



NÚMERO 1
PRIMEIRO TRIMESTRE DE 2021

Caderno publicado como suplemento do Jornal Económico nº. 2075,
de 8 de janeiro de 2021. Não pode ser vendido separadamente.

Diretor Filipe Alves
Diretor Adjunto Shrikesh Laxmidas
Subdiretores Leonardo Ralha e Lígia Simões
Diretor de Arte Mário Malhão

Boletim Económico de INVERNO

www.jornaleconomico.pt



BARÓMETRO JE

Economistas demonstram otimismo cauteloso face a 2021

O Boletim Económico é o novo caderno do Jornal Económico, com periodicidade trimestral. Em cada edição – inverno, primavera, verão e outono – faremos uma análise da conjuntura macroeconómica com base nas previsões de entidades nacionais e internacionais. Temos também um painel composto por cinco economistas – Francisca Guedes de Oliveira, Susana Peralta, João

Duque, Luís Mira Amaral e Rui Leão Martinho – que partilham as suas perspetivas sobre a evolução da economia. Os membros do painel revelam igualmente o seu nível de otimismo em relação ao desempenho da economia durante o ano, num “Barómetro” que será publicado em todas as edições do Boletim Económico (ver páginas 6 e 7).

Nesta edição, os economistas que in-

tegram o painel demonstram um otimismo moderado – ou cauteloso – em relação à economia portuguesa em 2021, com uma média de 5,8 pontos, numa escala de zero a 10. Luís Mira Amaral é o elemento do painel que evidencia menos otimismo, com 4 pontos, seguido de Susana Peralta (5 pontos), João Duque (6 pontos), Francisca Guedes de Oliveira e Rui Leão Martinho (com 7

pontos cada). Determinante será a evolução da pandemia, com os efeitos da vacina a não se fazerem sentir antes do final do segundo trimestre. Nesta conjuntura, o papel do Estado será decisivo, diz Francisca Guedes de Oliveira: “em qualquer cenário as políticas públicas, a sua calibração, monitorização e rápida implementação serão absolutamente fulcrais, podendo fazer toda a diferença”. ■ P6 e 7

ANÁLISE

O ano é de recuperação económica, mas o primeiro trimestre ainda será a meio gás

Instituições nacionais e internacionais veem a economia portuguesa a recuperar este ano. No entanto, o crescimento dos primeiros três meses ainda deverá ser penalizado pela pandemia. ■ P2 e 3

ENTREVISTA

“Estímulos ainda são necessários, mas os políticos têm de preparar uma estratégia de saída” ■ P4 e 5



STEFAN HOFRICHTER

Econ. Chefe Allianz Global Investors

CALENDÁRIO

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

Conheça o calendário para a divulgação de indicadores macroeconómicos e de notações financeiras durante o primeiro trimestre de 2021. Incluídos neste calendário estão o INE, o Eurostat, a OCDE, o BCE, o Banco de Portugal e três agências de rating: DBRS, S&P e Moody's. ■ P8

ECONOMIA

O ano é de recuperação, mas primeiro trimestre ainda será a meio gás

Instituições nacionais e internacionais veem a economia portuguesa a recuperar este ano. No entanto, o crescimento dos primeiros três meses ainda deverá ser penalizado pelo trimestre anterior e pelas medidas de contenção em resultado do agravar da pandemia.

Ânia Ataíde
aataide@jornaleconomico.pt

2021 arranca sob o signo da recuperação e Portugal não deverá ser exceção à previsão de retoma mundial, depois da inesperada pandemia ter conduzido a economia mundial em 2020 à maior crise desde a Grande Depressão. Porém, a retoma que deverá ser lenta não deverá ver a luz do dia em Portugal antes do segundo semestre, estando muito dependente dos efeitos da vacinação.

Após um forte desempenho até fevereiro do ano passado, a economia portuguesa mergulhou numa forte reversão a partir de março, como consequência do alastrar da pandemia e das restrições impostas para controlar ou mitigar a propagação da doença. Após um terceiro trimestre mais animador, a atividade económica terá voltado a contrair no último trimestre do ano passado, com o apertar das medidas de contenção, pelo que as cautelas para o primeiro trimestre de 2021 ainda são muitas.

Segundo as projeções do Banco de Portugal (BdP), publicadas em

1,6%

É a previsão da Comissão Europeia para o crescimento do PIB português no primeiro trimestre face ao trimestre anterior.

dezembro, o Produto Interno Bruto (PIB) deverá ter recuado 1,8% no quarto trimestre face aos três meses anteriores e caído 8% em termos homólogos, quando no terceiro trimestre recuperou 13,2% face ao trimestre anterior, ainda que com uma queda de 5,8% em termos homólogos. Bruxelas mostrava-se em novembro ligeiramente mais otimista e via a economia portuguesa a crescer 0,3% em cadeia no quarto trimestre de 2020, ainda que menos 9,4% face ao período homólogo. No entanto, as projeções da Comissão Europeia foram publicadas antes das medidas mais restritivas e ainda não têm isso em conta. Nesse cenário, os peritos do executivo comunitário estimavam que a economia portuguesa crescesse já 1,6% no primeiro trimestre deste ano, face ao trimestre anterior, registando uma contração homóloga de 4,2%.

