

Boletim Económico da

Primavera

www.jornaleconomico.pt



Valery Tenevov/unsplash

ANÁLISE

O efeito 'matrioska' da guerra na Ucrânia nas exportações e retoma portuguesa

Como na 'matrioska', efeitos do conflito militar terão várias facetas: subida dos custos energéticos e inflação são as mais visíveis. Deterioração financeira dos parceiros comerciais significará menos compras a Portugal, ameaçando retoma. ■ P2

ENTREVISTA

"O mais provável é que a economia portuguesa saia prejudicada" do conflito militar

Economista diz que inflação vinha a colocar um ponto de interrogação na retoma económica e que guerra gera agora ainda mais incerteza. ■ P4



Miguel Faria e Castro
Economista do Banco da Reserva Federal de St. Louis

EDITORIAL

O nevoeiro da guerra



Filipe Alves
Diretor do Jornal Económico

A invasão da Ucrânia pela Rússia está a chocar o mundo, com as forças de Vladimir Putin a provocaram um enorme rasto de morte e destruição sem precedentes no Velho Continente desde 1945. E além das consequências em termos de vidas perdidas ou destruídas, haverá um impacto a nível económico cujo verdadeiro alcance ainda ninguém consegue antecipar.

Por um lado, temos a questão dos preços da energia. A Europa vai ter de encontrar novos fornecedores para o gás natural e de acelerar a transição rumo a energias verdes e 'limpas'. A geopolítica assim obriga, porque a menos que o regime russo caia nos próximos anos (e, a propósito, todos nos recordamos da rapidez com que a URSS desabou, no final dos anos 80), o que aconteceu nos últimos dias não permitirá que, tão cedo, as relações comerciais e económicas entre a União Europeia e a Rússia voltem a ser como antes, mesmo que entretanto a guerra termine.

Estamos numa altura em que, um pouco por toda a Europa de Leste, milhões de famílias se preparam para a eventualidade de a guerra alastrar à Polónia, à Roménia ou aos países bálticos

Por outro, temos a incerteza. Nada é pior para quem investe do que a incerteza, o não saber com o que contar. Estamos numa altura em que, um pouco por toda a Europa de Leste, milhões de famílias se preparam para a eventualidade de a guerra alastrar à Polónia, à Roménia ou aos países bálticos. Segundo foi noticiado, os comprimidos de iodo esgotaram nas farmácias desses países, num arrepiante sinal de que, após o crescendo da retórica belicista dos últimos dias, muita gente acredita na possibilidade de uma guerra nuclear, ou pelo menos considera que esse risco se tornou mais perceptível. Neste contexto, os pressupostos macroeconómicos com que contávamos há apenas duas semanas deixaram de ser válidos. Por fim, também as prioridades dos governos vão passar a ser outras, com a Alemanha a protagonizar a mais significativa viragem com o aumento dos gastos com a defesa. ■

BARÓMETRO

Optimismo moderado em relação à retoma da economia portuguesa

Os efeitos do conflito militar levam a uma maior moderação das expectativas quanto à retoma no painel dos seis economistas ouvidos pelo JE. ■ P6

CALENDÁRIO

Fique a par das datas de divulgação de indicadores e notas de rating até maio

Conheça o calendário para a divulgação de indicadores macroeconómicos e de notações financeiras previstos até final de maio. Incluídos neste calendário estão as divulgações programadas pelo INE, o Eurostat, BCE, o Banco de Portugal e a agência de notação financeira Fitch. ■ P8



PROJEÇÕES ECONÓMICAS

O efeito ‘matrioska’ nas exportações e retoma nacionais

Como na ‘matrioska’, os efeitos do conflito militar têm várias faces. O aumento dos custos energéticos e inflação são os mais visíveis. Deterioração financeira dos parceiros comerciais, logo menos compras a Portugal, ameaçando a retoma.

JOÃO BARROS E LÍGIA SIMÕES
jbarros@jornaleconomico.pt

As exportações tiveram um papel decisivo na recuperação da economia entre a crise global financeira e a pandemia, passando de 47,9 mil milhões de euros em 2009 para os 93,7 mil milhões em 2019, antes de a pandemia interromper estes onze anos de crescimento do indicador. Com a Covid, a situação alterou-se, voltando o país a uma balança comercial deficitária, algo que não se verificava desde 2011. Numa altura em que se apostava na inversão deste saldo, o conflito entre a Rússia e a Ucrânia coloca agora novos receios quanto à evolução das exportações e à prospetivada retoma, que já estava condicionada pela inflação que em fevereiro atingiu os 4,2%. Efeitos da guerra poderão, assim,

surgir em diferentes intensidades na zona euro, assumindo, tal como na ‘matrioska’, diversas faces de uma nova crise pré-anunciada.

Para o presidente da Confederação Empresarial de Portugal (CIP), o impacto económico em Portugal do conflito entre a Ucrânia e a Rússia decorre principalmente da forte dependência europeia relativamente ao gás natural, uma vez que perto de 40% do gás importado pela Europa é proveniente da Rússia. “O impacto nas empresas portuguesas será direto, pelo aumento dos custos energéticos, e indireto, uma vez que toda a economia europeia será afetada”, defende António Saraiva. Realça que “a economia portuguesa está ameaçada por esta questão geopolítica”, considerando que a intensidade destes impactos “dependerá da evolução do conflito, da sua du-

ração, das sanções económicas a ele associadas”.

No imediato, a guerra na Ucrânia pode afetar os sectores da cortiça, alimentar, calçado, vinho e turismo - os mais expostos aos riscos de perturbação no comércio. Em todo o caso, diz Saraiva, não será este o fator que mais impacto terá na economia portuguesa, dado o peso modesto que as exportações e importações destes mercados tem no nosso comércio internacional. A Rússia absorve 0,3% do total das exportações portuguesas e dela provem 0,8% do total de importações; relativamente à Ucrânia, os números são 0,1% e 0,3%, respetivamente.

