



**FORUM PARA A  
COMPETITIVIDADE**

**NOTA DE CONJUNTURA Nº 80**  
DEZEMBRO DE 2022

Esta Nota de Conjuntura, da responsabilidade  
do Fórum para a Competitividade,  
inclui informação publicada até 02.01.2023

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O PATROCÍNIO DE:

**Jerónimo  
Martins**

## RESUMO EXECUTIVO

- O FMI considera que um terço do mundo (e metade da UE) deverá entrar em recessão em 2023, que deverá ser um ano mais duro do que 2022.
- O BCE está mais pessimista em relação à inflação na zona euro, adiando por um ano, para 2025, o regresso a níveis próximo da referência de 2%, tendo levado os mercados a antecipar um pico das taxas de juro mais elevado do que anteriormente estimado.
- A UE conseguiu diminuir o consumo de gás em 20%, mais do que a meta de 15%, mas Portugal registou um dos piores resultados, porque o governo não se tem empenhado na poupança de energia, apesar de termos das mais baixas auto-suficiências energéticas da Europa.
- Em 2022, os pagamentos do PRR terão sido próximo de 7,1% do total, muito abaixo da meta de 8,5%.
- Em Novembro, a execução do investimento público melhorou um pouco, mas continua com uma quebra em termos reais (descontando a inflação) e, sobretudo, muito longe da meta nominal (43%).
- A actividade do 4º trimestre está sob dois efeitos contraditórios: por um lado, a desaceleração generalizada, com fontes externas (abrandamento da economia europeia e mundial) quer internas (subida das taxas de juro, inflação); por outro, houve pacotes de ajuda às famílias e às empresas, que terão contrariado aquelas tendências.
- O Fórum para a Competitividade estima que no 4º trimestre de 2022, a economia terá tido uma variação em cadeia entre -0,1% e 0,2%, a que corresponde uma variação homóloga entre 2,8% e 3,1%.
- Entre 2020 e 2022, Portugal terá crescido anualmente apenas uma décima acima da UE, o que, de maneira nenhuma pode ser confundido com convergência, porque a este ritmo iríamos demorar muito mais de cem anos a “convergir”, para além de descermos para um dos últimos lugares da UE.
- Dado que o ano de 2023 está rodeado de uma elevada incerteza, tanto poderemos ter uma recessão na economia portuguesa como um crescimento muito modesto.
- Enquanto em 2022 a política orçamental estimulou o crescimento económico, em 2023 o mais provável é que suceda o oposto.
- Em 2024, é possível que a economia regresse a um crescimento em torno do seu potencial, que é baixo, porque não tem havido praticamente nenhuma medida para a promoção do seu aumento. Este é, em última análise, o grande drama da economia portuguesa e o principal obstáculo a uma convergência nítida com a UE.

# ÍNDICE

## 1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

Guerra	5
EUA	6
China	7
Reino Unido	8
Zona euro	8

## 2. CONJUNTURA NACIONAL

Pandemia	11
Indústria e construção	12
Serviços	13
Turismo	14
Energia	15
Inflação	16
Exportações de bens	18
Contas externas	19
Mercado de trabalho	20
Execução do PRR	20
Contas públicas	21
PIB do 4º trimestre de 2022	22
Próximos trimestres	25

## 3. MERCADOS FINANCEIROS

## 4. AGENDA



**- A guerra na Ucrânia provavelmente não chegará ao fim em 2023**

**- O FMI considera que um terço do mundo deverá entrar em recessão em 2023**

## 1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

Pedro Braz Teixeira<sup>1</sup>

### GUERRA

No final de Dezembro, a Rússia proibiu a venda de petróleo em contratos que cumpram a sanção ocidental de ter um preço inferior a 60 dólares por barril. No entanto, também deixou a porta aberta para “permissão especial” de evitar esta restrição, o que terá sido feito para permitir a continuação da exportação para a Índia e China.

A guerra chegará ao fim em 2023? Os analistas do Financial Times consideram que não é provável, já que congelar as actuais posições não satisfaria nem a Ucrânia nem a Rússia. O invasor terá dificuldade em melhorar a sua posição e o invadido precisaria de armamento que o Ocidente não parece disposto a fornecer, pelo que o mais provável é um conflito prolongado.

O FMI considera que um terço do mundo (e metade da UE) deverá entrar em recessão em 2023, que deverá ser um ano mais duro do que 2022. Os EUA, UE e China estão a desacelerar em simultâneo, o que agrava o cenário. Pela primeira vez em 40 anos, a China deverá crescer abaixo da média mundial, passando de motor a lastro para o crescimento global.

<sup>1</sup> Director do Gabinete de Estudos do Forum para a Competitividade, responsável pelos textos desta Nota de Conjuntura, com excepção dos assinalados.



## - Abrandamento da subida dos Fed funds

### EUA

Na reunião de Dezembro, a Reserva Federal dos EUA abrandou o ritmo de subida da taxa de referência para 0,5%, colocando-a entre 4,25% e 4,5%. Também foram divulgadas as novas previsões deste banco central<sup>2</sup>, com menor crescimento em 2023 e 2024 e inflação superior, de 2022 a 2025. Os Fed funds devem ultrapassar os 5% em 2023, mas deverão cair nos anos seguintes.

