

Novo cenário económico para a economia internacional

A economia mundial tem demonstrado uma resiliência notável nos últimos trimestres e consideramos que poderá ter crescido cerca de 3,0% em 2023. Os Estados Unidos foram um dos principais impulsionadores do crescimento no ano passado, revelando um dinamismo notável que os levou a superar todas as expectativas. Há muito que desapareceram os cenários em que se previa que o aperto monetário, num contexto de ausência de estímulos fiscais, arrastaria a economia para a recessão, uma possibilidade até levantada pela Fed. A realidade é que o PIB dos EUA alcançou um crescimento médio trimestral de 0,8% (acima da sua média de longo prazo pré-COVID), com uma segunda metade do ano excepcional, elevando o crescimento do PIB de 2023 no seu conjunto para 2,5%, em comparação com os 0,5% previstos no início do ano passado. Tal dinamismo da economia obrigou a uma mudança completa do discurso e há mesmo quem defenda uma *no landing* da economia americana. A nossa posição é um pouco mais conservadora e continuamos a prever um abrandamento para o ano inteiro, para taxas intertrimestrais entre 0,3% e 0,4%, um pouco abaixo do potencial. Não obstante, o «efeito de arrastamento» de um segundo semestre de 2023 particularmente dinâmico, associado a um início de ano mais expansionista do que o inicialmente previsto, levamos a rever o crescimento para 2024 para 2,2%, quase 1,4 p.p. acima da previsão inicial.

PIB: Zona Euro e EUA

Variação em termos trimestrais (%)



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

O consumo privado, o principal motor do crescimento em 2023, deverá perder algum ímpeto este ano, visto que a almofada de poupança extra acumulada durante a pandemia está quase esgotada: de mais de 8,0% do PIB no final de 2021, é agora de apenas 0,7%. Além disso, é provável que o mercado de trabalho comece a «normalizar-se» de forma ordenada, com uma geração de emprego inferior à atual, mais consentânea com uma economia de crescimento mais lento e um desemprego muito baixo. É igualmente expeável um arrefecimento das despesas públicas, dada a necessidade de controlar a evolução dos crescentes défices orçamentais (acima de -8,0% do PIB em 2023, segundo as estimativas do FMI), que nos próximos anos continuarão a ser condicionados pela pressão do envelhecimento da população sobre as despesas públicas e pelos pesados juros gerados por uma dívida pública em máximos históricos (acima de 123% do PIB em 2023, segundo o FMI). Mas parte da perda de dinamismo que prevemos para o consumo total será compensada pelo investimento, nomeadamente o investimento residencial, que beneficiará de um ambiente de taxas de juro mais baixas.

IPC: Zona Euro e EUA

Variação homóloga (%)



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

Neste contexto de um tímido arrefecimento da economia dos EUA, a inflação está a convergir para 2,0%, um pouco mais lenta do que o esperado devido à resiliência descendente das medidas subjacentes à inflação, especialmente a componente *shelter* (ver Nota Breve), que pesa mais de 40% da inflação subjacente e está a evoluir com um certo desfasamento. Em suma, continuamos a prever uma descida da inflação, apesar de subidas ocasionais e transitórias (ver o artigo «A última milha da inflação nos EUA» neste Dossier).

Quanto à Zona Euro, as expectativas continuam a apontar para uma fraqueza acentuada: no final de 2023, em que uma «recessão» técnica é evitada por pouco, o início do ano é ainda

fraco (ver a situação em Internacional). Esta apatia é mais acentuada na Alemanha e em França, onde os respetivos governos reviram em baixa, em fevereiro, as suas previsões de crescimento para 2024: para 0,2% de 1,3% para a Alemanha e para 1,0% de 1,4% para a França. O nosso cenário sempre foi bastante cauteloso e temos vindo a apontar as dificuldades da economia da Zona

Euro em recuperar taxas de crescimento próximas do seu potencial, com um início de 2024 de estagnação prática.

Não obstante, continuamos confiantes na capacidade de resistência da economia da Zona Euro, especialmente após o verão: o consumo e o investimento serão apoiados pela descida prevista da inflação e das taxas de juro. Além disso, deve também ser tido em conta o impacto positivo no crescimento da aplicação dos fundos europeus ainda por desembolsar: segundo a Comissão, este ano serão concedidos mais 100 mil milhões de euros de fundos do NGEU, depois de já terem sido distribuídos cerca de 290 mil milhões de euros (menos de 35% do total) desde 2021. A Comissão calcula que, graças aos fundos do Next Generation EU, o PIB real da UE será 1,4% mais elevado em 2026 do que num cenário sem estes fundos. Estes fatores ajudarão a compensar um impulso orçamental que será menor do que em anos anteriores, uma vez que, após anos de políticas orçamentais muito expansionistas para contrariar o impacto da COVID e da guerra na Ucrânia, o Pacto de Estabilidade e Crescimento foi reativado em 1 de janeiro, pelo que os governos devem começar a ajustar gradualmente as suas políticas orçamentais para convergir para os objetivos de médio prazo do défice e da dívida de 3,0% e 60% do PIB, respetivamente.

