tendo em conta as restrições cada vez maiores às exportações para a China de bens com um elevado conteúdo tecnológico ou o início da reformulação das cadeias de valor que já pode ser detetada nos fluxos comerciais de países como o Vietname.

Sintetizando, a fraqueza e a fragilidade do ciclo económico aumentam a sensibilidade dos cenários económicos a novos choques que possam surgir no horizonte. Principalmente, porque as camadas de risco que ameaçam o cenário continuam a ser um desafio, uma vez que as taxas de juro em máximos de uma década, juntamente com os efeitos que as crescentes tensões geopolíticas podem ter sobre as expectativas enfraquecidas e os preços da energia sob pressão, introduzem uma elevada incerteza em qualquer exercício de previsão, especialmente num ano de eleições presidenciais nos EUA. Este sentimento de equilíbrio instável regerá o comportamento da economia ao longo de 2024, algo a que parece que teremos de nos habituar e que exigirá uma grande flexibilidade dos agentes económicos na tomada de decisões. São estes os tempos em que vivemos.

### Global: PIB

Variação anual (%)



Fonte: BPI Research.

## As perspetivas para a inflação e a política monetária em 2024

O ano de 2023 termina com as taxas de juro mais elevadas registadas nos últimos 15 anos. A inflação atingiu níveis históricos em 2022 e obrigou os bancos centrais a apertar a política monetária, a arrefecer a atividade económica e a garantir a estabilidade dos preços a médio prazo. Embora ainda longe do objetivo de 2%, a inflação, tanto na Zona Euro como nos EUA, caiu de forma constante até 2023, e um dos principais pressupostos das nossas perspetivas para 2024 é que continuará a cair no próximo ano, facilitando os primeiros cortes nas taxas de juro pela Fed e pelo BCE. Mas até que ponto é robusto este pressuposto desinflacionista? Qual é a pressa dos bancos centrais em baixar as taxas?

Em resposta a estas questões, partimos de um diagnóstico da inflação em três fases, começando pelos choques de preços iniciais (como os congestionamentos associados à pandemia ou a crise energética devida à guerra na Ucrânia), seguindo-se os efeitos indiretos subsequentes (o aumento dos preços dos bens e serviços que, embora não sejam diretamente pressionados pelo choque inicial, são empurrados para cima pelos custos de produção e pelo ajustamento dos preços relativos) e terminando com os efeitos de segunda ordem, ou seja, a retroação entre preços, margens de lucro e salários, que tende a injetar inércia na inflação. Neste diagnóstico, o nosso indicador de referência será o *momentum*, uma métrica que capta melhor o estado atual da inflação do que as referências homólogas.<sup>1</sup>

### Zona Euro: peso no cabaz global do IHPC por sensibilidade energética



**Nota:** Identificamos a sensibilidade energética de cada subcomponente do IHPC global a partir da sua associação estatística com o IHPC energético (pormenores na nota de rodapé 2).

**Fonte:** BPI Research, com base em dados do Eurostat.

do choque energético está quase a desaparecer, mas também sugere cautela contra o risco de alguns preços terem adquirido maior inércia. A fim de analisar este risco, procedemos a um segundo exercício de análise do grau de persistência da inflação.<sup>4</sup>

1. O *momentum* é a variação da média trimestral do IPC em relação aos três meses anteriores (anualizada e corrigida de sazonalidade) e apresenta um bom equilíbrio entre ser uma métrica de baixa volatilidade (como as variações anuais) e fornecer informações em tempo real (como as variações mensais).
2. Com a repartição do cabaz do IHPC em 94 subcomponentes, estimamos a relação entre o *momentum* de cada subcomponente ( $\pi_{t-k}^{i,m}$ ) e o *momentum* da energia ( $\pi_{t-k}^{ener,m}$ ):

$$\pi_{t-k}^{i,m} = \alpha + \beta \pi_{t-k}^{ener,m} + \epsilon_t$$

Examinamos quatro casos (de  $k = 0$  a  $k = 3$ ) em janelas móveis de 24 meses. Consideramos como «sensíveis à energia» componentes com um  $\beta$  positivo e estatisticamente significativo em pelo menos um dos desfasamentos do *momentum* de energia.