#### Previsões da Reserva Federal (Dezembro)

Indicador	2022	2023	2024	2025	Longo prazo
PIB	0,5	0,5	1,6	1,8	1,8
(Setembro)	0,2	1,2	1,7	1,8	1,8
Desemprego	3,7	4,6	4,6	4,5	4,0
(Setembro)	3,8	4,4	4,4	4,3	4,0
Inflação	5,6	3,1	2,5	2,1	2,0
(Setembro)	5,4	2,8	2,3	2,0	2,0
Inflação "core"	4,8	3,5	2,5	2,1	
	4,5	3,1	2,3	2,1	
Fed funds	4,4	5,1	4,1	3,1	2,5
(Setembro)	4,4	4,6	3,9	2,9	2,5
(Junho)	3,4	3,8	3,4		2,5

<sup>2</sup> <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20221214.pdf>



## - Fed poderá estar a ser otimista

Segundo um inquérito de parceria entre o Financial Times e a IGM, o Fed estará a ser demasiado optimista, sobretudo em relação ao desemprego, que o consenso destes economistas prevê que atinja valores próximos dos 6%. Mais de 60% das respostas apontam para que os Fed funds subam pelo menos até 5%, havendo percentagens significativas de estimativas mais pessimistas.

Em Novembro, a taxa de inflação voltou a abrandar de forma significativa, de 7,7% para 7,1%, mais do que o esperado (7,3%), o quinto mês de desaceleração, atingindo o valor mais baixo dos últimos 12 meses.

## - Alívio do confinamento favorável para a inflação mundial em 2023

### CHINA

No início do mês, as autoridades chinesas reforçaram o alívio das medidas de confinamento, fazendo uma opção mais clara a favor da economia em detrimento do controlo da pandemia. O que terá desencadeado esta decisão terá sido uma sucessão de dados negativos, sendo um dos últimos o comércio externo de Novembro. Neste mês, as exportações agravaram a queda, de -0,3% para -8,7%, pior do que o esperado (-3,5%), tal como as importações, de -0,7% para -10,6%.

O “turismo de vacinas”, com destino a Macau, tem estado em crescendo, por parte de chineses “ricos” com acesso a informação científica sobre a eficácia relativa das vacinas, um sinal adicional de falhas da abordagem agora abandonada.

Dado que a China é “a fábrica do mundo”, a suavização do confinamento deverá aliviar os estrangulamentos nos fornecimentos das mais variadas componentes, que vinham sendo um dos motores do surto inflacionista mundial, ajudando a tarefa dos bancos centrais em 2023. No entanto, é possível que este efeito não seja imediato, prevalecendo no curto prazo o impacto do aumento da procura chinesa sobre os preços mundiais das matérias-primas.



**- Inflação terá atingido pico**

**- BCE deverá subir taxas até entre 3% e 3,5% em meados de 2023**

## REINO UNIDO

Na reunião de Dezembro, o Banco de Inglaterra subiu a sua taxa base em 0,5% para 3,5%, o nível mais elevado em 14 anos. Em Fevereiro, espera-se novo aumento, dado que foi anunciado que é necessário prosseguir com uma “forte” resposta monetária.

Em Novembro, a inflação caiu, de 11,1% para 10,7%, melhor do que o esperado (10,9%), enquanto a inflação subjacente também diminuiu, de 6,5% para 6,3%, sustentando a percepção de que se terá ultrapassado o pico.

## ZONA EURO

O BCE também desacelerou o ritmo de subida de taxas para 0,5%, tendo a taxa principal passado de 2% para 2,5%, embora também tenha indicado que iria prosseguir com aumentos desta intensidade nas próximas reuniões. Esta indicação é que terá surpreendido mais o mercado, porque sugere que as taxas irão atingir um máximo superior ao considerado até ao momento, talvez acima dos 3,5%. Também anunciou que irá começar em Março o processo de redução do stock de 5 milhões de milhões de euros em obrigações que detém.

O BCE está agora um pouco mais pessimista para o crescimento económico da zona euro em 2023<sup>3</sup>, que corresponde a uma quase estagnação, com ligeira subida do desemprego. Em relação à inflação, a revisão é mais substancial, cerca de um ponto percentual em 2023 e 2024 e adiando por um ano o regresso a níveis próximo da referência de 2%.

<sup>3</sup> [https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202212\\_eurosystemstaff-6c1855c75b.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202212_eurosystemstaff-6c1855c75b.en.html)





## - Indicações de contracção no 4º trimestre

### Previsões do BCE (Dezembro)

Indicador	2022	2023	2024	2025
PIB	3,4	0,5	1,9	1,8
(Setembro)	3,1	0,9	1,9	
Desemprego	6,7	6,9	6,8	6,6
(Setembro)	6,7	6,9	7,0	
Inflação	8,4	6,3	3,4	2,3
(Setembro)	8,1	5,5	2,3	
Inflação "core"	3,9	4,2	2,8	2,4
(Setembro)	3,9	3,4	2,3	

Em Dezembro, a confiança empresarial recuperou um pouco, embora se tenha mantido negativa, pelo sexto mês consecutivo, reforçando as indicações de uma contracção da actividade no 4º trimestre. Ainda assim, a quebra de encomendas reduziu-se, tal como a pressão sobre os preços. Se se confirmar esta queda do PIB, já antecipada pela Comissão Europeia, e se registar outra no 1º trimestre de 2023, a zona euro entrará na chamada recessão técnica.