Por conseguinte, deixamos a previsão de crescimento da Zona Euro para 2024 globalmente inalterada em 0,7%, com ajustamentos mínimos em baixa na previsão para a Alemanha (-0,1 p. p. para 0,2%), compensados por revisões marginais em alta em Itália e França (para 0,6% em ambos os casos) e pelo dinamismo substancial que continuamos a observar para a economia espanhola (0,6% em ambos os casos). A economia espanhola continua a registar um dinamismo substancial (+0,5 p. p. para 1,9%) (ver o artigo «Novo cenário económico: a economia espanhola enfrenta 2024 com melhores perspetivas», neste Dossier). Os riscos para estas perspetivas estão, no entanto, concentrados no lado negativo, sendo a Alemanha a principal fonte de incerteza. O seu sector industrial continua a sofrer com a perda de competitividade e com o aumento dos custos associados aos preços do gás que, apesar de moderados, continuam a ser o dobro dos níveis anteriores à guerra, num contexto de queda das exportações devido ao abrandamento económico mundial.

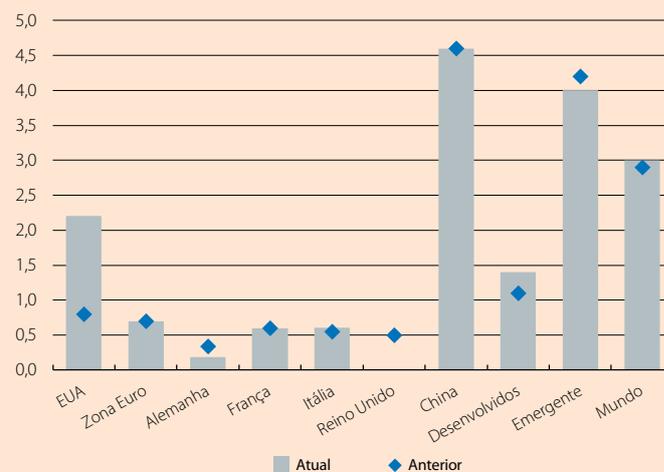
Neste contexto de apatia económica, e após uma queda acentuada da inflação em 2023, tanto global (situou-se em 5,4%, após 8,4% em 2022) como subjacente (4,9% vs. 3,9% em 2022), continuamos a esperar que a inflação diminua ao longo de 2024. Os bons dados relativos ao final de 2023 e a descida dos preços futuros da energia que os mercados esperam levam-nos, de facto, a baixar a previsão para 2024 da inflação global para 2,2% (3,1% anteriormente) e da inflação subjacente para 2,6% (3,0% anteriormente).

Perspetivas globais

A melhoria das previsões de crescimento dos EUA explica por que razão aumentámos o crescimento estimado em 2024 para o conjunto das economias desenvolvidas em 0,4 p.p. para 1,4%, após 1,6% em 2023. Relativamente aos mercados emergentes, reduzimos em 0,2 p.p. para 4,0% o crescimento estimado para 2024 (4,0% previsto em 2023) e deixamos praticamente inalteradas as previsões para os BRIC, a Turquia e o México; embora, com a realização de eleições presidenciais ou parlamentares no final do ano na Índia, no México e na Rússia, os dados possam ser mais voláteis do que o habitual. Assim, o crescimento mundial (agregado em termos de paridade de poder de compra) em 2024 é revisto em 0,1 p.p. para 3,0%, correspondendo ao crescimento que se espera ter sido alcançado em 2023. No que respeita à inflação em 2024, as revisões são muito mais modestas: deixamos a inflação global praticamente inalterada em 5,2%, uma vez que a revisão em baixa de 0,2 p.p. para 2,5% no bloco desenvolvido é quase compensada pela revisão em alta de pouco mais de 0,1 p.p. para 7,2% na inflação do bloco emergente. Uma grande parte destas projeções baseia-se num cenário energético bastante contido, em que não se prevêem tensões graves entre a oferta e a procura ao longo do horizonte de previsão. Com efeito, para o preço do crude, antecipamos uma modesta trajetória descendente que o levaria a transacionar em cerca de 78 dólares por barril em dezembro de 2024 (sem alterações relevantes face ao cenário anterior), enquanto que para o preço do gás, prevemos que o preço do gás termine o ano a transacionar em cerca de 35 euros/MWh, quase 18 euros abaixo da estimativa anterior.