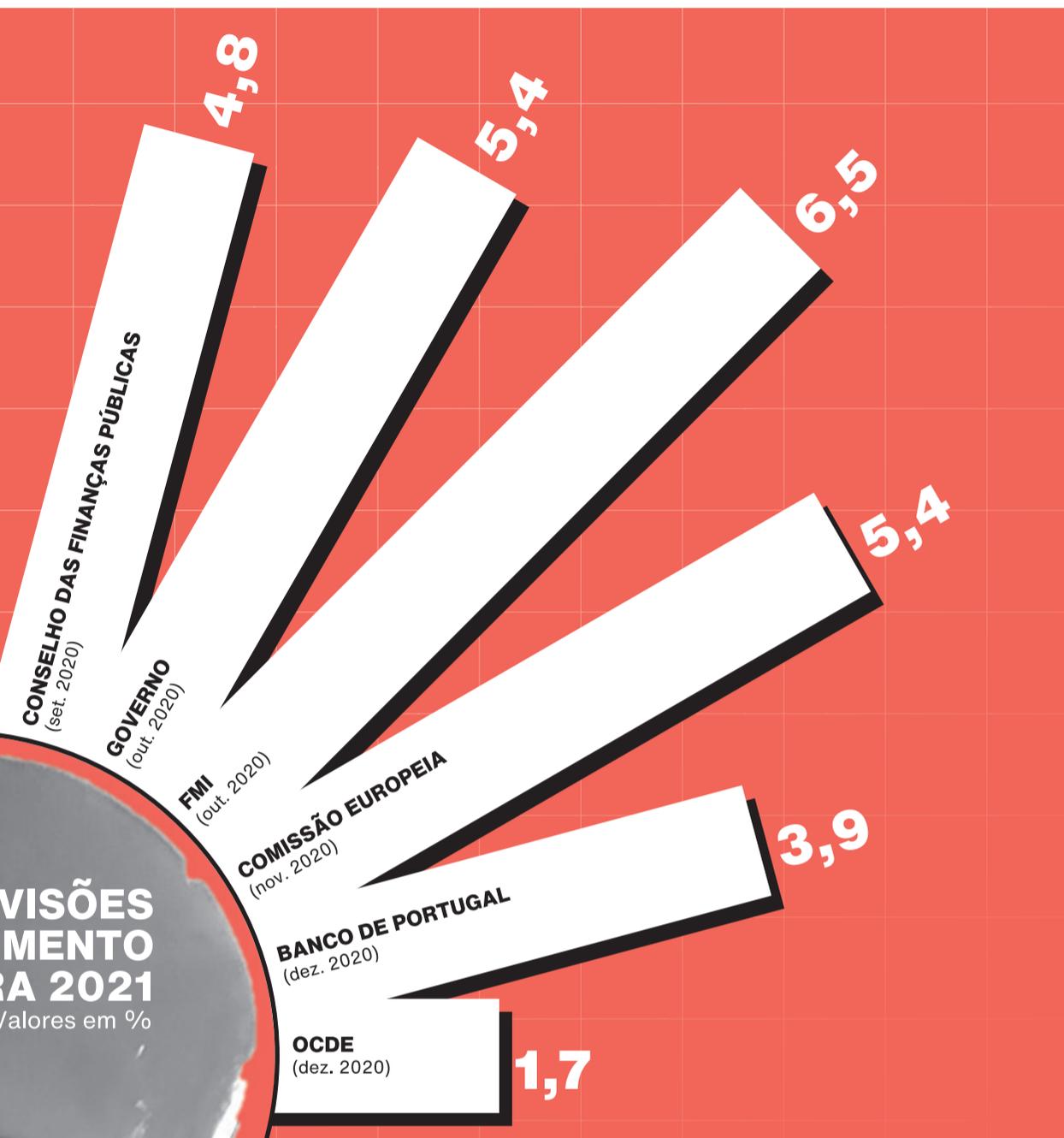
Ainda que a atividade económica começasse a recuperar gradualmente – o que não é certo se os primeiros três meses do ano permanecerem reféns das medidas restritivas da contenção da pandemia –, o pior desempenho do último trimestre do ano passado terá um efeito de arrasta-

INFOGRAFIA

DEPOIS DA TEMPESTADE, O REGRESSO AO CRESCIMENTO

O ano de 2020 marcou uma queda abrupta na taxa de crescimento da economia portuguesa, devido à crise provocada pela pandemia, mas 2021 já deverá ser de retoma, ainda que gradual. As projeções das principais instituições nacionais e internacionais variam entre uma expansão de 1,7% e 6,5% para a totalidade deste ano, com diferentes estimativas para as várias componentes do PIB. O consumo e as exportações deverão puxar pela recuperação de uma economia demasiado penalizada pela quebra do turismo.

PRE
DE CRESCI
PAR



PREVISÕES DE CRESCIMENTO PARA 2021
Valores em %

PREVISÕES DE CRESCIMENTO DOS COMPONENTES DO PIB
Valores em %

	Consumo privado	Consumo público	Investimento	Exportações	Importações
Conselho das Finanças Públicas	6,9	-0,3	5,9	7,5	9,3
Governo	3,9	2,4	5,3	10,9	7,2
FMI				13,3	14,3
Comissão Europeia	4,9	1,6	6,3	9,7	7,5
Banco de Portugal	3,9	4,9	4,4	9,2	8,8
OCDE	1,1	3,5	0,1	3,6	2,5

mento e irá afetar o arranque de 2021. Como o governador do BdP, Mário Centeno, em dezembro, explicou, a taxa de crescimento em 2021 será muito afetada pelo mau ponto de partida dos últimos três meses do ano passado.

Intervalo de projeções entre 6,5% e 1,7%

Entre as principais instituições nacionais e internacionais, o Fundo Monetário Internacional (FMI) apresenta a projeção oficial mais otimista, ao ver a economia portuguesa a crescer 6,5% este ano. A OCDE é a instituição internacional mais pessimista, projetando um crescimento de 1,7%. Entre estes intervalos de projeções estão as do Governo, que conta com uma recuperação de 5,4%, em linha com o estimado pela Comissão Europeia. Já o Conselho das Finanças Públicas antecipa uma expansão de 4,8%, enquanto o BdP prevê uma recuperação da economia de 3,9% em 2021.

Apesar do intervalo alargado das projeções, a média está em linha com as estimativas de Bruxelas para a zona euro, estimando uma expansão de 4,2% e um crescimento de 4,1% na média dos 27 Estados-membros.