### Indicadores da zona euro

País	Uni.	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez
Confiança empresarial	-	54,8	52,0	49,9	48,9	48,1	47,3	47,8	48,8
Produção industrial	tvh	1,3	2,3	-2,1	2,6	4,1	2,6		
Confiança na indústria	-	54,6	52,1	49,8	49,6	48,4	46,4	47,1	47,8
Vendas a retalho	tvh	0,9	-2,8	-0,6	-1,3	0,0	-2,4		
Confiança nos serviços	-	56,1	53,0	51,2	49,8	48,8	48,6	48,5	49,1
Desemprego	%	6,7	6,7	6,6	6,7	6,6	6,5		

Fonte: Eurostat, IHS Markit, cálculos do autor.



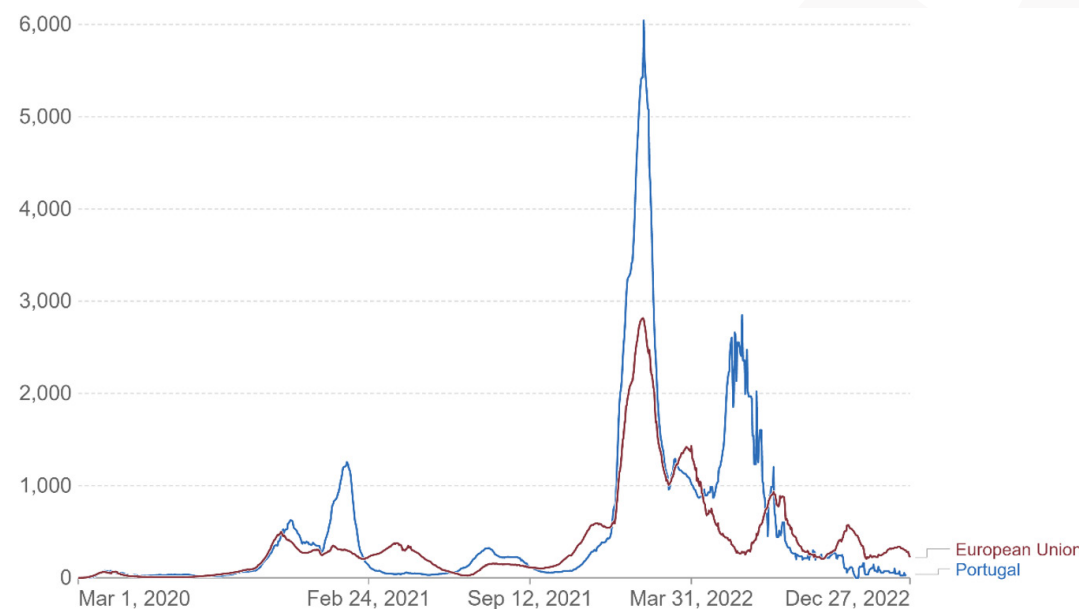
**- Muito abaixo da média da UE**

## 2. CONJUNTURA NACIONAL

### PANDEMIA

Desde meados de Julho que o número de novos casos em Portugal se tem mantido abaixo da média europeia, de forma ainda mais nítida nas últimas semanas. Na UE, tem havido uma quebra desde meados de Dezembro, aproximando-se dos mínimos dos últimos 12 meses.

#### Novos casos (valores por milhão de habitantes)



Source: Johns Hopkins University CSSE COVID-19 Data



**- Recuperação da confiança, mas 4º trimestre foi o pior do ano**

## INDÚSTRIA E CONSTRUÇÃO

Em Dezembro, houve uma estabilização do clima económico, mas próximo dos mínimos do ano, enquanto no 4º trimestre esta variável também se fixou no menor valor do ano. Registou-se uma ligeira recuperação da confiança em quase todos os sectores mas no 4º trimestre aquela ficou no mínimo do ano. No caso da indústria a melhoria foi muito ténue, enquanto a produção industrial apresentou variações negativas em Outubro e Novembro.

### Dados da indústria e construção

Indicador	Uni.	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez
Indicador de Clima Económico	-	1,8	1,7	1,9	1,6	1,3	1,0	1,3	1,3
Volume de Negócios na Indústria	tvh	29,0	31,5	24,3	29,2	22,1	16,2		
	tv19	-5,7	-1,5	-6,9	-2,4	-1,9	-6,8	-2,3	
Produção industrial	-	-4,1	-3,6	-4,5	-6,1	-5,6	-7,3	-6,9	-6,6
	tvh	6,3	4,3	-7,8	-0,4	0,0	-1,1	-4,8	
Confiança na Indústria Transformadora	tv19	18,4	30,9	1,1	19,4	16,2	-0,6	21,6	
	tvh	1,5	1,7	2,5	2,7	0,4	1,4		
Vendas de cimento	tv19	2,1	1,9	2,2	3,8	1,8	0,9		
	-	-2,9	-7,4	-3,5	-6,5	-4,4	-5,8	-5,3	-6,4
Índice de Produção na Construção	tvh	13,6	12,5	13,4	12,6	13,3	12,5		
Confiança na Construção	tvh	11,3	14,5	13,6	12,5	13,4	12,6		
Custos na Construção									

Fonte: INE, Banco de Portugal.