Um dado é certo. A resistência do tecido exportador português mostrou-se maior do que se inicialmente esperava, e em 2021, as exportações de bens conseguiram mesmo ultrapassar o valor verifi-

cado no pré-pandemia, com 62 mil milhões de euros contra 57,9 registados em 2019. Este resultado foi conseguido apesar do aumento da inflação na zona euro, que ameaçava já na segunda metade do ano passado afetar o dinamismo da recuperação europeia. No caso português, a pressão nos preços manteve-se, até agora, mais baixa do que no resto dos países da moeda única, o que poderia beneficiar as nossas exportações, mas o caso não é assim tão linear. Sendo uma situação decorrente dos preços da energia, a inflação portuguesa, ainda que menos expressiva do noutras congéneres europeias, “coloca as empresas com menos margem de manobra para aguentar os aumentos” do custo dos inputs energéticos, explica Pedro Braz Teixeira, economista do Gabinete de Estudos do Fórum para a Competitividade. Por outro

A inflação portuguesa, ainda que menos expressiva do noutras congéneres europeias, “coloca as empresas com menos margem de manobra para aguentar os aumentos”, diz Pedro Braz Teixeira



Reuters

MACROECONOMIA

Guerra trava aumento do PIB acima do previsto

Portugal (e o mundo) foi surpreendido pelo fator de incerteza à economia global. Efeitos do conflito militar da Ucrânia poderão conduzir a um menor crescimento económico da zona euro.

LÍGIA SIMÕES

asdsad@jornaleconomico.pt

Na semana passada, o economista-chefe do Banco Central Europeu (BCE), Philip Lane, deixou o aviso: o conflito na Ucrânia pode reduzir o crescimento do PIB da zona do euro entre 0,3% e 0,4% neste ano. Este foi o “cenário intermédio” apresentado por Lane em reunião do Conselho do BCE, em Paris a 24 de fevereiro, horas depois de a Rússia ter invadido a Ucrânia. Já no cenário mais severo, no limite, essa queda pode ir até 1% do PIB da zona euro que, antes do conflito, esperava crescer 4% este ano. Já para o vice-presidente da Comissão Europeia, Valdis Dombrovskis, “é demasiado cedo para estimar impactos quantitativos”, mas sinalizou a 25 de fevereiro que “algumas avaliações preliminares apontam para a possibilidade de poder pesar no crescimento”.

Os impactos do conflito entre a Rússia e Ucrânia no crescimento económico – que em Portugal economistas fazem depender da extensão e duração desta guerra – surgem depois do ministro das Finanças, João Leão, ter sinalizado no final do ano passado, que a recuperação económica em Portugal “tem sido tão forte” (em 2021, o PIB cresceu 4,9%, contra os 4,8% previstos) que o PIB poderá crescer em 2022 acima das próprias expectativas do Governo, de 5,5%. E em que a OCDE colocou Portugal a crescer 5,8% no próximo ano, acima das expectativas nacionais.

Na altura, e face à crise pandémica, João Leão ressaltou, no entanto, que se vive “um contexto de incerteza”, pelo que há que “ter a humildade de perceber que a pandemia pode surpreender” e “levar a impactos mais significativos sobretudo na Europa e que acabem por afetar Portugal”. Dois meses após esta ressalva do governante, Portugal e o mundo foram surpreendidos pelo fator de incerteza à economia global: um conflito militar de grandes dimensões que tem como efeitos esperados o aumento da inflação – que já estava a ser pressionada pelo aumento dos custos energéticos e logísticos-, abrandamento do consumo e investimento e instabilidade dos mercados financeiros.

Não é de estranhar por isso que o Governador do Banco de Portugal tenha admitido no início desta semana que a economia da Zona Euro poderá entrar numa situação

de estagnação e de altas taxas de inflação, na sequência do ataque militar da Rússia na Ucrânia. Segundo Mário Centeno, não se pode pôr de lado o risco de estagnação na zona euro, onde a economia estagnaria e observaria, ao mesmo tempo, altas taxas de inflação, que em fevereiro registou, em Portugal, a mais alta taxa desde outubro de 2011 ao atingir os 4,2%, segundo o INE e os 4,4%, de acordo com os dados do Eurostat divulgados esta semana para a Zona Euro, cujo bloco atingiu os 5,8%.

Em entrevista à agência Bloomberg, divulgada a 28 de fevereiro, Centeno afirmou: “estou convencido de que prevalecerá a tração de crescimento que a economia vinha seguindo”, acrescentando que ainda assim “um cenário próximo da estagnação não está fora das possibilidades que podemos enfrentar. Então, precisamos de ajustar nossas políticas a isso”.

BCE sob pressão

O governador do BdP e membro do conselho de governadores do Banco Central Europeu (BCE), em entrevista à agência Bloomberg defendeu ser favorável à “normali-

zação” da política monetária que vários responsáveis do BCE já sinalizaram nas últimas semanas, mas reconhece que o impacto da guerra na Ucrânia cria enorme incerteza em relação às próximas decisões do banco central, que se reúne já no próximo dia 10 de março.

Um dado é certo. Face à maior persistência da inflação na zona euro, o BCE poderá ter de adotar, a prazo, uma política monetária mais restritiva para travar a escalada dos preços na região da moeda única, que regista uma inflação de mais de 5%, em máximo histórico.

Mas as novas incertezas criadas pelo conflito militar, aumentam agora as dúvidas nos próximos passos do BCE que se preparava para a retirada das políticas de apoio à economia, confirmando o fim do programa de compras de dívida lançado durante a pandemia, definindo uma data para o fim do programa de compra de dívida que já existia antes da pandemia, abrindo caminho para a subida das taxas de juro ainda este ano.

O ataque russo complica agora a tarefa do BCE, pois vai ter de levar em conta o risco de retoma da economia europeia abrandar ou até ficar adiada, levando o banco central a reavaliar a rapidez da retirada das ajudas às economias com as suas taxas de juro nulas e as suas compras de dívida pública.

Reavaliado regresso de regras orçamentais da UE

No contexto do conflito militar, o vice-presidente da CE assegurou esta semana que Bruxelas estará disponível para ajustar a sua política se for necessário, numa altura em que as regras orçamentais deviam regressar em 2023 – a pandemia suspendeu a necessidade de cumprir o limite de 3% do PIB para o défice orçamental e de 60% para a dívida. A decisão de retomar estas regras será tomada na Primavera.

Os desenvolvimentos económicos, e o ritmo da recuperação, serão, pois, peças-chave para guiar os líderes políticos na retirada progressiva dos estímulos, quer monetários quer orçamentais. Reconhecendo o impacto negativo da guerra provocada pela invasão russa da Ucrânia, Bruxelas mantém a tônica na flexibilidade ainda que recomende aos Estados-membros com dívida elevada o caminho da redução gradual da dívida, procurando um ajustamento orçamental em 2023. ■

lado, ao deteriorar a situação dos nossos principais clientes, estes ficam com menor rendimento disponível, o que significa menos compras de bens às empresas portuguesas.