Projeções de crescimento do PIB até 2024

Crescimento anual (%)



Fonte: BPI Research.

Perspetivas de política monetária

A descida das taxas de juro é, como já foi referido, uma das chaves para as perspetivas da atividade económica, especialmente nas economias avançadas. A forte queda da inflação até 2023 e a expectativa de que, embora de forma mais gradual, os preços continuem a desacelerar em 2024 abrem a porta para que a Fed e o BCE comecem a baixar as taxas nos próximos trimestres. A nossa expectativa é que os primeiros cortes ocorram em junho e, dado o poder de comunicação deste primeiro corte, continuem nos meses seguintes. Contudo, depois de mais de dois anos com a inflação significativamente acima do objetivo de 2%, e num contexto de um mercado de trabalho forte em ambos os lados do Atlântico, acreditamos que tanto a Fed como o BCE manterão uma tendência anti-inflacionista e, salvo alterações no cenário, preferirão uma trajetória descendente bastante gradual. As nossas previsões prevêem, portanto, cortes de 100 p.b. por parte da Fed e do BCE ao longo de todo o ano, terminando 2024 com o *fed fund* a 4,50% e a *depo* a 3,00%, respetivamente.

Novo cenário macroeconómico para Portugal reflete novos dados, mas enquadramento não se altera

Com a publicação da quase totalidade das principais variáveis macroeconómicas relativas a 2023, ajustámos o nosso cenário macroeconómico. Esta revisão focou-se prioritariamente no PIB e componentes, inflação, mercado de trabalho e mercado imobiliário e, genericamente, reflete apenas pequenos ajustamentos na maioria das variáveis, com exceção da alteração das previsões no mercado imobiliário residencial, de maior dimensão, e que explicamos em seguida.

Começando pela atividade económica, a revisão das perspetivas de crescimento do PIB entre 2024 e 2026, não reflete a alteração substancial do enquadramento económico de Portugal, mas apenas a incorporação de novos dados e ajustamentos na perspetiva de evolução da política monetária do BCE. De facto, em termos acumulados antecipamos que nestes 3 anos a economia avance 6,6%, apenas menos 1 décima do que esperávamos em setembro. Começando por 2024, revimos a previsão de crescimento para 1,6%, menos 2 décimas do que o esperado em setembro, que fundamentalmente antecipa um crescimento mais moderado na primeira metade do ano, quando as condições monetárias ainda se situam em terreno restritivo, e uma recuperação mais acentuada na segunda parte do ano, quando a consolidação de processo de desinflação se refletir na redução do grau de restritividade da política monetária do BCE. Em 2024, o crescimento será especialmente impulsionado pela procura interna, na medida em que o consumo privado continua suportado por um mercado de trabalho resiliente e pelo investimento que tenderá a ser suportado pelos fundos europeus. Neste cenário antecipamos um crescimento mais forte das importações face ao que terá sido em 2023, enquanto que as exportações poderão ter um comportamento um pouco mais débil, refletindo a fragilidade da atividade nos principais parceiros comerciais. Para 2025 e 2026, antecipamos um cenário em que o crescimento trimestral se aproxima da média observada nos 5 anos anteriores à pandemia, beneficiando da execução das alterações estruturais necessárias à receção dos fundos europeus.

A taxa de inflação registou um comportamento mais positivo do que o esperado em 2023, com os preços a desacelerarem mais do que o esperado nos últimos meses de ano. Assim, a inflação ficou em 4,3% no ano passado, menos três décimas do que prevíamos, o que por si só se traduziria numa revisão em baixa da perspetiva de evolução da inflação em 2024. Contudo, outros fatores contribuirão para o comportamento dos preços ao longo deste ano: por um lado, esperamos que os bens energéticos evoluam favoravelmente, na medida em que a procura global será débil e porque há aumento da oferta de crude por parte de produtores não pertencentes à OPEP (compensando os cortes deste organismo). Mas este fator, que tenderia a reforçar o processo de desinflação, será compensado pelo impacto do fim do IVA zero nos bens alimentares e pela incorporação de alterações em alguns preços administrativos, nomeadamente rendas e *utilities*. Desta forma a alteração introduzida no nosso cenário é muito marginal, refletindo-se em 2024, numa revisão da taxa de inflação para 2,3%, apenas 1 décima menos do que prevíamos em setembro. Contudo, a revisão da previsão da inflação subjacente, que não considera preços dos bens energéticos e alimentares, reforça a expectativa de consolidação do processo de desinflação. Com efeito, revimos a nossa estimativa para a inflação subjacente média em 2024 para 2,4%, menos quatro décimas do que esperávamos em setembro.