## - Confiança dos consumidores com ligeira recuperação

Em Novembro, as vendas de cimento deterioraram-se, enquanto em Dezembro, a confiança na construção caiu para valores muito próximos do mínimo do ano, tal como se verificou no 4<sup>o</sup> trimestre.

### SERVIÇOS

Em Dezembro, a confiança dos consumidores melhorou ligeiramente, tal como a confiança no retalho, mas fixando-se em valores muito fracos. A confiança nos serviços terminou o ano num novo mínimo, embora no caso do alojamento se tenha registado uma recuperação.

#### Dados dos serviços

Indicador	Uni.	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez
Confiança dos consumidores	-	-30,1	-32,5	-31,1	-31,1	-35,8	-38,6	-38,7	-37,1
Vendas no Comércio a Retalho	tvh	3,1	3,4	5,3	5,8	2,3	0,5	-1,2	
Confiança no comércio a retalho	-	6,1	2,8	1,7	2,4	0,1	-0,7	1,2	1,6
Vendas veículos ligeiros de passageiros	tvh	-23,5	-18,1	17,6	67,5	15,6	18,8	39,4	
	tv19	-43,9	-38,7	-21,4	7,4	-14,3	-19,7	-7,1	
Vendas de veículos comerciais ligeiros	tvh	-34,5	-28,3	17,7	-18,7	8,3	-20,6	-36,1	
		-51,4	-45,3	-39,2	-55,1	-29,2	-35,7	-40,5	
Volume de Negócios nos Serviços	tvh	24,2	20,4	24,0	25,1	21,8	16,9		
Confiança nos serviços	-	22,6	22,7	16,1	18,0	9,2	6,1	7,4	3,9
Procura nos próximos 3 meses - alojamento e restauração	-	29,7	28,0	19,1	14,0	3,2	-3,5	-5,4	-0,8

Fonte: ACAP, INE.



## - Novos máximos face a 2019

### TURISMO

Em Novembro, houve uma nova desaceleração nas dormidas de não residentes, mas atingiu-se um novo máximo face aos valores homólogos de 2019. Em Outubro, o movimento de passageiros nos aeroportos nacionais superou o nível de 2019, pela primeira vez.

#### Dados do turismo

Indicador	Uni.	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov
Vol. Negócios - alojamento e restauração	tvh	64,8	53,7	64,3	38,0	32,1		
	tv19	4637,2	926,9	329,0	144,1	199,4	302,7	
Proveitos totais no Turismo	tvh	221,7	110,7	90,0	32,3	37,2	23,8	19,4
	tv19	-0,7	-0,1	4,8	3,1	0,5	6,5	4,3
Dormidas	tvh	46,6	17,8	8,1	-11,3	-3,7	-3,2	6,3
	tv19	10,8	8,2	14,7	8,4	9,3	20,4	0,8
Dormidas de residentes	tvh	490,9	241,0	206,4	87,6	70,9	38,0	26,4
	tv19	-4,5	-3,7	0,4	0,2	-3,1	2,1	5,9
Dormidas de não residentes	tvh	319,8	186,0	122,6	63,4	63,0	42,6	
	tv19	-3,9	-2,7	-1,5	-1,9	-1,0	4,0	
Tráfego aéreo (Passageiros)	tvh							
	tv19							

Fonte: INE, NAV.



## - UE consegue reduzir consumo de gás para lá da meta

### ENERGIA

De acordo com o Eurostat, entre Agosto e Novembro a UE reduziu o consumo de gás natural em 20,1%, mais do que a meta de redução de 15%. Em três deles, Finlândia, Letónia e Lituânia, o consumo caiu mais de 40%, enquanto em seis deles, entre os quais Portugal, a queda foi inferior a 15%. Ainda assim, como o nosso país negociou uma meta menos ambiciosa, de um corte de apenas 7%, conseguiu cumpri-la, tendo atingido uma quebra superior a 10%.

#### Dados de energia

Indicador	Uni.	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov
Consumo de energia eléctrica	tvh	2,3	2,9	4,8	1,4	0,2	1,5	2,0
	tv19	2,6	-0,7	2,2	-0,4	-2,4	-4,7	-7,3
Vendas de gasolina	tvh	9,3	2,3	8,9	13,8	9,0	4,0	
	tv19	-9,0	4,3	0,7	7,3	9,0	4,3	
Vendas de gasóleo	tvh	6,3	-0,4	0,6	13,1	0,7	-1,7	
	tv19	-15,1	0,2	-3,4	4,9	-0,1	-6,7	
Preço do gás natural	€/MWh	94,1	108,3	190,9	236,0	203,5	135,5	119,5
Preço da electricidade por grosso	€/MWh	187,2	169,8	142,7	157,3	141,3	127,2	115,4
	tvh	178,8	103,9	54,1	48,4	-9,8	-36,4	-40,4

Fonte: DGEG, Bloomberg, OMIE.