3. Esse mesmo exercício para os EUA mostra que a importância das componentes sensíveis e não sensíveis à energia é muito mais estável ao longo do tempo e, de facto, as suas inflações seguem uma dinâmica semelhante. Esta situação traduz a natureza diferente da retoma inflacionista nos EUA, que é mais afetada pelos desequilíbrios internos da oferta e da procura do que pela crise energética.

### Zona Euro: momentum do IHPC por sensibilidade à energia



**Notas:** O momentum é definido como a variação anualizada do índice de preços médio de três meses durante os três meses anteriores (corrigido de sazonalidade). O gráfico apresenta uma versão suavizada. Identificamos a sensibilidade energética de cada subcomponente do IHPC global a partir da sua associação estatística com o IHPC energético (pormenores na nota de rodapé 2).

**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

Na Zona Euro, o principal fator impulsionador da inflação foi a tensão dos preços da energia causada pela guerra na Ucrânia. Visando determinar em que medida os aumentos dos preços da energia se repercutiram noutros preços e/ou continuam a afetar a inflação no seu conjunto, analisámos quais as componentes do IPC que são sensíveis à energia e qual a dinâmica de preços que seguem.<sup>2</sup> Conforme demonstram os dois primeiros gráficos, a crise energética alastrou a uma grande parte do cabaz de preços, na medida em que as componentes «sensíveis à energia» representaram quase 80% do IPC e foram em grande medida responsáveis pela subida da inflação. No outono de 2023, porém, a situação normalizou-se, com um pequeno senão: considerando que, antes da pandemia, o *momentum* das componentes não sensíveis à energia flutuava em torno de 2%, após o choque energético, o *momentum* destas componentes é um degrau mais alto, mais próximo de 3% do que dos 2% visados pelo BCE.<sup>3</sup>

Este primeiro exercício indica que o impacto direto e indireto

Conforme mostra o terceiro gráfico, esta análise revela que a componente inercial da inflação registou um aumento generalizado nos últimos dois anos. Este aumento é, no entanto, relativamente moderado e verifica-se uma diminuição do *momentum* partilhada entre as componentes, independentemente do seu grau de persistência. Efetivamente, nos Estados Unidos, onde a natureza da inflação poderia ser mais preocupante, as componentes mais inerciais têm apresentado recentemente um *momentum* menor do que as restantes e, excluindo as rendas (*shelter*, uma rubrica com um peso elevado, mas com uma dinâmica idiossincrática),<sup>5</sup> explicam uma pequena parte da inflação agregada.

Consequentemente, como nos encontramos na terceira e última fase da crise inflacionista, os bancos centrais consideraram que já não é necessário aumentar mais as taxas de juro. Membros do BCE e da Fed comentaram nas suas recentes intervenções que manter as taxas de juro elevadas durante muito tempo poderá ser suficiente para concluir o último quilómetro em direção ao objetivo de 2%, uma estratégia que tem sido apelidada de *higher for longer*. Desta forma, um exercício que pode ilustrar a forma como os mercados financeiros estão a interiorizar esta estratégia é a maior sensibilidade a surpresas económicas que as maturidades mais longas das diferentes curvas de taxa de juro estão a apresentar em relação às maturidades mais curtas.<sup>6</sup>