As projeções do regulador bancário para Portugal assumem que as restrições serão gradualmente retiradas a partir do primeiro trimestre de 2021, embora a atividade permaneça condicionada até ao início de 2022, altura em que considera que a vacina terá produzido os efeitos necessários contra a pandemia.

“A atividade económica deverá retomar o nível anterior à pandemia no final de 2022”, considera o BdP, sublinhando que “a retoma projetada beneficia das decisões de política monetária e orçamental de resposta à crise”.

O BdP realça, à semelhança da generalidade das instituições, que “as perspetivas económicas permanecem rodeadas de elevada incerteza, estando dependentes da evolução da pandemia e da rapidez da vacinação em larga escala”.

É por isso que assinala que o ritmo da retoma da atividade económica “será condicionado pelo impacto da crise sobre a capacidade produtiva e pela necessária reafectação de recursos entre empresas e entre sectores”.

Na ótica do Governo, o crescimento anual previsto de 5,4% “reflete um contributo positivo, tanto da procura interna (4,1 p.p.), como da procura externa líquida (1,3 p.p.), por via de um maior dinamismo das componentes de consumo privado, investimento e consumo público, e de um crescimento das exportações mais intenso que o esperado para as importações”. Como tal, prevê uma quebra estimada de 7,1% em 2020 do consumo privado, e um aumento de 3,9% em 2021, reflexo da diminuição da incerteza e de “uma gradual melhoria no mercado de trabalho”, com conse-

quência para “um ligeiro aumento no rendimento disponível das famílias e a uma redução na taxa de poupança”. Também o consumo público deverá aumentar (ver infografia).

Se é expectável que o consumo ajude à recuperação a partir do início do ano, a retoma das exportações de bens e serviços já deverá ser mais lenta, refletindo especialmente a quebra de atividade do turismo.

Os países dependentes deste setor, como Portugal, deverão recuperar a um ritmo mais lento da crise provocada pela pandemia, avisava a Comissão Europeia nas projeções económicas deste outono.

“A atividade no grande setor de hospitalidade do país permaneceu bem abaixo da capacidade e não se espera que recupere totalmente durante o período de previsão”, ou seja até ao final de 2022, podia ler-se no relatório, sublinhando que Portugal se depara com um outro desafio, “dado que grande parte do setor depende do transporte aéreo, Portugal enfrenta também uma maior concorrência de destinos mais frequentados por estrada”.

O alerta é partilhado pela generalidade das instituições, como o BdP, que antecipa uma recuperação mais lenta das exportações, quando comparado com outros componentes do PIB, devido à evolução dos fluxos de turismo. O supervisor prevê que as exportações de bens e serviços cresçam 9,2% em 2021.

“A hipótese de relativo controlo da pandemia nos principais parceiros comerciais a partir do segundo trimestre de 2021 traduz-se num crescimento da procura externa dirigida à economia portuguesa em 2021-23”, explica, advertindo, contudo, que “a dissipação mais lenta das medidas de distanciamento social aliada à manutenção de alguma incerteza atrasam a recuperação das exportações de serviços, em particular, dos fluxos de turismo e serviços relacionados”.

Neste sentido, o boletim prevê que o contributo da componente de turismo para a variação das exportações totais será ainda marginalmente negativo em 2021 (-0,8 pp).

Ainda assim, no relatório da OCDE, a instituição com sede em Paris estimava que, após uma retoma sustentada no consumo, “a recuperação seria mais ampla, nomeadamente dos setores afetados pela crise, tendo em conta a situação sanitária vir a melhorar com o desenvolvimento de uma vacina eficaz”. ■

-1,8%

Banco de Portugal estima que o PIB tenha caído 1,8% no quarto trimestre de 2020 face aos três meses anteriores.

ENTREVISTA **STEFAN HOFRICHTER** Economista-chefe da Allianz GI

“Estímulos ainda são necessários, mas os políticos têm de preparar uma estratégia de saída”

Economista-chefe da Allianz Global Investors elogia ação dos decisores políticos e banqueiros centrais na resposta à pandemia, mas avisa que a dificuldade nos últimos 30 anos tem sido “a normalização” da política monetária após a crise. E antecipa que os efeitos positivos da vacina na atividade económica só deverão fazer-se sentir no segundo semestre.

Ânia Ataíde
aataide@jornaleconomico.pt

Stefan Hofrichter é economista-chefe da Allianz Global Investors desde 2011, no pico da última crise económica e financeira. Ao *Jornal Económico*, o economista considera que a resposta dos decisores políticos à crise se revelou não só “rápida”, como muito diferente da anterior, apontando como exemplo os pacotes de estímulo orçamental. As perspetivas para 2021 são de recuperação, mas os efeitos da vacina deverão ser graduais.

A pandemia provocou a maior crise económica mundial desde a Grande Depressão, mas as expectativas apontam para que 2021 seja já um ano de retoma económica. Vamos assistir a uma recuperação rápida ou gradual?
As expectativas de consenso, assim como as nossas na AllianzGI, são de uma recuperação contínua em 2021, em comparação com 2020. Dado o efeito base, o crescimento global po-

derá aumentar de 5% em termos reais este ano, em comparação com a tendência de crescimento de cerca de 3 a 3,5%. Além disso, a recuperação também reflete a esperança de que uma vacinação mundial irá abrir as portas para uma vida mais normal no segundo semestre de 2021.

Como é que isso se traduz nas taxas de crescimento trimestrais?