**- Continuamos a ignorar a necessidade de investir na poupança de energia**

**- Segunda queda da inflação portuguesa**

No entanto, tem que se insistir que ficámos muito abaixo da média europeia, o que, por um lado, é muito negativo, porque temos uma das menores auto-suficiências energéticas da UE e, por outro lado, poderíamos ter conseguido uma redução mais significativa se o governo se tivesse empenhado verdadeiramente na poupança de energia, uma lacuna que continua a ser o elo mais fraco na resposta portuguesa à crise energética.

## INFLAÇÃO

Em Portugal, em Dezembro, a inflação caiu de novo, de 9,9% para 9,6%, ainda que a inflação subjacente (excluindo produtos energéticos e bens alimentares não transformados) tenha voltado a subir, de 7,2% para 7,3%. Houve desaceleração na energia (de 24,8% para 20,9%) e nos produtos alimentares não transformados (de 18,4% para 17,6%), mas aceleração nos produtos alimentares transformados (de 16,8% para 17,5%). A inflação média voltou a acelerar, de 7,3% para 7,8%, o valor para o conjunto do ano de 2022.





## Indicadores de inflação, Zona euro e Portugal

Indicador	Uni.	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez
Inflação (euro)	tvh	8,1	8,6	8,9	9,1	9,9	10,6	10,1	
Inflação subjacente (euro)	tvh	4,4	4,6	5,1	5,5	6,0	6,4	6,6	
Preços energia (euro)	tvh	39,1	42,0	39,6	38,6	40,7	41,5	34,9	
Inflação	tvh	8,0	8,7	9,1	9,0	9,3	10,1	9,9	9,6
Inflação subjacente	tvh	5,6	6,0	6,2	6,5	6,9	7,1	7,2	7,3
Preços aliment. não transf.	tvh	11,6	12,0	13,2	15,4	16,9	18,9	18,4	17,6
Preços energia	tvh	27,3	31,7	31,2	24,0	22,2	27,6	24,8	20,9
Inflação média	tvh	3,4	4,1	4,7	5,3	6,0	6,7	7,3	7,8
Diferencial Portugal - euro		-0,1	+0,1	+0,2	-0,1	-0,6	-0,5	-0,1	
Preços na produção industrial (PPI)	tvh	24,5	25,5	24,6	22,4	19,7	16,2	14,1	
PPI – Energia	tvh	58,0	63,6	60,9	49,7	34,9	21,7	15,3	
Euro – dólar	tvh	-12,9	-12,3	-13,9	-14,0	-15,9	-15,3	-10,6	

Fonte: Eurostat, INE.

O BCE espera que se atinjam novos máximos da inflação na zona euro no início de 2023, pelo que ainda é cedo para respirar de alívio.



## - Exportações voltaram a desacelerar

### EXPORTAÇÕES DE BENS

Em Outubro, as exportações de bens desaceleraram de novo, tal como o seu preço unitário (de 16,2% para 14,5%). As exceções a este movimento ocorreram no caso dos EUA e do Reino Unido. As importações também desaceleraram, sobretudo na componente de combustíveis, que se fixaram em 1304 milhões de euros, o valor mais baixo desde Janeiro, mas ainda muito acima dos valores médios mensais de 720 milhões de 2019.

#### Comércio externo de bens, taxas de variação homóloga

Indicador	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out
Exportações - total	12,9	16,2	40,6	37,3	27,9	32,3	24,7	21,1
(tv19)	27,6	24,4	33,5	48,9	32,1	50,7	37,2	21,0
Espanha	18,9	17,2	32,3	28,5	20,7	37,7	20,8	20,8
França	5,9	9,4	18,1	29,2	16,2	24,2	21,4	16,3
Alemanha	19,9	20,7	32,3	31,9	28,6	38,0	23,8	22,1
EUA	26,3	44,0	180,0	91,2	34,7	15,8	13,8	19,7
Reino Unido	-8,7	-13,1	38,4	51,8	35,5	41,8	6,6	13,7
Itália	23,6	27,3	44,3	37,6	20,6	24,3	28,6	7,6
Países Baixos	22,0	18,8	30,4	47,7	29,1	40,5	32,7	15,7
Bélgica	11,8	16,0	-6,8	12,0	27,0	18,5	33,1	26,9
Angola	22,9	27,6	72,8	59,3	33,2	63,1	83,6	40,1
Polónia	28,5	4,2	27,5	21,3	14,7	9,6	22,0	20,0
Importações - total	28,6	26,6	45,4	42,7	31,3	49,6	29,6	26,2
(tv19)	33,5	28,3	36,9	45,9	28,9	67,8	42,0	31,7
Import. sem combustíveis	18,8	16,0	34,0	24,6	22,5	33,1	26,2	25,2
(tv19)	23,0	19,7	27,2	31,4	20,8	43,6	36,2	26,9
Importações combustíveis	132,9	128,3	141,2	220,5	97,8	153,5	51,0	32,9
(tv19)	150,3	97,3	113,1	152,8	88,4	278,9	83,5	72,8

Fonte: INE.