### Sensibilidade das expectativas da Fed às surpresas económicas \*

Coefficiente



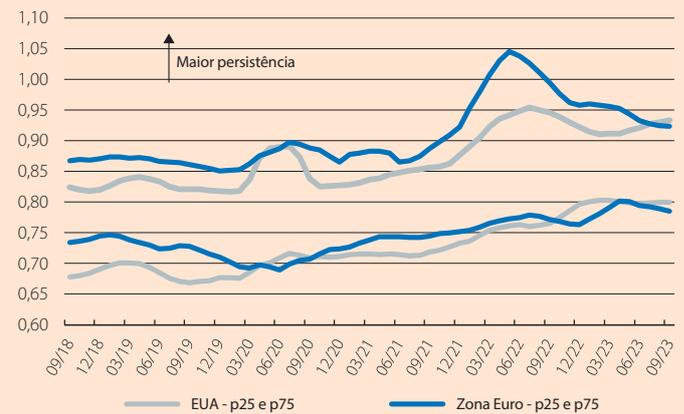
Nota: \* Mostramos a evolução do coeficiente  $\beta$  da regressão referida na nota de rodapé 6 para cada um dos prazos (3, 6, 12 e 18 meses) para a rolling window de 20 meses.

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

mos que estas serão moderadas, na ausência de um abrandamento acentuado da atividade económica, e que, acima de tudo, não serão de magnitude suficiente para se poder dizer que a política monetária restritiva está a ser abandonada.

### Persistência da inflação

Índice



Notas: Estimamos um AR(1) para o momentum de cada subcomponente do IPC global com janelas temporais de 24 meses e obtemos a distribuição dos coeficientes autorregressivos de todas as subcomponentes. O gráfico mostra a evolução no tempo dos coeficientes correspondentes aos percentis 25 e 75 destas distribuições (séries temporais alisadas).

Fonte: BPI Research, com base em dados do Bureau of Labor Statistics e do Eurostat.

Assim, como se pode observar no último gráfico, a sensibilidade dos futuros de taxa de juro da Reserva Federal a surpresas na publicação de dados económicos é maior para as maturidades mais longas (18 meses de antecedência) do que para as maturidades mais curtas. Esta dinâmica mantém-se desde 2012 até aos dias de hoje, ou seja, a mesma surpresa económica provoca uma subida maior nos prazos longos do que nos prazos curtos, dado que, com um horizonte temporal mais longo, há mais reuniões com mais espaço para a Fed subir as taxas de juro. O que podemos observar nos últimos meses é que a sensibilidade dos futuros a 18 meses continua a aumentar modestamente, enquanto a dos futuros a 3 e 6 meses está a diminuir, o que sugere que os mercados já não estão tão concentrados em saber quanto mais a Reserva Federal irá aumentar as taxas de juro, mas sim durante quanto tempo as irá manter elevadas.

Em resumo, pensamos que é provável que em 2024 assistamos às primeiras reduções das taxas de juro, mas acredita-

4. Utilizando desagregações do cabaz do IPC (EUA, 82 subcomponentes; Zona Euro, 94 componentes), estimamos o comportamento do *momentum* autorregressivo de cada subcomponente em janelas móveis de 24 meses:

$$\pi_t^{i,m} = c + \rho \pi_{t-1}^{i,m} + \varepsilon_t$$

Para cada janela, ordenámos o  $\rho$  estimado do menor para o maior e classificámos as subcomponentes em três categorias de persistência: baixa ( $\rho$  entre os 25% de valores mais pequenos), média (entre 25% e 75%) e alta ( $\rho$  entre os 25% de valores mais elevados).

5. Ver Focus «A importância das rendas na inflação dos EUA» in IM09/2023.

6. Estimamos a seguinte regressão com uma janela móvel de 20 observações,

$$\Delta i_t^n = \beta^n s_t + cpi_t + \varepsilon_t$$

$\Delta i$  representa a variação diária dos futuros da taxa Fed com  $n$  meses de antecedência (3, 6, 12 e 18);  $s$  a diferença entre o valor publicado e a expectativa de consenso da Bloomberg para o IPC e a criação de emprego nos EUA;  $cpi$  uma variável que assume o valor 1 se a data corresponder à divulgação da inflação e 0 se for para o emprego; e  $\varepsilon_t$  é um termo de erro. A evolução dos quatro coeficientes  $\beta^n$  é apresentada no quarto gráfico.