Os números, porém, mascararam a dinâmica subjacente. Após uma forte recuperação no terceiro trimestre de 2020, as taxas de crescimento trimestral sequencial moderaram para níveis mais normais e isso faz sentido do ponto de vista económico. O desemprego ainda é alto no mundo ocidental, a recuperação foi alimentada por pacotes de estímulo orçamental e monetário, ambos provavelmente menores em 2021 do que no ano passado. Além disso, irá levar algum tempo até atingirmos a imunidade de grupo – provavelmente até ao terceiro ou quarto trimestre deste ano. Portanto, teremos que conviver com os ventos contrários associados à Covid na atividade eco-

nómica, medidas de *lockdown* e uma alta poupança voluntária do sector privado. Isso é particularmente verdade para a Europa e para os EUA, onde os números de infeção ainda são muito altos.

E o processo de vacinação será longo...

Devemos ter em mente que ainda há muitas incertezas relacionadas com as várias vacinas. As pessoas que receberam a vacina ainda serão contagiosas, embora seja improvável que sofram de Covid. Por quanto tempo a vacina os irá proteger? Quanto tempo vai demorar para proteger o mundo? Haverá um número suficiente de pessoas dispostas a tomar a vacina...?

Embora a crise seja mundial, é uma crise assimétrica entre os diferentes países. Teremos uma recuperação em ritmos diferentes dependendo da região?

A resposta é claramente sim. A China foi o primeiro país a ser atingido pelo vírus e parece estar entre os primeiros a deixar para trás o pro-

blema. Vemos que os dados económicos da Ásia-Pacífico, principalmente da China, continuam a melhorar, enquanto perdem ímpeto nos EUA e na Europa. O vírus e a forma de lidar com ele continuam a ser um fator importante para as perspetivas de crescimento económico.

Que tendência deve marcar a trajetória da economia portuguesa em 2021?

As estimativas de crescimento de consenso estão na faixa de 4,5% a 5% para o próximo ano e cerca de 3,5% para 2022 – quase em linha com o geral da zona euro. É importante ressaltar que as previsões para 2021 foram recentemente revistas em baixa e a dinâmica do crescimento cíclico está a diminuir na Europa.

O primeiro trimestre do ano já poderá ser de início de recuperação, ou teremos que esperar até ao segundo semestre?

O crescimento económico já recuperou no terceiro trimestre de 2020, foi de 13,3%, após o colapso de 13,9% no segundo trimestre. Após





uma contração muito provável no quarto trimestre de 2020, o crescimento deverá recuperar novamente em todos os trimestres deste ano. No entanto, o risco pende claramente para o lado negativo no primeiro semestre, principalmente no primeiro trimestre, devido à propagação contínua do vírus. Devemos esperar que os efeitos positivos da vacina apareçam na atividade económica apenas no segundo semestre, provavelmente apenas a partir do quarto trimestre.

Quais são os sectores que deverão recuperar mais rapidamente da crise?

Os vencedores óbvios da crise do coronavírus foram aqueles que beneficiaram com o “ficar em casa e trabalhar em casa”, ou seja, empresas de apoio ao escritório em casa e entregas aos domicílios. Embora essas empresas do sector digital desfrutem de um crescimento secular, o aumento de crescimento extra de 2020 provavelmente terá o preço esgotado em 2021. Os imóveis de escritórios provavelmente irão sofrer estruturalmente com o vírus: enquanto muitos trabalhadores terão que voltar para os escritórios pós-pandemia, trabalhar em casa será muito mais aceite daqui para frente. Possivelmente, a procura por escritórios irá diminuir estruturalmente.

Por outro lado, há outros sectores que apresentam mais dificuldades.

Os sectores que sofreram com o vírus no ano passado irão recuperar em 2021, à medida que a economia recuperar e os gastos do sector privado aumentarem e os temores relacionados com a pandemia, espero, desaparecerem novamente. Esses

sectores incluem o turismo, lazer, comércio, restaurantes. No entanto, também há sectores que sofreram com o vírus e, além disso, enfrentam ventos contrários estruturais, por exemplo, por causa da transição para uma energia mais verde, como o sector automotivo tradicional, companhias aéreas. Irão beneficiar com o retorno a uma vida normal no curto prazo, mas ainda terão que lidar com outros desafios não relacionados como o coronavírus. Como disse antes, embora haja uma boa hipótese de que a vacina nos ajude a passar o ano muito melhor do que no ano passado, continuam dúvidas sobre a eficácia da vacina e a forma como as pessoas irão responder a essa incerteza.

A resposta à crise foi muito diferente da anterior.

Os governos e as instituições internacionais aprenderam as lições com o passado?

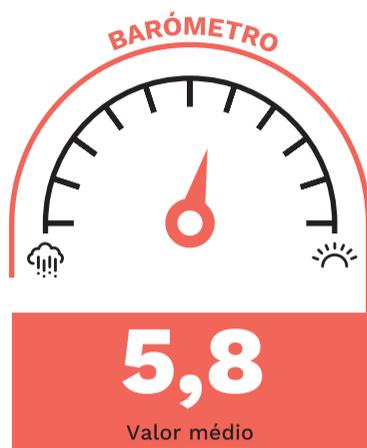
A resposta política desta vez foi como em tempos de guerra, basta pensarmos na quantidade de estímulo da política orçamental e no facto de que uma grande parte dele foi financiada pelos bancos centrais. Os governos e os banqueiros centrais foram rápidos em dar estímulos desta vez, assim como também foram rápidos em avançar com enormes pacotes de estímulos no passado. O que não têm sido bons durante os últimos 35 anos, desde Alan Greenspan [ex-presidente da Fed], é em normalizar a política após a crise. A política monetária tem sido assimétrica durante as últimas três décadas: fácil em períodos de recessões e crises, mas não suficientemente rígida em tempos de *boom*. Resultado? Esta política tem sido propícia à explosão de bolhas de crédito e ativos.

Até quando é que os estímulos orçamentais se deverão manter?