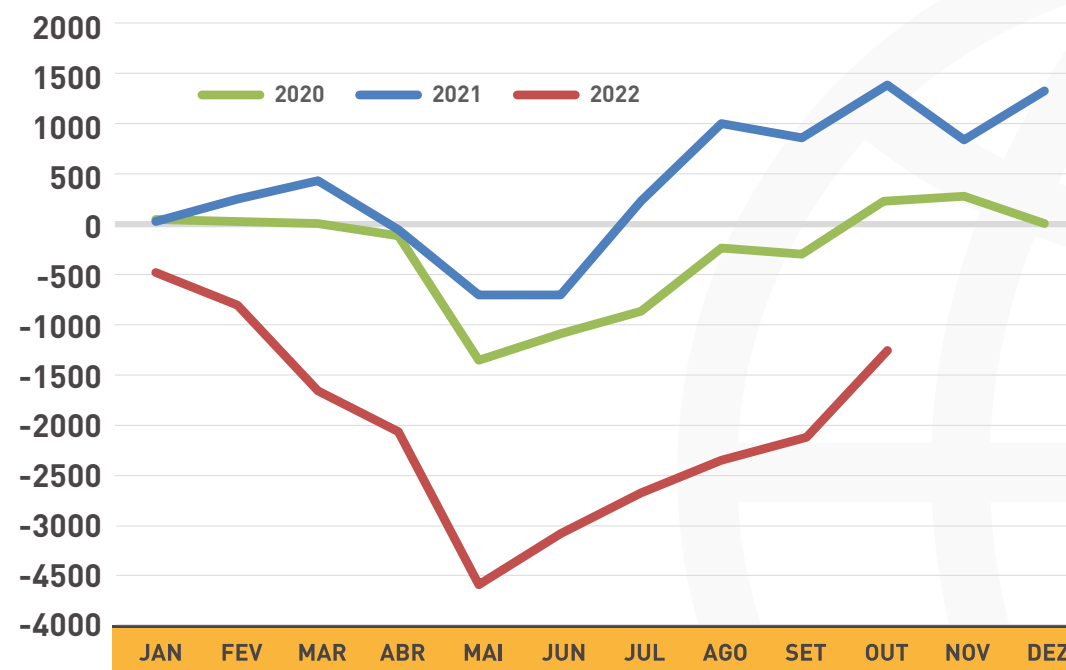


## - Nova queda do défice externo

### CONTAS EXTERNAS

Até Outubro, a balança corrente e de capital apresentou um défice de 1317 milhões de euros, quando no mesmo período de 2021 tinha registado um excedente de 1556 milhões de euros. No entanto, em Outubro de 2022, aquela balança registou um excedente de 887 milhões de euros, superior em 373 milhões ao registado no mês homólogo.

#### Balanças corrente e de capital (milhões de euros)



Fonte: Banco de Portugal



## - Deterioração do mercado de trabalho

## - Pagamentos de apenas 7,1% do total face a meta de 8,5% em 2022

### MERCADO DE TRABALHO

Segundo o IEFP, em Novembro, o número de novos pedidos de emprego por parte de desempregados acelerou, de um crescimento 14,5% para 15,3% em termos homólogos. Nos últimos três meses, estes valores estão muito acima do que se esperaria pela mera sazonalidade, indiciando uma deterioração do mercado de trabalho, que até aqui não se verificava.

### EXECUÇÃO DO PRR

De acordo com a informação prestada pela Estrutura de Missão “Recuperar Portugal”, que acompanha a execução do PRR, já foram assinados 100% do valor em contratos dos três segmentos, num total de 16 644 milhões de euros, embora as taxas de aprovação sejam inferiores: Resiliência (64% de aprovações), Transição Climática (54%) e Transição Digital (71%). No entanto, ainda só foram realizados pagamentos de 2706 milhões de euros, dos quais apenas 1186 milhões a Beneficiários Directos e Finais (7,1% do total).

Nas últimas quatro semanas, foram aprovados apenas 208 milhões de euros de projectos, tendo os pagamentos aumentado em apenas 120 milhões. Estamos assim muito longe da meta de pagamentos a beneficiários e directos de 8,5% no final de 2022, a dez dias do final do ano.



**- Excedente de 2,8% do PIB no 3º trimestre**

**CONTAS PÚBLICAS**

Em contabilidade nacional (óptica de compromissos, a que interessa a Bruxelas), as contas públicas revelaram um excedente de 2,8% do PIB até ao 3º trimestre, contra um défice de 2,5% do PIB em 2021. A diferença entre a contabilidade nacional e a contabilidade foi apenas de 254 milhões de euros, muito menos do que é habitual.