## Um novo quadro orçamental europeu para 2024... será possível?

A recuperação das *Yields* das obrigações à escala global voltou a colocar a situação orçamental no centro das atenções. O caso da Europa é de particular interesse, pois em 2024 as regras fiscais serão reativadas, depois de terem sido suspensas desde 2019 devido à pandemia e ao início da guerra na Ucrânia. Este «congelamento» destinava-se a ser utilizado para desenvolver um novo quadro orçamental e, em abril de 2023, a Comissão Europeia apresentou um projeto da sua proposta, que constitui a base de um documento final a aprovar antes do final do ano, para ser aplicado em 2024. O BCE apela igualmente a um acordo atempado, consciente do desafio colocado pela situação atual (abrandamento económico e elevado endividamento).

### O que propõe o novo quadro orçamental

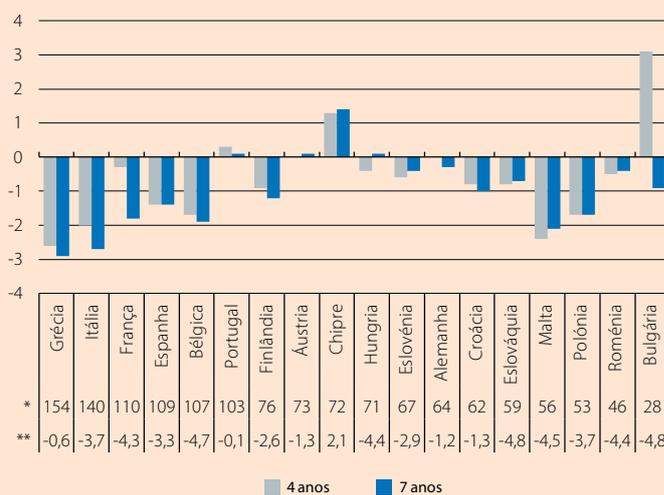
A proposta da Comissão Europeia reforça o papel dos governos nacionais, que terão de elaborar um plano orçamental quadrienal (extensível a sete anos se forem apresentados planos de reforma e de investimento que favoreçam o crescimento) para reduzir os défices estruturais excessivos e garantir a sustentabilidade da dívida, em conformidade com a análise da Comissão Europeia. Esta trajetória de ajustamento será específica para cada país, negociada entre a Comissão e cada Estado-Membro e aprovada pelo Conselho.<sup>1</sup>

Estes planos plurianuais estão sujeitos a duas importantes restrições ou salvaguardas. Por um lado, são mantidas as referências de 3,0% do PIB para o défice público e de 60% para a dívida pública como objetivos de médio prazo. Em contrapartida, a trajetória de ajustamento incorpora uma regra de despesa líquida primária<sup>2</sup> como variável de controlo e exige uma redução anual do défice de pelo menos 0,5% do PIB. A Comissão Europeia limita-se a estabelecer «um ajustamento orçamental mínimo de 0,5% do PIB por ano», mas tem sido interpretado por vários quadrantes<sup>3</sup> que, para que esta medida contribua para a consolidação orçamental, deve referir-se ao défice estrutural. Assim, a principal novidade seria a flexibilização da trajetória de ajustamento orçamental, adaptando-a à realidade de cada país; é aplicada uma regra de despesas primárias como variável de controlo (em vez do défice estrutural); a regra de ajustamento da dívida 1/20 é abolida (todos os anos a dívida deve ser reduzida no equivalente a 1/20 da diferença entre o seu valor em percentagem do PIB e o objetivo de 60%) e é introduzida uma regra de ajustamento baseada no défice.