Os estímulos orçamentais ainda são necessários, uma vez que a recuperação ainda está em bases instáveis. No entanto, os decisores políticos precisam de trabalhar numa estratégia de saída. Por vários motivos: a alavancagem pública, assim como a privada, é extremamente alta. Sabemos que os elevados níveis de dívida pública são um obstáculo estrutural para o crescimento económico. Em segundo lugar, as participações em empresas do sector privado estão, a longo prazo, em conflito com a ideia de uma economia de mercado. Se adicionarmos a isso a política monetária *ultra-easy*, a política atual – se mantida por muito tempo – corre o risco de nutrir ainda mais empresas zombis. A partir de hoje, é muito provável que o estímulo orçamental seja pequeno em 2021, em relação a 2020, visto que aumentaram os obstáculos económicos e políticos para manter ou mesmo para aumentar o estímulo orçamental em relação ao ano passado. Basta pensar nas discussões sobre pacotes de estímulo orçamental nos EUA. ■

“

**A RESPOSTA
POLÍTICA DESTA
VEZ FOI COMO
EM TEMPOS
DE GUERRA**



OTIMISMO MODERADO EM RELAÇÃO À RETOMA DA ECONOMIA

Os economistas convidados pelo Jornal Económico para integrar o Barómetro desta edição do Boletim estão moderadamente otimistas quanto à recuperação da economia ao longo deste ano. Numa escala de zero a 10, correspondendo zero à expectativa de um pior cenário macroeconómico e 10 ao melhor (ver legenda abaixo), a média está nos 5,8 pontos. ■

O que nos espera em 2021?



SUSANA PERALTA
Professora de Economia na Nova SBE

As previsões do próprio FMI, com todos os seus economistas especializados nisto, têm um erro médio de 2,8 pontos percentuais. Como lembra Esther Duflo, Prémio Nobel da Economia, previsões aleatórias, em torno de uma média de 4%, dariam a mesma taxa de erro. É uma das razões para a má reputação dos economistas.

A última edição do “Veracity Index”, do instituto de sondagens IPSOS, sobre confiança em diferentes profissões no Reino Unido, mostra que apenas 53% das pessoas tem confiança nos economistas. Longe dos mais de 90% que confiam em médicas e enfermeiras, mas – felizmente – igualmente distante dos

13% que acreditam em publicitários.

Se é assim em tempos normais, como vai ser no meio da maior crise de sempre, causada por um vírus que não para de nos surpreender? Menos de um mês depois de iluminar o túnel com a vacina de Margareth Keenan, o Reino Unido foi reconfinado esta semana, devido à nova estirpe do vírus. O que se seguirá na União Europeia? Não sabemos.

O que é certo é que, depois de uma contração entre 8 e 10% do PIB português em 2020, é quase impossível piorar. Portanto, 2021 vai ser um ano de crescimento económico. Mas quanto? A previsão mais recente é a do Banco de Portugal, de meados de dezembro, e diz que o PIB vai crescer 3,9%. Daqui a duas semanas teremos as novas previsões do FMI, mas as de outubro apontam para 6,5%. A Comissão Europeia, em novembro, previa 5,5%, alinhada com os 5,4% do cenário macroeconómico do Ministério das Finanças na proposta de Orçamento do Estado.

O Conselho de Finanças Públicas tinha previsto, em setembro, um crescimento de 4,8%. A OCDE é a mais pessimista: previu em dezembro um crescimento de apenas 1,7%. Há pelo menos um aspeto em que as previsões convergem: o crescimento

de 2021 não compensará a contração de 2020. E outro em que todas, exceto a da OCDE, concordam: o crescimento a partir de 2022 será mais lento do que o de 2021. Demoraremos vários anos a voltar a onde estávamos há um ano.

As previsões do desemprego estão mais alinhadas: variam entre 7,7% e 9,5%, sendo a OCDE, de novo, mais pessimista. Acontece que o desemprego conta uma história muito parcial do mercado de trabalho e 2020 mostrou-nos isso de forma eloquente. Logo no início

da pandemia, o desemprego diminuiu, dado que as pessoas não estavam ativamente à procura de emprego no período de confinamento e muitas tinham o vínculo laboral seguro pelo *lay-off* simplificado. Só que, olhando de perto, no segundo trimestre, as horas trabalhadas baixaram quase um quarto, relativamente ao primeiro.

Sob qualquer perspetiva razoável, o cenário não é famoso. Estas previsões podem estar enganadas – foi por aí que comecei. Infelizmente, podem ser otimistas. Vale a pena recordar que, em julho, 35% das empresas tinham aderido ao *lay-off* simplificado, 25% às moratórias, 24% a programas de crédito bonificado ou garantido especialmente desenhados para a crise pandémica e 30% tinha suspenso o pagamento de obrigações fiscais e contribuições sociais.

Uma parte substancial da economia está a boiar com coletes salva-vidas. À medida que estas medidas forem sendo descontinuadas e com o prolongar da crise, muitas destas empresas não resistirão. Se, até lá, a vacina nos permitir recuperar uma certa normalidade, pode ser que o trambolhão seja menos dramático. Oxalá. ■



Portugal no pós-Covid



LUÍS MIRA AMARAL
Engenheiro (IST) e Economista (MSc Nova SBE)

Portugal está atravessar a maior crise económica dos últimos cem anos com elevada destruição da atividade económica e profundas consequências sociais, devido à pandemia da Covid-19. Com o fim das moratórias, o disparo de falências e o aumento do crédito malparado poderemos ter também problemas na banca. E quando a Comissão Europeia (CE) voltar ao rigor do Pacto de Estabilidade e os mercados regressarem à análise da sustentabilidade das dívidas públicas, teremos outro momento de “stresse” para as nossas finanças públicas.

Segundo as projeções da CE, seremos o quinto país da União Euro-

peia (UE) com maior queda do PIB em 2020, e estaremos entre os três (Portugal, Espanha e Itália) com maior queda conjunta no período 2020-2021. A dependência que as três economias têm do turismo ajuda a explicar essa posição relativa. Esta crise vem, pois, afundar mais o país, depois de uma trajetória de crescimento que, nos últimos dez anos (2010-2019), foi a a terceira mais baixa da UE, logo a seguir à Itália e Grécia.