Em contabilidade pública (óptica de caixa), até Novembro, o saldo das contas públicas foi positivo em 1855 milhões de euros, uma nova redução face ao mês anterior. A subida da receita fiscal abrandou para 17,2%, mas permanecendo muito acima dos 6,5% previstos.

**Execução orçamental (contabilidade pública, valores acumulados)**

Componente	Uni.	Jun	Ago	Set	Out	Nov	OE22
Receita corrente	tvh	19,8	16,5	15,4	14,6	13,0	7,9
Receita fiscal	tvh	28,1	21,9	20,0	18,6	17,2	6,5
IVA	tvh	26,9	20,9	20,7	21,2	19,5	10,7
Receita total	tvh	19,7	16,6	15,5	14,7	13,1	10,4
Despesa corrente	tvh	-1,0	0,4	0,8	2,3	2,8	3,2
Pessoal	tvh	2,1	2,5	2,6	2,5	2,7	2,5
Juros	tvh	15,3	-9,7	-9,4	-5,4	-5,4	-2,1
Investimentos	tvh	3,2	5,2	1,3	1,7	4,0	43,0
Despesa total	tvh	-1,7	0,1	0,3	1,8	2,5	5,9
Saldo orçamental	10^6 €	1113	2303	5253	2540	1855	-5192

Fonte: DGO.



**- Investimento muito abaixo da meta orçamental**

**- Défice público pode ficar abaixo dos 1,5% do PIB**

**- Sob dois efeitos contraditórios**

A despesa corrente acelerou ligeiramente, mas mantém-se controlada, abaixo do orçamentado (3,2%). A execução do investimento público melhorou um pouco, mas continua com uma quebra em termos reais (descontando a inflação) e, sobretudo, muito longe da meta nominal (43%). Não se compreende o que se passa com o investimento na saúde, que está a cair 2%, quando deveria estar a subir 154%.

O primeiro-ministro já anunciou que défice público deverá ser 1,5% do PIB em vez dos 1,9% esperados, mas quase que é difícil que o défice seja tão elevado, dado os excedentes tão elevados registados no 3º trimestre e até Novembro, uma folga orçamental que é fruto da receita fiscal muito acima do esperado.

O governo terá deixado algumas decisões para o final do ano: uma transferência excepcional de 240 milhões de euros para as famílias mais pobres; uma nova injeção de fundos na TAP. Ainda assim, poderá haver medidas contabilísticas de antecipação de despesa, para aliviar o défice de 2023, que deverá ser mais difícil de cumprir, dissipando-se o efeito favorável da inflação e com o abrandamento da economia.

### PIB DO 4º TRIMESTRE DE 2022

A actividade do 4º trimestre está sob dois efeitos contraditórios: por um lado, a desaceleração generalizada, com fontes externas (abrandamento da economia europeia e mundial) quer internas (subida das taxas de juro, inflação); por outro, houve pacotes de ajuda às famílias e às empresas, que terão contrariado aquelas tendências.

No entanto, os indicadores disponíveis sugerem que terá havido uma queda do PIB no último trimestre do ano, embora de intensidade incerta. O indicador diário de actividade (DEI) calculado pelo Banco de Portugal tem apresentado valores homólogos negativos desde Setembro, em sucessiva degradação, mais acentuada em Dezembro. Para além



disso, na produção industrial registaram-se quebras em Outubro e Novembro, tal como no comércio a retalho em Novembro; em todos os sectores, a confiança registou um mínimo do ano no 4º trimestre.

### Indicador diário de actividade

Indicador	1T22	2T22	3T22	4T22	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez
PIB (tvh)	12,0	7,4	4,9							
DEI	9,9	8,2	3,9	-1,6	7,3	4,1	0,0	-0,1	-1,9	-3,0
DEI (vs 2019)	2,4	3,5	2,6	-2,4	3,9	3,8	0,1	-2,2	-2,1	-3,1

Fonte: Banco de Portugal, cálculos do autor.

Como já tínhamos sinalizado, no 3º trimestre houve uma nova redução da taxa de poupança das famílias, de 6,0% para 5,1% do rendimento disponível, afastando-se ainda mais dos níveis prevaletentes antes da pandemia, em torno dos 7%, e repetindo o mínimo anterior, registado no 2º trimestre de 2008. A forte perda de poder de compra associado à inflação estará a ser mitigada pelos particulares através da diminuição da poupança, o que é uma opção razoável, mas não sustentável. Acrescente-se que as famílias passaram a ter um nível de poupança inferior ao seu próprio investimento (essencialmente habitação), o que é extremamente invulgar (só tendo acontecido em 2008), já que elas costumam ser uma das principais fontes de poupança para a economia como um todo.



### Poupança das famílias (% do rendimento disponível)



Fonte: INE.





**- Forum para a Competitividade estima que no 4º trimestre de 2022, a economia terá tido uma variação em cadeia entre -0,1% e 0,2%**

**- Crescimento elevado de 2022 é uma boa notícia por maus motivos**

**- Recessão na zona euro quase inevitável**

Assim, o Forum para a Competitividade estima que no 4º trimestre de 2022, a economia terá tido uma variação em cadeia entre -0,1% e 0,2%, a que corresponde uma variação homóloga entre 2,8% e 3,1%.