No mercado de trabalho ajustámos as perspetivas de evolução na criação de emprego e na evolução da taxa de desemprego. Resumidamente, antecipamos que a economia continue a criar emprego, na medida em que a escassez de mão de obra continua a ser assinalado como um dos principais problemas para o desenvolvimento da atividade. De facto, este é o primeiro obstáculo à atividade referido pelo setor da construção e obras públicas e o segundo nos setores industrial e dos serviços. Adicionalmente o facto de o rácio de vagas de emprego por pessoa desempregada continuar elevado face ao seu comportamento histórico, suporta a permanência de um ambiente de resiliência neste mercado. Contudo, revimos em alta as nossas estimativas para a taxa de desemprego, pois antecipamos que a imigração continue a mais que compensar o saldo natural (embora numa menor escala do que nos últimos anos), implicando aumento da população ativa, e isto associado à expectativa de que ao longo do período a capacidade de criação de emprego por parte das empresas se reduza, diminuindo ou atrasando a capacidade de absorção de novos trabalhadores.

Novo cenário macroeconómico

	2022	2023	2024	2025	2026	Acum. 2024-2026
PIB						
Fev. 2024	6,8	2,3	1,6	2,3	2,5	6,6
Set. 2023	6,8	2,4	1,8	2,5	2,4	6,7
Taxa de inflação						
Fev. 2024	7,8	4,3	2,3	2,0	2,0	6,5
Set. 2023	7,8	4,6	2,4	2,1	2,0	6,6
Preços das casas						
Fev. 2024	12,6	8,1	3,5	2,0	2,5	8,1
Out. 2023	12,6	7,1	-0,1	1,2	2,5	3,6
Taxa de desemprego						
Fev. 2024	6,2	6,5	6,7	6,5	6,5	0,0
Set. 2023	6,0	6,6	6,5	6,3	6,1	-0,5

Fonte: BPI Research.

Assim, revimos em mais duas décimas a nossa previsão para a taxa de desemprego em 2024-25 e em mais 4 décimas em 2026. Ainda assim, continuará a caracterizar-se por elevado grau de resiliência, dando suporte ao consumo privado.

Finalmente, o mercado imobiliário, onde as revisões foram mais substanciais. Começamos pelo facto de o dado final para 2023 não ser ainda conhecido, mas sabemos que o crescimento dos preços no terceiro trimestre foi mais forte do que considerávamos em setembro e os indicadores preliminares relativos ao último trimestre de 2024 sugerem que o ritmo de crescimento dos preços irá superar a nossa previsão de setembro. Assim, temos um primeiro efeito associado à revisão do efeito de arrastamento que se estima superior a 2%, mais 1,7 pontos percentuais do que antecipávamos em setembro. A este fator acresce a permanência de fatores de suporte ao mercado como o aumento da imigração, com impacto na procura de casa, a escassez da oferta e a melhoria dos critérios de acesso a crédito à habitação, nomeadamente o aumento de operações realizadas a taxa fixa e o facto do nível de incumprimento neste tipo de crédito permanecer reduzido. Estes fatores favorecem um crescimento mais forte do que anteriormente esperado dos preços nos imobiliário residencial, mantendo-se, no entanto, uma perspetiva de moderação no ritmo de expansão, refletindo menor procura por via dos custos de financiamento permanecerem elevados, sobretudo na primeira metade do ano.

Novamente este ano, o cenário está sujeito a um elevado grau de incerteza, desta vez resultante do rebentamento da guerra na Terra Santa. Até agora, as alterações que tal guerra implicou nos transportes marítimos de mercadorias, não se traduziram em alterações significativas nos custos de produção e de transporte, fazendo-nos antecipar que não haverá impactos notórios no processo de desinflação, permitindo que os bancos centrais iniciem o ciclo de redução das taxas diretoras em meados do ano. No entanto, este é um risco latente e a eventualidade de um alargamento do conflito a outros países pode alterar esta situação, provocando encarecimento das mercadorias e até disrupções na sua oferta, atrasando a redução da inflação, prolongando o ambiente monetário restritivo, com impacto nas decisões dos agentes económicos. Contudo, este não é o cenário central, pelo que continuamos razoavelmente otimistas quanto à evolução da economia portuguesa em 2024.