Novo embate para o Turismo

No campo dos serviços, o cenário é menos tranquilizante. O principal serviço exportado pelo país, o turismo, foi dos sectores mais afetados pela pandemia, especialmente num destino muito dependente do mercado externo como Portugal. As restrições às viagens internacionais mantiveram-se durante largos períodos de 2021, incluindo no final do ano, quando a recém-descoberta Ómicron levou a uma reimposição de medidas mais musculadas na contenção da Covid-19. O início de 2022 trouxe uma esperança renovada entre os empresários do sector numa recuperação que levou o número de hóspedes e dormidas de volta aos 29,5 milhões e 77,8 milhões, respetivamente, mas as perspetivas rapidamente se deterioraram.

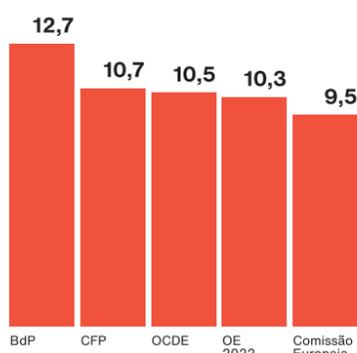
“Se a diminuição dos impactos da pandemia começava a ser uma realidade, o que antevia para 2022 uma época alta do turismo que poderia ser o primeiro passo para a recuperação da atividade, neste momento, perante a situação de guerra no Leste da Europa, que terá consequências de difícil quantificação para o turismo e para toda a economia, é impossível fazer qualquer tipo de previsões seja a curto, médio ou longo prazo”,

expõe Francisco Calheiros, presidente da Confederação do Turismo de Portugal. O mercado russo não é expressivo nos turistas que visitam Portugal, não entrando nas 13 nacionalidades que mais escolheram o país para férias em 2019, mas os efeitos serão de outra natureza, projeta Francisco Calheiros.

“Os impactos irão sentir-se devido a toda a situação de guerra, já que as consequências irão atingir toda a economia, incluindo os rendimentos das famílias, que poderão ter menos meios financeiros para aplicar em férias, ao que se junta as questões de insegurança que as pessoas possam sentir na atual conjuntura”, observa. ■

PROJEÇÕES DAS EXPORTAÇÕES PORTUGUESAS PARA 2022

Valores em %



Fonte: O Jornal Económico



Mário Centeno
Governador do BdP



Valdis Dombrovskis,
Vice-presidente da Comissão Europeia

ENTREVISTA | **MIGUEL FARIA E CASTRO** | Economista Sénior da Reserva Federal de St. Louis

“O mais provável é que a economia portuguesa saia prejudicada” do conflito na Ucrânia

A inflação vinha colocando um ponto de interrogação na recuperação económica europeia, gerando expectativa para uma possível subida das taxas de juro ainda este ano, mas a guerra na Ucrânia gera ainda mais incerteza. Em Portugal, consolidação orçamental deve continuar.

JOÃO BARROS
jbarros@jornaleconomico.pt

Quais serão os principais efeitos do conflito na Ucrânia na economia europeia?

Isto vai ter impacto em várias frentes: para começar, é uma grande perturbação para o sector da energia. Assistimos ao preço do Brent ultrapassar os 100 dólares, algo que não víamos desde 2014. Um aumento deste género do preço do petróleo é um choque de procura agregada que pode conduzir a estagflação, uma situação com atividade económica deprimida e simultaneamente inflação elevada. Isto, por sua vez, vai complicar ainda mais a situação que o BCE tem a braços, pois não é óbvio como política monetária deverá responder a uma situação destas. Com um mandato único, o BCE tem - no papel - o objetivo de conter inflação, o que implicaria retirar estímulos e pioraria a situação de atividade económica. Por outro lado, se não o fizer, há sempre o risco de que um período de inflação elevada sem ação por parte do banco central leva a um “desancoramento” das expectativas de inflação de longo prazo, algo que é muito perigoso pois pode levar a espirais de inflação e torna-se muito mais difícil de resolver.

Ironicamente, isto poderá ter alguns benefícios para países como Portugal que são neste momento os grandes beneficiários de alguns dos programas de estímulos, pois é possível que o BCE seja tentado a atrasar o seu plano de normalização de política monetária e a manter os estímulos por mais algum tempo. Apesar disto, o mais provável é que a economia portuguesa saia prejudicada da crise, sendo afetada não apenas diretamente pelo choque negativo de oferta que descrevi, mas também com um choque negativo de procura externa devido ao arrefeci-

mento das economias dos seus principais parceiros comerciais.

Numa altura em que terá de dar orientações aos países sobre a política orçamental de 2023, a Comissão Europeia prepara-se para usar toda a flexibilidade. Bruxelas deverá ser tolerante, desviando os olhos da exigente regra da redução da dívida pública?

Penso que sim. Quando o Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC) foi desenhado, em meados dos anos 90, estávamos numa época em termos de história macroeconómica é conhecida como ‘A Grande Moderação’, em que a maior parte das economias ocidentais tinham passado por estagflação nos anos 70 e depois no início dos anos 80 há inovações em termos de política monetária e orçamental que levam a um período de décadas de relativa estabilidade macroeconómica. Depois, em 2008, temos a crise financeira, que se contagia à Europa através da crise soberana. Isso foi o primeiro grande desafio e choque que a União Económica e Monetária sofreu desde que o PEC tinha sido desenhado e, na altura, houve alguma tentativa de aderir às regras do pacto, mas depressa se percebeu que isso seria contraproducente, porque obrigava à imposição de austeridade excessiva a economias que precisavam de algum estímulo para saírem da crise em que estavam.



É possível que o BCE seja tentado a atrasar o seu plano de normalização de política monetária e a manter os estímulos por mais algum tempo

Dez anos depois, temos outro enorme choque. Aquando do desenho do PEC, as taxas de juro a dez anos da dívida alemã pagavam cerca de 7-8%, as portuguesas estavam à volta de 12%; hoje em dia estão a -0,11% e a 0,5%, respetivamente. Faz sentido repensar, porque o pacto não foi feito tendo em conta estes grandes choques e porque as condições de financiamento dos Estados são muito diferentes das dos anos 90.

A atual regra é realista para países como Itália, que tem um rácio superior a 150% do PIB, ou ainda mais para a Grécia, cujo rácio é o dobro do PIB anual?

Não e por isso é que acho que estas regras vão ter de ceder. É impossível, seria uma catástrofe tentarmos reduzir estes rácios para os valores que o pacto prevê num curto intervalo. Mesmo que concordemos com os princípios do pacto - que eu, como acabei de explicar, não concordo -, não vejo como é praticável que as regras sejam implementadas.