Depois da quase estagnação na convergência com a UE desde 2000, Portugal divergiu com a crise de 2011 e a recuperação dessa convergência foi muito reduzida até 2019. Com um novo choque negativo em 2020, maior do que o sofrido pelas economias do leste europeu, Portugal acelera a sua descida para a cauda da Europa, acabando de ser ultrapassado pela Polónia em termos de PIB per capita em paridade do poder de compra, e existe uma forte possibilidade que, até 2025, sejamos ultrapassados pela Eslováquia e Roménia, ficando apenas atrás de nós a Bulgária! E se não houver uma alteração significativa das políticas económicas, que levem a uma aceleração do crescimento do PIB, arriscamo-nos,

com a Covid, a ter uma queda permanente do PIB entre 12 a 15 mil milhões de euros.

Teremos em 2020 um défice público entre 8 e 10% do PIB e uma queda deste entre 9 e 12%. Até agora, e ainda sem a ajuda da bazuca europeia, o Governo jogou à defesa, certamente consciente da fragilidade das nossas finanças públicas, contrariamente ao que dizia antes da pandemia, e a ajuda pública portuguesa às empresas, trabalhadores e famílias não terá excedido os 5% do PIB, enquanto que na Alemanha e nos Estados Unidos o apoio público terá atingido os 15% do PIB. Estima-se para 2021, para Portugal, com todas as incertezas desta terrível conjuntura, um crescimento do Produto à volta dos 5%, um défice

público a rondar os 4,5% do PIB e uma dívida pública a ultrapassar os 130% do PIB.

Resultando numa “pipa de massa” a aplicação da bazuca europeia a Portugal, é óbvio que tal injeção de dinheiro vai ter impactos positivos de curto prazo no Produto através do multiplicador da despesa. Mas estando o país há cinco anos em completa inação estrutural e se assim continuar, mantendo-se a atual solução política de governo à esquerda, esse impulso keynesiano vai-se esbater a prazo por estrangulamentos do lado da oferta, ligados a uma deficiente afetação de recursos e à ausência dos corretos incentivos económicos para a criação de riqueza. Por outras palavras, na ausência das reformas estruturais que libertam o potencial produtivo, o PIB potencial, aquilo a que costumo chamar a capacidade produtiva da fábrica Portugal SA, não sairá da sua medíocre trajetória de crescimento e o impulso de curto prazo não terá sustentabilidade. Haverá pois o risco de despejarmos dinheiro sobre a economia não resolvendo os seus problemas estruturais, pelo contrário, até os agravando nos casos em que se gasta mal o dinheiro! ■



COMO LER O GRÁFICO

☀ Expectativas de um cenário macroeconómico mais favorável, com a economia a recuperar durante o ano de 2021.

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

Um ano a dois tempos e a duas vozes



JOÃO DUQUE

Professor de Finanças, ISEG

Tentando responder à vossa questão sobre como penso que vai decorrer o ano de 2021 em jeito de antecipação económica, diria que prevejo um ano a duas velocidades e a duas vozes.

Numa primeira metade do ano antecipo ainda uma degradação da atividade económica, a qual depende muito das consequências internas e externas dos confinamentos. Estamos a assistir a reações muito diferentes e preocupantes com fechos totais na Alemanha e no Reino Unido que podem repetir-se noutros grandes países. Na Europa preocupam-me os grandes mercados para onde exportamos bens (Espanha, Alemanha, França, Reino Unido e Itália) ou de onde têm origem os turistas (Reino Unido, Espanha, França, Alemanha). Para nós, é fundamental que, em primeiro lugar, os Planos de Vacinação corram muito bem e sejam céleres. E, em segundo lugar, que as economias destes países comecem rapidamente a recuperar a dinâmica necessária para estimular as nossas exportações. Pode parecer estranho, mas é mais importante que os planos de vacinação sejam céleres e bem-sucedidos nestes mercados do que em Portugal. Europeus vacinados podem viajar para destinos não vacinados. Mas o contrário não se verifica.

Por isso mesmo, e temendo que o primeiro trimestre seja ainda um mau trimestre em termos económicos, estou à espera de uma recuperação algo rápida e com alguma dinâmica a partir de meados do segundo trimestre. Por isso, e admitindo que tal se verifica, tendo em conta a capacidade de absorção de desemprego que o turismo provoca em Portugal, até estou algo positivo quanto ao segundo semestre de 2021.

Isto é, um primeiro semestre muito comprometido pela sua primeira metade e uma aceleração na parte final do ano.

Claro que um Portugal puxado

essencialmente por turismo não é o desejável, nem o que devemos almejar para a sustentabilidade de longo prazo. Apenas permite evitar um desfecho muito infeliz para o final das moratórias bancárias marcadas na maioria para setembro de 2021.

Por outro lado, teremos o suposto efeito do Plano de Recuperação e Resiliência. Mas quanto a esse, temo que 2021 não venha a beneficiar significativamente a economia portuguesa porque estimo uma demora considerável para arrancar. Há que preparar a emissão de obrigações num processo que vai ser novo e que exige cuidados legais inovadores na União Europeia e com especial delicadeza. Ainda estou para saber se esta emissão europeia de dívida vai exigir aos Estados ratificações ou aprovações de alguns documentos do processo em organismos locais como parlamentos. Além disso, há todo o processo de preparação da emissão propriamente dita e depois a canalização dos fundos. Ora, eu temo que, a haver algum efeito, este se sinta apenas na parte muito final do ano, na melhor das hipóteses no quarto trimestre.