### O plano proposto é mais ou menos rigoroso do que o plano atual?

O Bruegel<sup>4</sup> avaliou a proposta da Comissão calculando as implicações do ajustamento orçamental para todos os países da UE com uma dívida superior a 60% ou um défice superior a 3% do PIB. Nas suas conclusões, reconhece que o quadro proposto continua a ser ambicioso, uma vez que, em média, os Estados-Membros devem reduzir o seu défice estrutural em cerca de 2% do PIB entre 2025 e 2028 nos planos quadriennais (ligeiramente menos se os planos forem de sete anos). Aliás, ambos os quadros concordam quanto aos países que enfrentam o ajustamento mais agressivo e os que enfrentam o menos agressivo, mas divergem quanto à magnitude do ajustamento. Com efeito, para quase metade dos casos em que os défices e a dívida excedem os limiares exigidos, o ajustamento do défice estrutural ao abrigo do novo quadro seria inferior, em quase 1,0% do PIB, em média, ao previsto no quadro atual (tanto no plano para quatro como para sete anos), o que beneficiaria especialmente a Grécia, a Itália, a Bélgica e a Espanha. Na Áustria, em França, na Alemanha e em Portugal, a intensidade do ajustamento seria semelhante em ambos os enquadramentos, especialmente no caso dos planos quadriennais.

**Diferença entre o ajustamento exigido para o défice estrutural nos planos plurianuais ao abrigo do novo quadro vs. quadro atual (p. p. do PIB)**



Notas: \* Dívida pública (% do PIB). \*\* Saldo orçamental (% do PIB). Ambas as projeções para 2024 da Comissão Europeia.

Fonte: BPI Research, com base em dados publicados pelo Bruegel.

1. Para além disso, no final do período de ajustamento, cada país tem de criar espaço orçamental para fazer face aos custos associados ao envelhecimento da população.  
2. Refere-se às despesas públicas sem juros, sem a componente cíclica das despesas de desemprego, sem medidas *one-off* e líquidas de receitas provenientes de novas medidas fiscais.  
3. Por exemplo, Bruegel.  
4. Ver Darvas, Z., Welslau, L. e Zettelmeyer, J. (2023). «A quantitative evaluation of the European Commission's fiscal governance proposal». Documento de trabalho 16/2023. Bruegel.

## Ainda não há acordo a menos de dois meses do final do ano

A fim de «desatar» as negociações, a Alemanha e a França iniciaram um diálogo bilateral para facilitar um acordo antes do final do ano. Aparentemente, existe um consenso geral quanto à adoção de planos de consolidação orçamental personalizados. O bloco francês pede mais flexibilidade para não asfixiar o crescimento económico, enquanto o bloco alemão, que já conseguiu que a Comissão Europeia incluisse no projeto um ajustamento mínimo do défice de 0,5% do PIB por ano para todos os Estados, quer também incluir em todos os casos em que a dívida exceda 60% do PIB uma redução anual obrigatória da dívida de 1,0% do PIB. Por sua vez, a Itália continua a pedir uma «regra de ouro» para retirar as despesas estratégicas do cálculo do défice (que cada país decidirá depois se corresponde a investimentos verdes, digitais ou de defesa). Entretanto, a proposta espanhola sublinha que o mais importante é dispor de salvaguardas adequadas que, embora garantam a redução da dívida e do défice, não prejudiquem os investimentos necessários para impulsionar o crescimento.

Segundo as autoridades políticas, 70% do plano já foi acordado, mas as questões mais polémicas ainda não foram resolvidas e será difícil que tudo seja aprovado antes do final do ano: terá de ser aprovado por todos os parlamentos nacionais e, em seguida, subscrito por uma maioria qualificada no Conselho Europeu e, por fim, passar pelo Parlamento Europeu. Para além disso, com as eleições europeias de 6 de junho de 2024 e com todos os partidos em campanha eleitoral, não é de excluir que a aprovação do novo quadro orçamental seja adiada para o segundo semestre do próximo ano. Por conseguinte, 2024 parece ser um ano de transição em termos de governação orçamental.