Para países altamente endividados como é o caso da Grécia, Itália e Portugal, o ritmo de redução da dívida pública previsto nas regras orçamentais europeias pode ser considerado excessivo e prejudicial para a recuperação económica?

Acho que sim, estamos numa situação de grande pressão e necessidade de levar a cabo mudanças nas estruturas das economias avançadas, porque o cenário atual ao nível das alterações climáticas não é sustentável. Sabemos que os mercados privados não sabem lidar bem com estas mudanças, por isso terá de haver intervenção do Estado aqui e essa intervenção pode ser cara. Essa é outra razão pela qual acho que os critérios do PEC são completamente insustentáveis numa situação em

que é preciso grandes investimentos públicos para atingir estes objetivos.

A maioria absoluta conquistada nas últimas legislativas pelo PS pode contribuir para a trajetória de consolidação orçamental sustentável?

Parece-me ser essa a tendência em Portugal. Desde que o PS foi eleito, temos uma tendência de consolidação orçamental e, de um ponto de vista macro, parece-me a política apropriada. Sou muito keynesiano na abordagem à política orçamental, ou seja, que o Estado deve gastar em recessões, para ajudar a economia a sair, e deve poupar em expansões. Quando está tudo a correr bem, devemos reduzir défices, dívida pública e criar mais espaço orçamental para gastar durante uma recessão. Qualitativamente, tem sido essa a abordagem do anterior Governo socialista, e assumo que se mantenha. Outra coisa que reforça isto é não termos a ‘geringonça’ e a necessidade de agradar os partidos à esquerda na anterior legislatura ia contra esta tendência keynesiana. Isso é uma restrição política que desapareceu, por isso acho que a tendência se vai reforçar. Não é claro qual será o ciclo macro dos próximos anos, porque estamos a sair de um ciclo, para países como Portugal, muito favorável, excetuando a Covid: política monetária extremamente acomodativa, não tínhamos grande pressão por parte das instituições europeias para cumprir regras orçamentais e havia boas condições de procura externa. Agora temos outros riscos macro novos, pelo que vai ser interessante ver o que irá acontecer.

Portugal e Espanha são os países mais atrasados na recuperação do PIB na zona euro. Qual será o caminho que Portugal deverá seguir para reforçar o crescimento e qual





Foto cedida

é a importância dos investimentos e reformas estruturais?

Acho que não há, como se diz em inglês, uma *'silver bullet'*. Isto requer trabalhar em algumas frentes. Portugal é um país com algum potencial para tirar partido da transição climática e o PRR tem uma grande ênfase na transição climática, embora não tanto como gostaria. Um dos problemas do PRR é a ênfase excessiva em apoios sociais e não tanto em investimentos mais de longo-prazo. Isto é dinheiro a fundo perdido da UE, faria sentido usar, principalmente dado o baixo investimento público em Portugal, para fins de mais longo-prazo. Para isso servem os orçamentos anuais. Essa é a minha principal crítica ao Governo do PS. A nível de disciplina orçamental tem feito um trabalho relativamente bom, também muito ajudado pelas condições externas, mas quando olhamos para a composição dos orçamentos acho que há uma ênfase excessiva em despesas correntes e tem havido cortes enormes em termos de investimento público. O capital público é essencial para a produtividade do país e aquilo que assistimos em alguns sectores é uma lenta erosão deste capital. Isso vai ter consequências de longo-prazo para a produtividade do país. Depois há toda uma série de reformas estruturais que a meu ver são necessárias para o país. O mercado de trabalho é fundamental, o facto de termos um mercado de trabalho a duas velocidades com uma classe protegida, que tendem a ser trabalhadores mais velhos, e outra muito precária, de trabalhadores mais novos, e a forma como estes tipos de trabalhadores são tratados é muito diferente. Esta é uma das principais razões porque continuamos a assistir a uma grande emigração de mão-de-obra qualificada. No geral, para os jovens Portugal não parece um país com perspectivas muito animadoras e acho que isso está profundamente ligado a um mercado de trabalho disfuncional.

A pandemia aumentou também os riscos financeiros no setor empresarial, e os bancos portugueses enfrentam um elevado nível de empréstimos não produtivos. Devem ser reforçados os incentivos aos bancos para reduzirem o nível de ativos de alto risco?

Depois da crise financeira, houve esta reforma enorme da forma como a regulação financeira é feita, um conjunto de novas regras que tinham como fim evitar que bancos e instituições financeiras arriscassem tanto como antes da crise, e acho que uma grande parte dessas reformas foram bem-sucedidas, na medida em que o sector financeiro tradicional tem reduzido bastante a sua exposição ao risco. Portugal é um caso mais idiossincrático, tivemos falências de bancos bastante grandes e isso se calhar levou a um escrutínio adicional de como o sistema funciona. À partida não estaria muito preo-

cupado com a estabilidade do sistema financeiro. Tinha algumas preocupações no início da pandemia, especialmente com a questão das moratórias, uma política que foi, ex-post, bastante bem-sucedida. Em finais de 2020 achei que isto era uma bomba-relógio prestes a explodir. Lembro-me de fazer contas e verificar que se cerca de 20% do crédito total em moratória entrasse em incumprimento, isso mais que eliminava o capital próprio total do sistema bancário português. Com as moratórias em phase-out, parece que conseguimos sair daí. Com a perspectiva das subidas das taxas de juro, acho que será interessante, ainda que do ponto de vista mau. As subidas das taxas podem ter dois efeitos na saúde financeira dos bancos: o aumento das taxas de juro tende a levar a um aumento da margem financeira dos bancos, que aumentam os seus lucros e contribui para a acumulação de capitais próprios; mas também pode levar ao aumento dos incumprimentos, temos muitas empresas com empréstimos e a grande maioria dos empréstimos a empresas e individuais em Portugal são com taxas variáveis, normalmente indexadas à Euribor, pelo que vai haver um impacto direto do aumento dos juros na capacidade destas entidades de satisfazerem as suas obrigações financeiras e isso pode ter um impacto negativo nos bancos. Esta reforma da supervisão financeira teve uma grande ênfase em reestruturar a forma como os bancos gerem o seu risco e conto, se calhar ingenuamente, que os bancos em Portugal tenham sistemas com este tipo de situações em consideração.

Os resultados do comércio internacional demonstram que as empresas portuguesas têm enfrentado da melhor maneira as dificuldades da conjuntura internacional?