Em suma, se por um lado estou relativamente otimista quanto à dinâmica de uma economia privada depois do segundo trimestre de 2021, estou muito negativo quanto à dinâmica da economia pública. Tudo porque cantámos no verão do crescimento económico sem aforrar devidamente para um inesperado, mas rigoroso, inverno que surgiu. ■



E amanhã?



FRANCISCA GUEDES DE OLIVEIRA

Docente da Católica
Porto Business School

A grande dependência que a economia tem de fatores comportamentais que por sua vez dependem das expectativas dos agentes económicos, geram uma enorme incerteza na sua previsão. A inclusão de tendências passadas nos modelos de análise pode ajudar a diminuir essa incerteza, mas no atual contexto é difícil encontrar um percurso passado que sirva de modelo. Por isso, prever como vai evoluir a economia nos próximos dois ou três anos é um exercício particularmente difícil e as previsões das instituições económicas, para 2021, revelam essa dificuldade, com a OCDE a prever um crescimento do PIB de 1,7% e o FMI de 6,5%.

Numa tese de mestrado que orientei recentemente, a análise de dados históricos permitiu concluir que as previsões dos organismos nacionais

tendiam a ser mais corretas. Olhemos então para as previsões do Governo e do Banco de Portugal (BdP).

O BdP, no boletim económico de dezembro, prevê para 2020 uma recessão de -8,1%, corrigindo a previsão de -9,5% feita antes do verão. Esse valor é ligeiramente mais otimista, mas próximo da previsão do governo (-8,5%). Para 2021, o BdP é mais contido que o Governo ao prever um crescimento do PIB de 3,9% (1,5 pontos abaixo). Já na taxa de desemprego o BdP aponta para 8,8% em 2021, e o Governo, de novo mais otimista, crê que o valor não ultrapassará os 8,2%. Convém lembrar que as previsões do governo são as do OE e que as do BdP já incorporam informação do terceiro trimestre. Ainda assim, duas instituições nacionais com acesso a informação semelhante apresentam discrepâncias relevantes.

A verdade é que a recuperação dependerá, como nunca, de variáveis não económicas (à cabeça, da resolução da pandemia) mas também da forma como reagiremos quando a normalidade voltar. Se admitirmos que no final do terceiro trimestre já não haverá praticamente condicionamento na atividade económica, teremos cerca de três meses para acelerar o crescimento. A reação das pessoas e das empresas será determinante. Do lado das pessoas pode, à semelhança do que aconteceu nos EUA depois da Primeira Guerra

Mundial ou no final da gripe espanhola, haver uma necessidade de voltar rapidamente à normalidade disparando o consumo privado, e revertendo o aumento da taxa de poupança que se tem verificado. Do lado das empresas, a reação dependerá da forma como se aguentarem quando os incentivos (*lay-off* simplificado e moratórias) terminarem e isso ditará um aumento mais ou menos acentuado da taxa de desemprego e consequentemente do rendimento disponível das famílias.

Neste raciocínio, as variáveis a seguir para irmos medindo o pulso da economia serão o consumo privado e a taxa de desemprego, em particular esta última, não só porque condiciona a primeira (via rendimento disponível) mas também porque um valor mais elevado significará um tecido produtivo mais frágil e menos resiliente com consequências de médio prazo. Em qualquer cenário as políticas públicas, a sua calibração, monitorização e rápida implementação serão absolutamente fulcrais, podendo fazer toda a diferença. ■



Riscos e desafios



RUI LEÃO MARTINHO

Economista/Gestor, Bastonário
da Ordem dos Economistas

Após um ano marcado pela pandemia que nos confinou e teve efeitos marcantes na sociedade em geral e na economia, iniciamos agora 2021 com a esperança de vencer a crise sanitária através da vacinação e atingir um nível imunitário da população que permita, a pouco e pouco, retomar o curso habitual das nossas vidas e a atividade regular das empresas. Portugal já apresentava antes do eclidir desta pandemia, sinais evidentes de uma certa debilidade, quer em matéria de finanças públicas, quer no que se refere ao tecido empresarial. Apesar de termos conseguido em 2019 o primeiro superavit do Orçamento do Estado desde o início do regime democrático, temos uma eleva-

da dívida pública, reformas essenciais por decidir e aplicar e fraco crescimento económico desde há duas décadas. Recentemente, a OCDE veio corroborar nas suas previsões as dificuldades que Portugal irá enfrentar pelo que deveremos saber aproveitar os fundos europeus, aproveitar em pleno a transição energética e a transição digital em curso, tal como o que se refere às alterações climáticas dentro de um novo contexto global, com uma agenda positiva de criação de mais e melhor valor na economia. Deveremos decisivamente traçar com ambição um plano estratégico coletivo para o decénio e que represente um novo contrato entre o Estado e o mercado.

Neste momento, considero como principais preocupações a enfrentar em 2021: o risco das moratórias, a possível fuga de investimento estrangeiro, o aumento do desemprego e o risco do crescimento económico poder vir a ser mais baixo do que o previsto no Orçamento do Estado para este ano. O risco das moratórias advém da importância que já têm no montante global do crédito bancário das empresas e das famílias (cerca de 46 mil milhões de euros, o que deve representar mais de 20% do total), a taxa mais elevada da União Europeia.