## Orçamentos apresentados

Os orçamentos apresentados pelas principais economias revelam, neste contexto, o seu empenho no regresso à ortodoxia orçamental, mas confirmam as dificuldades em cumprir os requisitos, quer no quadro atual, quer no quadro novo previsto. Por exemplo, a Itália apresentou um plano orçamental menos ambicioso do que o apresentado em abril e prevê agora que o défice orçamental, depois de atingir cerca de 5,3% do PIB em 2023, atinja 4,3% em 2024 e só desça para -3,0% em 2026. Acresce que a correção do défice estrutural seria bastante acentuada em 2024 (-1,1 p. p. do PIB), mas pouco ambiciosa em 2025 e 2026, o que explica a persistência da dinâmica da dívida pública (139,6% do PIB em 2026 vs. 140,2% em 2023).

O mesmo acontece com a França, que, depois de estimar um défice orçamental de cerca de 4,9% em 2023, adia até 2027 para cumprir com os -3,0% (entre os últimos a conseguir-lo); com um défice estrutural que seria reduzido em apenas 0,4 p.p. em 2024 (nos anos seguintes o ajustamento poderia ser ainda menor), tal implicaria que a dívida pública se mantivesse acima dos 109% do PIB até 2026 e fosse apenas ligeiramente reduzida em relação aos níveis atuais (109,7% em 2023). A Alemanha, campeã da austeridade orçamental, está no outro extremo e já anunciou que vai ativar de novo a regra constitucional do «travão da dívida» (que proíbe a contração de empréstimos superiores a 0,35% do PIB por ano), apesar do abrandamento da sua economia. Em resumo, os orçamentos foram elaborados com o intuito de repor as métricas orçamentais em referências mais sustentáveis, mas sem esquecer que a Europa está a atravessar uma fase delicada (não é sequer de excluir uma recessão curta e moderada), que condicionará a velocidade e a intensidade do tão necessário ajustamento orçamental. No entanto, no final, num contexto tão complexo como o atual, serão os mercados financeiros a julgar a adequação do ajustamento em cada caso.

## Portugal em 2024: mais resiliência trava desaceleração

Em linha com o que aconteceu após o *annus horribilis* da pandemia e também com aquilo que se espera para a globalidade de 2023, o próximo ano deverá continuar a representar um período de convergência de Portugal face à zona euro ao nível do crescimento da atividade económica. Neste artigo, pretendemos recapitular 2023 e trazer à liça os argumentos que sustentam a nossa visão da economia nacional em 2024.

### Recapitulando 2023

Quando por esta altura do ano passado realizámos um exercício semelhante a este<sup>1</sup> a nossa expectativa era de um crescimento do PIB em 2023 de apenas 0,5% e, inclusivamente, não descartávamos a hipótese de contração. Desde logo, sabíamos que o forte efeito de *carry over* que tinha empurrado o número de 2022 se iria desvanecer e eram esperados efeitos muito fortes do aperto monetário e dos custos energéticos. É verdade que a velocidade da subida de taxas de referência por parte do banco central foi inédita e os preços da energia (especialmente os combustíveis) continuam elevados (embora longe do que se antecipava no final de 2022), mas o comportamento da nossa economia foi mais resiliente do que o inicialmente esperado. O crescimento da atividade no 1T 2023 foi robusto (o PIB avançou +1,5% face ao final de 2022) e a força deste dado afeta «mecanicamente» o resto do ano, *ceteris paribus*. Um mercado de trabalho forte aliado a uma recuperação parcial dos rendimentos reais das famílias, juntamente com uma vertente externa dinâmica (o setor do Turismo registou níveis recorde), deverão permitir este ano um crescimento acima de 2%. Contudo, não esquecemos que por detrás deste número está uma tendência decrescente, atestada pelos registos modestos nos mais recentes indicadores disponíveis. Por exemplo, o PIB no 3T contraiu face ao 2T, colocando o crescimento médio trimestral até setembro em 0,5%.