Em termos de bens sim, mas de serviços não, porque o principal serviço que exportamos é o turismo, que foi um dos sectores mais afetados. A situação pandémica foi um choque completamente sem precedentes à economia global e um choque muito interessante, porque não foi um choque tradicional em macroeconomia, com uma grande contração da procura agregada. Isto foi um choque que misturou contração da procura e da oferta e houve enormes alterações na composição do consumo das famílias, uma grande mudança de serviços e bens duradouros. Uma parte significativa das exportações portuguesas são bens duradouros, portanto nesse aspeto a pandemia até foi um período bom, porque havia muita procura por esse tipo de bens. O sucesso dos sectores exportadores depende sempre das condições da procura externa e neste momento o grande risco macro é a inflação, os grandes bancos centrais terão de responder a esta inflação e uma das formas é arrefecer a procura. Isto pode não ser boa notícia para as empresas portuguesas exportadoras. ■



MODERADO EM RELAÇÃO À RETOMA DA ECONOMIA

O conflito militar entre a Rússia e Ucrânia promete marcar o ano de 2022 e arrefecer o otimismo de quem previa um crescimento mais acelerado da economia portuguesa este ano, o que poderá levar a uma revisão em baixa das estimativas de crescimento das instituições nacionais e internacionais. Os efeitos deste conflito levam o também a uma maior moderação das expectativas quanto à retoma dos seis economistas que contribuem para o Barómetro JE deste Boletim Económico de Primavera. Rui Leão Martinho é o mais otimista entre os membros do painel, atribuindo 7 pontos, enquanto Pedro Braz Teixeira é o mais pessimista, com 4 pontos, indicando expectativas mais próximas de um cenário macroeconómico menos favorável, até ao final do ano. Como Pedro Braz Teixeira refere quanto às previsões da retoma da economia portuguesa, “é evidente que ficaram desatualizados com o início da invasão da Ucrânia pela Rússia, mas é provável que a nossa fraca posição relativa se mantenha”. Já Rui Leão Martinho sustenta a expectativa positiva com os factores para ultrapassar a crise pandémica: a obtenção de uma maioria absoluta nas recentes eleições e as perspectivas que se abrem com a execução do PRR e dos fundos europeus. ■

COMO LER O GRÁFICO

Expectativas de um cenário macroeconómico mais favorável, com a economia a recuperar durante o ano de 2022.

Expectativas de um cenário macroeconómico menos favorável, com a economia a não conseguir recuperar durante 2022.

Ciclos e estrutura



Francisca Guedes de Oliveira
Docente da Católica Porto Business School

As taxas de crescimento do PIB para Portugal e para a União Europeia (UE) nos últimos três anos, juntamente com as previsões para 2022, não trazem boas notícias do ponto de vista de convergência.

Em 2018 o PIB per capita (PIBpc) na UE era de cerca de 28.270 euros, enquanto o português não ia além dos 18.190 euros (dados Eurostat), ou seja, em Portugal, em média, um cidadão recebia cerca de 64,3% do

valor recebido por um cidadão europeu. Consideremos agora as taxas de crescimento do PIB desde 2019 para as duas geografias (ver quadro).

Se aplicarmos estas taxas ao PIBpc de 2018, concluímos que no final de 2022 teremos a Europa com cerca de 29.382 euros e Portugal com 18.881 euros; i.e. em média um cidadão português receberá cerca de 64,2% de um cidadão europeu. Não estamos muito pior, é certo, mas também não estamos melhor. Ou seja, não conseguimos convergir.

O problema, a meu ver, é que a questão da convergência não se consegue debelar sem darmos um verdadeiro salto estrutural. Em

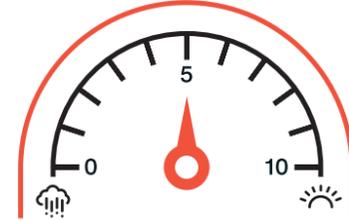
economia trabalhamos com dois conceitos: o PIB efetivo (aquele que se produz todos os anos e que varia com os ciclos económicos) e o PIB potencial (aquele que poderíamos atingir se fizéssemos uma utilização plena e eficiente de todos os nossos recursos).

As taxas de crescimento apresentadas dão-nos precisamente a

variação do PIB efetivo, i.e., a extensão dos ciclos económicos. Em 2020 tivemos uma recessão e estamos agora num momento de expansão. Mas esta expansão, ainda que se prolongue e reforce em 2022, não é suficiente para darmos o salto e para nos aproximarmos da Europa.

Para o conseguirmos temos que conseguir o que chamamos uma quebra de estrutura, isto é, temos que conseguir alterar o PIB potencial. Temos que conseguir aumentar de forma significativa os recursos disponíveis na economia para ser possível que, a funcionar em pleno, livre de ciclos económicos, a nossa capacidade de gerar produto e, logo, rendimento, seja substancialmente maior.

Temos que conseguir a par com o controlo da conjuntura (isto é, o controlo dos ciclos, com adequadas políticas anti cíclicas) mudar definitivamente a estrutura. ■



Taxas de crescimento do PIB

	2019	2020	2021	2022 (previsão)
Portugal	2,2	-8,4	4,8	5,8
UE	1,5	-6,5	5,1	4,2

Basear a retoma nas exportações



Pedro Braz Teixeira
Economista

De acordo com as mais recentes previsões da Comissão Europeia, de Fevereiro, Portugal deveria ter a terceira mais fraca recuperação acumulada da UE, entre 2019 e 2023, apenas à frente de Itália e Espanha. Como é evidente, estas previsões ficaram desatualizadas com o início da invasão da Ucrânia pela Rússia, mas é provável que a nossa

fraca posição relativa se mantenha.

Para além de aproveitar o crescimento dos nossos parceiros, há outras importantes razões para valorizar as exportações, retomando, desde logo, a ambição de fazer subir o seu peso no PIB, adiado pela pandemia. A primeira questão é que a subida do preço dos produtos energéticos e das matérias primas em geral se traduz numa deterioração dos termos de troca e consequente diminuição do saldo externo, criando a necessidade de compensar isso com um reforço das exportações.

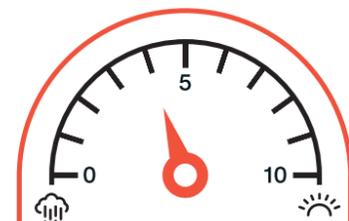
A segunda questão, de médio prazo, é que os saldos externos relativamente equilibrados dos últimos anos estão associados a níveis muito deprimidos de investimento, que são incompatíveis com a convergência com a UE. Ou seja, se

aumentássemos o investimento para níveis mais saudáveis iríamos – fatalmente – cair em significativos défices externos. Ora, é justamente para criar margem para uma acumulação de capital que nos permita aproximar dos níveis de prosperidade europeus que reside um argumento adicional e importante de estimular o sector exportador.