A possível fuga do investimento estrangeiro poderá advir de falta de ponderação e precipitação na forma como se legisla, não sendo de somenos a recente decisão sobre os vistos *gold*. A taxa de desemprego poderá chegar aos dois dígitos já em 2021. O crescimento económico que consta do Orçamento do Estado para 2021 poderá não vir a concretizar-se, pois vários factores vão condicionar fortemente essas expectativas. Por um lado, o nosso maior parceiro comercial, a Espanha, atravessou no ano passado a maior recessão de toda a zona euro, o que decerto se irá reflectir este ano. Por outro lado, a dependência que deixámos criar nos últimos anos do sector do turismo e devido ao facto de ser uma actividade que levará algum tempo a recompor-se da crise, poderá também vir a influenciar negativamente o crescimento desejado. ■



CALENDÁRIO DE INDICADORES MACROECONÓMICOS DO 1º TRIMESTRE

EUROSTAT

7 de janeiro
Estimativa rápida da inflação (zona euro), dezembro 2020; indicadores de sentimento económico e de confiança, dezembro 2020

8 de janeiro
Desemprego, novembro 2020

12 de janeiro
Balança de pagamentos, 3º trimestre 2020

14 de janeiro
Índice de preços da habitação, 3º trimestre 2020

20 de janeiro
Inflação (ICP/IHCP), dezembro 2020

21 de dezembro
Dívida e défice trimestrais, 3º trimestre 2020

28 de janeiro
Indicadores de sentimento económico e de confiança, janeiro 2021

1 de fevereiro
Desemprego, dezembro 2020

2 de fevereiro
Estimativa rápida preliminar PIB (UE e zona euro), 4º trimestre 2020

3 de fevereiro
Estimativa rápida inflação (zona euro), janeiro 2020

16 de fevereiro
Estimativa rápida PIB e emprego (UE e zona euro), 4º trimestre 2020

23 de fevereiro
Inflação (IHCP), janeiro 2021

25 de fevereiro
Indicadores de sentimento económico e de confiança, fevereiro 2021

2 de março
Estimativa rápida inflação (zona euro), fevereiro 2021

4 de março
Desemprego, janeiro 2021

9 de março
PIB e contas nacionais/emprego, 4º trimestre 2020

17 de março
Inflação (IHCP), fevereiro 2021

30 de março
Indicadores de sentimento económico e de confiança, março 2021

31 de março
Estimativa rápida inflação (zona euro), março 2021

INE

7 de janeiro
Estimativas mensais de emprego e desemprego, novembro 2020

13 de janeiro
Índice de preços no consumidor, dezembro 2020

15 de janeiro
Atividade turística, novembro 2020

20 de janeiro
Síntese económica de conjuntura, dezembro 2020

29 de janeiro
Estimativa rápida IPC/IHPC, janeiro 2021; estimativa mensal de emprego e desemprego, dezembro 2020; índice de produção industrial, dezembro 2020

2 de fevereiro
Estimativa rápida contas nacionais trimestrais, 4º trimestre 2020

10 de fevereiro
Índice de preços no consumidor, janeiro 2021; estatísticas do emprego, 4º trimestre 2020

15 de fevereiro
Atividade turística, dezembro 2020

18 de fevereiro
Síntese económica de conjuntura, janeiro 2020

26 de fevereiro
Estimativa rápida IPC/IHPC, fevereiro 2021; contas nacionais trimestrais, 4º trimestre 2020

3 de março
Estimativas mensais desemprego e emprego, janeiro 2021

10 de março
Índice de preços no consumidor, fevereiro 2021

15 de março
Atividade turística, janeiro 2021

17 de março
Síntese económica de conjuntura, fevereiro 2021

26 de março
Procedimento dos défices excessivos, 2021

31 de março
Estimativa rápida IPC/IHPC, março 2021

OCDE

7 de janeiro
Índice de preços no consumidor, novembro 2020

13 de janeiro
Taxa de desemprego, novembro 2020

5 de fevereiro
Índice de preços no consumidor, dezembro 2020

10 de fevereiro
Taxa de desemprego, dezembro 2020

18 de fevereiro
Contas nacionais trimestrais, 4º trimestre 2020

3 de março
Índice de preços no consumidor, janeiro 2021

10 de março
Taxa de desemprego, janeiro 2021

BCE

21 de janeiro
Reunião do Conselho de Governadores sobre política monetária

3 de fevereiro
Reunião do Conselho de Governadores sobre política não-monetária

17 de fevereiro
Reunião do Conselho de Governadores sobre política não-monetária

11 de março
Reunião do Conselho de Governadores sobre política monetária

24 de março
Reunião do Conselho de Governadores sobre política não-monetária

25 de março
Reunião do Conselho Geral

BANCO DE PORTUGAL

4 de janeiro
Nota de informação estatística sobre dívida pública, dezembro 2020

20 de janeiro
Nota de informação estatística sobre a balança de pagamentos, novembro de 2020

RATINGS

26 de fevereiro
DBRS

12 de março
S&P

19 de março
Moody's



DESCODIFICADOR

Atividade turística

Um dos sectores de maior relevância para a economia portuguesa, o turismo é também uma das indústrias onde o impacto da pandemia mais se fez sentir. Como tal, o INE passou, a partir de fevereiro passado, a publicar estimativas rápidas sobre o número de dormidas, hóspedes e a sua origem, entre outros indicadores, dada a preocupação em torno do sector.

Indicadores de sentimento económico e de confiança

Ambos baseados em médias ponderadas dos resultados de inquéritos a várias empresas europeias, os indicadores diferem nas áreas que abrangem: enquanto que o Indicador de Sentimento Económico inclui as áreas da indústria, serviços, retalho, construção e consumo, o de Confiança foca-se apenas na produção. Assim, enquanto que o primeiro fornece uma visão sobre a economia como um todo, o

segundo é específico ao sector produtivo. Procedimentos de défice excessivo – caso o défice de um Estado-membro da UE ultrapasse o limite acordado no Tratado de Funcionamento do bloco europeu de 3% do PIB, a Comissão e o Conselho passam a ter legitimidade para monitorizar as contas nacionais desse país até que este corrija este desequilíbrio. Está igualmente previsto que este procedimento possa ser ativado caso a dívida pública de uma economia ultrapasse os 60% do PIB.

Reunião do Conselho de Governadores

O Conselho é constituído pelos 19 governadores dos bancos centrais dos países membros da moeda única e pelos seis membros da Comissão Executiva do BCE, sendo responsável pela definição da política monetária da Zona Euro e pelas tarefas de supervisão dos sistemas bancários.