### 2024 trará menos crescimento

Para 2024, antecipamos menos crescimento do que em 2023. Concretamente, 1,8%, o que representaria uma desaceleração de 0,5 p.p. face a 2023, com a primeira metade do ano a ser particularmente penalizada, refletindo o pleno impacto do aumento das taxas de juro. A perspetiva de que o BCE não alterará as taxas diretoras senão na última parte do ano, sugere que os custos de financiamento manter-se-ão elevados durante grande parte do ano e que o seu alívio só se fará sentir no segundo semestre, quando as taxas de mercado começarem a refletir a perspetiva de que o BCE iniciará a redução do grau de restritividade da sua política monetária. Assim, antecipamos que o consumo privado (cerca de 65% do PIB) irá reduzir o seu contributo para o crescimento da economia. Tal como Portugal, também as outras economias da zona euro, entre as quais se encontram os principais parceiros comerciais de Portugal, irão sofrer o impacto das elevadas taxas de juro, o que se traduzirá num crescimento mais moderado das exportações portuguesas (cerca de 45% do PIB, em volume).

Começando pelo consumo, a principal componente do PIB, procurámos ver qual seria a evolução do rendimento disponível bruto, tendo presente o impacto na massa salarial do aumento de salário mínimo nacional e o referencial de subida dos restantes salários.<sup>2</sup> Para as restantes componentes do RDB<sup>3</sup> admitimos variações em linha com o seu comportamento nos 5 anos anteriores à pandemia. Seguindo esta metodologia, estimamos que em 2024, o RDB possa crescer em torno dos 5%, o que, a verificar-se implicaria crescimento real (inflação esperada para 2024 é de 2,4%) e será um importante fator de suporte à despesa das famílias. Todavia, parte deste incremento será canalizado para o pagamento bruto de juros, que em 2024 poderão rondar os 5,5 mil milhões de euros (3,5 e 1,0 mm€ em 2023 e 2022, respetivamente), reduzindo a parte disponível para

### Evolução esperada para o RDB

(Acum. 4 trim., milhões de €)

	2T 2022	2T 2023	tvh	2024	tvh
Massa salarial	108.955	119.582	9,8	131.625	5,6
Rendimentos atividades autónomas	38.724	40.043	3,4	42.405	2,9
Rendimentos de propriedade	8.335	9.645	15,7	10.746	0,0
Impostos	-16.140	-18.325	13,5	-19.891	0,4
Contribuições e prestações sociais	43.442	45.627	5,0	49.314	3,2
Transferências sociais em espécie	-24.118	-24.844	3,0	-26.188	4,1
<b>Rendimento disponível bruto</b>	<b>159.199</b>	<b>171.729</b>	<b>7,9</b>	<b>188.011</b>	<b>4,8</b>

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

1. Ver o artigo «Portugal em 2023: ano de cerrar os dentes» no IM11 de 2022

2. O Governo assinou um acordo de rendimentos com os parceiros sociais para 2024, prevendo um aumento de 7,9% do salário mínimo e de 5% dos restantes salários.

3. Com exceção dos rendimentos de propriedade, para os quais assumimos que em 2023 cresceriam ao ritmo observado até ao 1S 2023 (cerca de 16%) e que em 2024 estabilizariam. Os rendimentos de propriedade representam cerca de 5% do rendimento disponível bruto.

consumo. Outros fatores que tenderão a ditar a evolução do consumo em 2024 são a possibilidade de que as famílias adotem comportamentos mais cautelosos, precavendo-se face ao risco de agravamento adicional dos custos de financiamento, que, poderá ser compensado pela resiliência do mercado de trabalho – antecipamos abrandamento na criação de empregos, mas não redução dos mesmos – e por um comportamento mais benigno da inflação. Tudo somado, esperamos abrandamento moderado do consumo privado com um crescimento em 2024 de 0,7% (0,9% previsto para 2023).