Então, o que podemos fazer para estimular as exportações? Dou

apenas uma pista: tornar o IDE mais atraente. O IDE é uma forma de expandir a produção de bens e serviços transaccionáveis, até porque o mercado nacional é demasiado pequeno. Para o alcançar, o caminho é reduzir os obstáculos de que os investidores se queixam: alto IRC, burocracia e licenciamentos lentos, etc.

Finalmente, um dos impactos previsíveis desta guerra é que a UE se empenhe em aumentar a sua auto-suficiência energética, para além de aumentar a diversificação de fontes de energia bem como a sua origem geográfica, para reduzir a dependência da Rússia. Portugal tem condições de beneficiar desta evolução, quer na produção de energia de base renovável para exportação, quer como porta de entrada de gás liquefeito por Sines. ■



Tempo para decisões



Rui Leão Martinho
Ecsadasd

O ano de 2022 iniciou-se com várias interrogações, agravadas pela recente guerra Rússia-Ucrânia.

A pandemia que continua, apesar de parecer estar a abrandar, as eleições antecipadas que vie-

ram a ter lugar no final de janeiro, o agravamento de diversas variáveis económicas que condicionam o primeiro período deste exercício e sobretudo o recente conflito armado Rússia-Ucrânia, com todas as consequências que acarretará, não só para os países beligerantes, mas também para a Europa.

No entanto, a esperança de ultrapassar a fase pandémica em que vivemos há cerca de dois anos, a obtenção de uma maioria absoluta nas recentes eleições e as perspectivas que se abrem com a execução do PRR e dos fundos europeus dão aos portugueses uma expectativa positiva, contrabalançando a preocupação com a recente situação de guerra e as consequências que daí

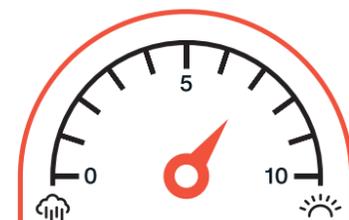
adivirão. Igualmente as previsões económicas mostram-se favoráveis quanto ao défice orçamental e quanto ao crescimento anual do nosso País no corrente exercício.

No entanto, são várias as nuvens que pairam sobre a economia, al-

gumas globais, outras locais. É o caso da inflação e da previsível subida das taxas de juro que são preocupações globais e, quer seja uma subida da taxa de inflação, quer seja um aumento das taxas de juro, ambas dificultarão a recuperação económica.

A estas, junta-se a elevada dívida pública que continuamos a ter e que necessita ser drasticamente reduzida, bem como a necessidade de reformular muitas situações e de adoptar as necessárias e adequadas políticas públicas em muitas das áreas de governação.

Seja em matéria de Justiça, de Segurança Social ou de Saúde, há hoje a consciência de que muito há a fazer. Combater a morosidade da



Primavera 2022: parece que o mundo inteiro se uniu p'ra se tramar



Sofia Vale
Economista, Professora do ISCTE-Instituto Universitário de Lisboa

Em 1990, Rui Veloso cantava “Não há estrelas no céu” retratando os desencontros de um adolescente borbulhento e deprimido com as transformações da idade. Os que assistiram à construção do Muro de Berlim poderiam atribuir-lhe uma conotação positiva, associando a letra ao fim da Guerra Fria, na sua versão nuclear Guerra das Estrelas. À época, o problema parecia arrumado na prateleira do passado. Nem o Koweit, nem a guerra dos Balcãs conseguiam abalar a convicção de que o conflito Este-Oeste estaria resolvido.

A queda das torres gémeas, pela sua enormidade e surpresa, suspendeu as certezas. E houve Londres e a estação da Atocha. Seguir-se-ia a caça a armas químicas no Iraque. Pouco importava, tudo parecia passar-se bem longe. Paris e Nice lembraram que estes acontecimentos poderiam ser próximos, assim como os refugiados da Primavera Árabe.

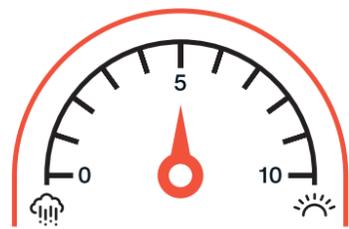
E as economias lá foram resistindo – por entre um desempenho débil, a sua maior batalha foi a finança, cuja crise de 2008 produziu cicatrizes ainda por sarar, à qual se somou a pandemia. Os conflitos foram muitas vezes pretextos para fazer política económica, investindo em

armamento e investigação militar.

O que esperar hoje quando uma guerra mesmo aqui ao lado compromete o abastecimento à Europa de gás e petróleo e o fornecimento de cereais em período de seca no território nacional? A pandemia pode tornar-se endemia, as taxas de juro de referência manter-se baixas, a produção e a distribuição internacional reorganizarem-se, que a inflação disparará, não existindo instrumentos de política para conter estes desequilíbrios.

A economia portuguesa, permeável, tenderá a seguir a dinâmica dos seus parceiros, mais dependentes da energia que vem da Rússia, ante-vento-se uma queda do consumo e do investimento e talvez mesmo recessão. Resta-lhe o PRR, o D. Sebastião do crescimento – a curto prazo, o seu sucesso depende da injeção financeira prevista. Os problemas de dependência energética, empolados pela guerra na Ucrânia são o “estou entre a espada e a parede” da canção e serão uma importante razão para refletir sobre o longo prazo, procurando resolver as suas debilidades estruturais.

E haverá estrelas no céu a dourar este caminho? É difícil responder enquanto a incerteza se apodera do futuro. ■



Justiça, prevenir um colapso a prazo do sistema de Segurança Social ou corrigir a lei quadro que regula o SNS, de forma a que inclua os sectores público, privado e social, deverão ser medidas prioritárias.

Tudo isto dentro dum cenário de uma guerra, por tempo ainda indeterminado e com consequências que só serão possíveis de conhecer em toda a sua plenitude dentro de algum tempo, quer no que respeita à sua gravidade, quer quanto ao grau de influência sobre as nossas economias ocidentais.

Porém, mesmo neste quadro tão incerto, não temos dúvidas de que este é o tempo para decisões. Será neste enquadramento que o go-

verno, cuja posse será em abril, deverá iniciar funções, devendo mostrar vontade firme de reformar com ambição e com uma atitude que empolgue os portugueses e os leve a participarem activamente neste movimento de retoma e recuperação da economia.

Para tal, o novo governo deverá ter como objectivos primeiros o crescimento económico de forma sustentada e a criação de condições que permitam aumentar a nossa competitividade e melhorar a produtividade do trabalho. Aguardemos todos estes desenvolvimentos e estaremos decerto mais aptos a comentar, em análises posteriores nos próximos trimestres, as evoluções esperadas e desejadas. ■

Algumas nuvens no horizonte da recuperação



Pedro Brinca
Professor Auxiliar da Nova School of Business and Economics

A Comissão Europeia reviu recentemente as previsões de crescimento do PIB para Portugal em alta, quer para 2022 quer para 2023, com 5,5% e 2,6% respetivamente. Acrescenta ainda que é de prever um crescimento de apenas de 0,5% no primeiro trimestre de 2022 devido ao aumento de casos de Covid-19, bem como mais uma quebra nas viagens internacionais. Não obstante prevê que a economia portuguesa consiga chegar às referidas taxas de crescimento nos próximos dois anos, assentando essas expectativas no crescimento da procura interna. Avisa, contudo, que estes cenários estão longe de poderem ser tomados como certos, uma vez que a pandemia poderá ainda trazer disrupções importantes que ponham em causa as receitas do turismo estrangeiro.

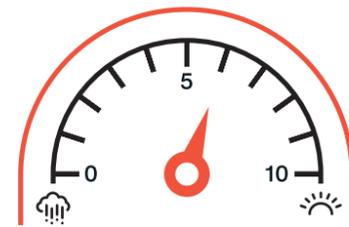
Estas previsões da Comissão parecem-me excessivamente otimistas, dado que é importante lembrar que a conjuntura de recuperação mais favorável que levou à revisão em alta das taxas de crescimento foi feita ainda numa conjuntura em que havia muitos programas de apoio à economia em funciona-

mento, e existe a ameaça bastante real que as taxas de juro possam subir em breve. Portugal apostou num modelo de apoio à economia durante a pandemia muito mais assente em moratórias fiscais e creditícias que concederam liquidez à economia, mas não resolvem o problema da solvabilidade.

Para já, a ajuda parece ter sido na conta certa. Entre desemprego, falências e aumento de incumprimento de crédito, tudo parece estável, mas a incerteza é grande quando somos dos países que mais moratórias concedeu e quando estas terminaram apenas há pouco mais de um mês. Desde o fim de dezembro, a taxa de juro a dez anos com que o Governo se financia já quadruplicou.

Para as finanças públicas não há, para já, razão para alarme. Durante o tempo em que as taxas estiveram perto de zero, a dívida portuguesa passou a ter uma estrutura de maturidade mais longa e a taxas naturalmente mais baixas. Pelo que mesmo a 1,01%, o serviço da dívida tende a baixar se o orçamento for equilibrado, porque substitui dívida que estava a níveis muito elevados.

Mas tudo isto pode ser posto em causa se a inflação na zona euro não baixar e o Banco Central Europeu



A Europa e o Dia da Marmota



João Cerejeira
Economista, Universidade do Minho

No filme “O Feitiço do Tempo”, Phil Connors (interpretado por Bill Murray) é um presunçoso e arrogante apresentador da meteorologia numa estação de televisão de Pittsburgh, enviado à pequena comunidade de Punxsutawney, para cobrir uma festa local, o Dia da Marmota, relacionada com uma infalível previsão do tempo. Obrigado a passar a noite naquela localidade, Phil, acorda no dia seguinte e descobre que voltou ao início do dia anterior. Phil ficou preso no Dia da Marmota dezenas de anos, em que

todos os dias são exatamente iguais.

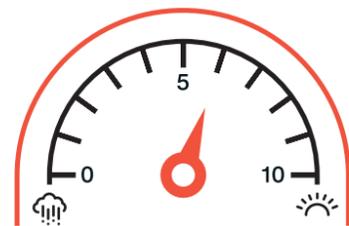
Imagine que tinha adormecido no início da década de 80 e acordado hoje. As capas de jornais económicos alertam para o retorno da inflação, já próxima dos dois dígitos nos EUA e a bater recordes de décadas na Europa. Na política internacional, a invasão da Ucrânia pela Rússia remete-nos para os tempos da Guerra Fria, com as ameaças dos mísseis nucleares apontados às capitais europeias, e regressa a discussão europeia em torno das vantagens da energia nuclear, desta vez como potencialmente “amiga do ambiente” em alternativa ao carvão.

Os grandes motores da economia europeia continuam a assentar nas

subir ainda mais as taxas de juro, provocando uma desaceleração das economias. Se a taxa de juro voltar a exceder a taxa de crescimento da economia portuguesa, a sustentabilidade da dívida, pelo menos no médio prazo, irá ser posta em causa mais uma vez e criar uma nova recessão.

Não obstante, dada a incerteza que a corrente situação geopolítica no leste da Europa traz, estou em crer que quaisquer números que possam ser apontados para 2022 serão meramente indicativos. Há cerca de uma semana, uma invasão da Ucrânia por parte do exército russo era algo que era concebido apenas no contexto das regiões separatistas. Hoje estamos a falar de uma invasão global. O nível de apoio internacional à Ucrânia, assim como as sanções que foram impostas atingiram níveis dificilmente antecipáveis e aquilo que era inconcebível antes, é agora uma possibilidade bastante forte: a interrupção do fornecimento de gás natural e petróleo à Europa por parte da Rússia. Este cenário lançará uma crise energética acentuada na Europa dado os baixos níveis de reserva de gás natural existentes e um provável esgotamento das mesmas nos próximos meses.

A previsão de crescimento para Portugal de 5,5% por parte da comissão europeia para 2022 neste momento, na qual é acompanhada pelo Banco de Portugal, é acompanhada de tamanha incerteza que pouco mais significativo terá que a expectativa que a retoma da economia relativamente aos níveis de atividade em pandemia decorrerá de forma robusta. ■



indústrias do século XX, do automóvel à eletrónica, a caminho de se tornarem obsoletos. Não há nenhuma empresa europeia nas vinte maiores do mundo na área das tecnologias de informação e comunicação. Os novos motores escolhem outras paragens, deixando-nos presos a glórias e a guerras passadas.

“O que você faria se estivesse preso num lugar e todos os dias fossem exatamente iguais e nada do que você fizesse importasse?”, pergunta Phil a dois moradores de Punxsutawney, que poderia ser também a pergunta aos europeus. No filme, o feitiço do tempo termina quando o personagem principal reconhece os seus erros, deixa de agir de forma egoísta e aprofunda o seu conhecimento em novas áreas.