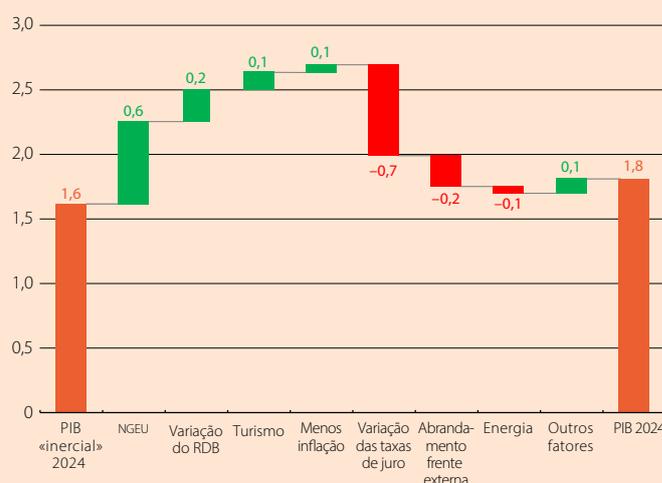
Pelo contrário, antecipamos que o investimento venha a acelerar face a 2023. É verdade que este também será condicionado pelo aumento dos encargos com juros e pelo aumento dos custos de financiamento. Todavia, a receção de fundos europeus será um importante propulsor desta variável. A reprogramação do PRR<sup>4</sup> traduziu-se no adiamento do pedido das tranches relativas a 2023, pelo que a sua receção só deverá acontecer no início de 2024; a estas acrescerá o pedido das tranches relativas a 2024. Mesmo admitindo que alguma delas resvale para 2025, o montante de fundos de que Portugal disporá em 2024, será muito superior ao dos anos anteriores, pelo que tendemos a acreditar que o investimento irá evoluir de forma muito positiva ao longo do ano.

O contributo da procura externa não será positivo em 2024. Por um lado, temos as exportações a desacelerarem, sofrendo o impacto do arrefecimento dos principais parceiros comerciais e de uma certa normalização do contributo do turismo, dada a normalização dos fluxos turísticos no pós pandemia. Por outro, temos as importações, que a confirmar-se o nosso cenário para o investimento, irão crescer mais do em 2023.

Tudo somado, como se pode ver no gráfico, os ventos de proa e de cauda parecem equilibrados, contudo 2024 irá começar dominado por uma grande incerteza que poderá traduzir-se no agravamento dos ventos de proa. O risco de intensificação do conflito israelo-palestiniano, com impacto no preço das *commodities* energéticas. A materialização deste risco implicaria mais inflação e, provavelmente, maior restritividade por parte do BCE com impacto considerável no crescimento. Neste caso, o impacto já negativo do aumento esperado no preço do petróleo, agravar-se-ia; o contributo positivo associado a um cenário mais benigno para a inflação desapareceria (ou tornar-se-ia mais um vento de proa...); e o impacto negativo associado à desaceleração dos parceiros comerciais seria maior ao estimado no cenário central. Ou seja, a nossa previsão de um crescimento de 1,8% ficaria comprometida. Tudo somado, existem condições para que a resiliência da economia portuguesa subsista em 2024, mas os riscos e fatores externos são significativos, gerando de novo elevada incerteza no cenário.

Tiago Belejo Correia e Teresa Gil Pinheiro

**PIB 2024: contribuições para o crescimento**  
(Pontos percentuais)



**Nota:** PIB «inercial» 2024 refere-se a aquele que resultaria de não contemplar os efeitos extraordinários e 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 2023.

4. O Regulamento do Mecanismo de Recuperação e Resiliência prevê ajustes na distribuição dos fundos do NGEU pelos vários países em função do crescimento acumulado do PIB real em 2020-21, que no caso de Portugal foi negativo, traduzindo-se no incremento da dotação de fundos para 22,2 mil milhões de euros.