Talvez seja este o conselho para a Europa, do Atlântico aos Urais, para ultrapassar a sua estagnação. Mais conhecimento, menos arrogância e mais abertura ao diferente e à inovação e, por último, menos medo de arriscar. ■

**CALENDÁRIO DE INDICADORES MACROECONÓMICOS DO 4º TRIMESTRE****BANCO DE PORTUGAL**

2 de março
Dívida pública em janeiro

3 de março
Taxas de juro de novas operações de empréstimos e depósitos em janeiro

9 de março

EMISSÕES DE TÍTULOS EM JANEIRO

15 de março

BOLETIM OFICIAL DE MARÇO

17 de março
Indicadores coincidentes de fevereiro

18 de março
Balança de pagamentos em fevereiro

21 de março
Endividamento do sector não-financeiro em janeiro

21 de março
Financiamento das administrações públicas em janeiro

24 de março
Boletim Económico de março

25 de março
Empréstimos e depósitos bancários em fevereiro

31 de março
Taxas de juro de novas operações de empréstimos e depósitos em fevereiro

31 de março
Relatório de Acompanhamento da Recomendação macroprudencial sobre novos créditos a consumidores

1 de abril
Dívida pública em fevereiro

7 de abril
Relatório da Emissão Monetária

8 de abril
Emissões de títulos em fevereiro

11 de abril
Contas nacionais financeiras no 4º trimestre de 2021

12 de abril
Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito

18 de abril
Boletim Oficial de abril

20 de abril
Relatório de Supervisão Comportamental

20 de abril
Balança de pagamentos em março

21 de abril
Financiamento das administrações públicas em fevereiro

21 de abril
Indicadores coincidentes de março

21 de abril
Endividamento do sector não-financeiro em fevereiro

29 de abril
Empréstimos e depósitos bancários em março

2 de maio
Dívida pública em março

5 de maio
Boletim Económico de maio

5 de maio
Taxas de juro de novas operações de empréstimos e depósitos em março

9 de maio
Emissões de títulos em março

12 de maio
Fundos de investimento em março

16 de maio
Boletim Oficial de maio

18 de maio
Balança de pagamentos em abril

19 de maio
Financiamento das administrações públicas em março

19 de maio
Endividamento do sector não-financeiro

27 de maio
Empréstimos e depósitos bancários em abril

INE

9 de março
Estatísticas do emprego em 2021

10 de março
Índice de Preços no Consumidor em fevereiro

11 de março
Estatísticas do comércio internacional em janeiro

14 de março
Atividade turística em janeiro

16 de março
Índice de preços na produção industrial de fevereiro

17 de março
Síntese Económica de Conjuntura

23 de março
Índice de preços na habitação no 4º trimestre

25 de março
Contas Nacionais por sector no 4º trimestre

30 de março
Inquéritos de conjuntura às empresas e consumidores de março

30 de março
Estimativas mensais do emprego em fevereiro

31 de março
Estimativa rápida do IPC

31 de março
Estimativa rápida da atividade turística em fevereiro

1 de abril
Índices de produção industrial em fevereiro

8 de abril
Estatísticas do comércio internacional em fevereiro

12 de abril
Índice de preços no consumidor em março

14 de abril
Atividade turística de fevereiro

19 de abril
Índices de produção industrial de março

20 de abril
Síntese Económica de Conjuntura

28 de abril
Inquéritos de conjuntura às empresas e consumidores em abril

28 de abril
Estimativa rápida do comércio internacional no 1º trimestre

29 de abril
Estimativa rápida do IPC em abril

29 de abril
Estimativa rápida das contas nacionais no 1º trimestre

29 de abril
Estimativa rápida da atividade turística de março

2 de maio
Estimativas mensais do emprego e desemprego em março

3 de maio
Índice de produção industrial em março

10 de maio
Comércio internacional em março

11 de maio
Estatísticas do emprego no 1º trimestre

12 de maio
Principais Agregados das Administrações Públicas : Estatísticas da Despesa Pública em 2021

13 de maio
Atividade turística março

18 de maio
Índice de preços na produção industrial em abril

30 de maio
Inquéritos de conjuntura às empresas e consumidores de maio

31 de maio
Estimativa rápida do IPC de maio

31 de maio
Contas nacionais no 1º trimestre

31 de maio
Estimativas rápidas do emprego em abril

31 de maio
Estimativa rápida da atividade turística em abril

EUROSTAT

2 de março
Estimativa rápida do IPC em fevereiro

3 de março
Preços na produção industrial em janeiro

3 de março
Desemprego em janeiro

4 de março
Preços nas importações industriais em janeiro

8 de março
Contas nacionais no 4º trimestre

15 de março
Produção industrial em janeiro

17 de março
Inflação em fevereiro

18 de março
Comércio internacional de bens em fevereiro

30 de março
Indicadores de confiança e sentimento económico de março

31 de março
Desemprego em fevereiro

1 de abril
Estimativa rápida do IPC de março

4 de abril
Índices de produção industrial em fevereiro

5 de abril
Balança de pagamentos no 4º trimestre

5 de abril
Primeira estimativa de das contas sectoriais do 4º trimestre

6 de abril
Preços nas importações industriais em fevereiro

13 de abril
Produção industrial em fevereiro

20 de abril
Comércio internacional de bens em março

21 de abril
Inflação em março

22 de abril
Primeira notificação da dívida pública e défice de 2021

22 de abril
Dívida pública no 4º trimestre

22 de abril
Défices públicos no 4º trimestre

28 de abril
Indicadores de confiança e sentimento económico de abril

29 de abril
Estimativa rápida do IPC de abril

29 de abril
Estimativa rápida do PIB no 1º trimestre

3 de maio
Desemprego em março

5 de maio
Preços das importações industriais em março

13 de maio
Produção industrial em março

16 de maio
Comércio internacional de bens em março

17 de maio
Estimativa rápida do PIB e emprego no 1º trimestre

18 de maio
Inflação em abril

30 de maio
Indicadores de confiança e sentimento económico de maio

31 de maio
Estimativa rápida do IPC em maio

BCE

10 de março
Reunião de política monetária

23 de março
Reunião de política não-monetária

14 de abril
Reunião de política monetária

4 de maio
Reunião de política não-monetária

18 de maio
Reunião de política não-monetária

RATINGS DíVIDA PÚBLICA

11 de março
Standard&Poor's

6 de maio
Fitch Ratings

20 de maio
Moody's

IGCP

16 de março
Leilão de bilhetes do Tesouro a seis e doze meses