Em relação ao conjunto do ano, o PIB deverá ter crescido entre 6,6% e 6,7%, acima das previsões de há um ano, em torno de 5,5%. No entanto, tem que se insistir que este aparente bom resultado decorre do facto de o nosso país estar mais atrasado na recuperação da pandemia, pelo que deve ser considerada uma boa notícia por maus motivos. De acordo com a Comissão Europeia (previsões de Novembro), Portugal crescerá 6,6% em 2022, muito acima dos 3,3% da UE. Na verdade, Portugal ficará apenas 3,1% acima do PIB de 2019, apenas muito ligeiramente acima dos 2,7% equivalentes para a UE. Ou seja, nos últimos três anos o nosso país terá crescido anualmente apenas uma décima acima da UE, o que, de maneira nenhuma pode ser confundido com convergência, porque a este ritmo iríamos demorar muito mais de cem anos a “convergir”, para além de descermos para um dos últimos lugares da UE. Ser ultrapassado por todos ou quase todos os países da UE é convergir?

## PRÓXIMOS TRIMESTRES

Persiste a deterioração da conjuntura internacional, com sucessivas revisões em alta do PIB e em alta da inflação. Mais recentemente, o BCE endureceu o seu discurso sobre as taxas de juro, o que poderá ditar um enfraquecimento adicional da economia da zona euro, que deverá passar por uma recessão no início de 2023. De momento, a expectativa dominante é que esta recessão seja relativamente curta, talvez não mais de dois trimestres, e pouco profunda. Se se verificarem estas duas características será possível que a recuperação posterior permita que para o conjunto do ano a zona euro consiga ter um crescimento positivo, ainda que baixo.



**- Em 2023, tanto poderemos ter uma recessão como um crescimento muito modesto**  
**- Enquanto em 2022 a política orçamental estimulou o crescimento económico, em 2023 o mais provável é que suceda o oposto**

Em Portugal, é provável uma nova queda dos salários reais em 2023, com a subida dos salários nominais a não conseguir acompanhar a subida dos preços, que deverão subir cerca de 6%. Os escalões de IRS só subiram 5,1%, pelo que mesmo aumentos das remunerações em linha com a inflação serão penalizados fiscalmente. Aquela quebra, associada a uma também provável queda do emprego, deverá contribuir para uma grande moderação do consumo privado, que tem crescido em parte devido à diminuição da poupança, um processo que deverá estar a chegar ao limite.

As perspectivas para o investimento são negativas, dada a evolução esperada da procura, da subida das taxas de juro e dos diferenciais de crédito. Em relação às exportações, estão muito condicionadas pelo enquadramento externo em deterioração e pelo facto de a recuperação do turismo estar concluída, perdendo-se este elemento adicional de crescimento.

Assim, dado que o ano de 2023 está rodeado de uma elevada incerteza, tanto poderemos ter uma recessão na economia portuguesa como um crescimento muito modesto.

Há ainda um aspecto que merece atenção. Em 2022, as contas públicas beneficiaram largamente da inflação, que permitiu o facto excepcional de um excedente de 2,8% do PIB até ao 3º trimestre, que deu margem ao governo para, quer aliviar o arrefecimento do PIB, quer evitar um valor demasiado favorável do défice, para não colocar demasiada pressão em 2023.

No novo ano, a inflação já será prejudicial para o défice, tal como a forte desaceleração da economia. É, assim, possível que o executivo se veja forçado a cativações adicionais, sobretudo do investimento público, que abrandarão ainda mais o desempenho económico, para evitar uma deterioração mais profunda das contas públicas. Ou seja, enquanto em 2022 a política orçamental estimulou o crescimento económico, em 2023 o mais provável é que suceda o oposto.



**- Em 2024 vai-se tornar evidente o nosso baixo potencial de crescimento, um problema esquecido desde 2015**

**- Bancos centrais também provocam aumento das taxas de longo prazo**

Em 2024, é possível que a economia regresse a um crescimento em torno do seu potencial, que é baixo, porque não tem havido praticamente nenhuma medida para a promoção do seu aumento. Este é, em última análise, o grande drama da economia portuguesa e o principal obstáculo a uma convergência nítida com a UE. Podemos estar distraídos com as flutuações conjunturais, sobretudo as dos últimos dois anos, que foram inéditos, sobretudo pela pandemia, mas o essencial é a questão do crescimento potencial, praticamente esquecida desde 2015, com ausência de reformas estruturais para o aumentarem.

### 3. MERCADOS FINANCEIROS

O endurecimento do discurso dos principais bancos centrais conduziu a um forte aumento das taxas de juro de longo prazo.

Taxas de juro a 10 anos (nível)

País	30-Jun	31-Ago	30-Set	31-Out	30-Nov	31-Dez
EUA	3,01	3,19	3,83	4,05	3,61	3,87
Alemanha	1,62	1,54	2,11	2,14	1,93	2,57

Fonte: Bloomberg

Esta subida de taxas não afectou muitos os diferenciais de taxas de juro, com a excepção significativa de Itália. Alguma desta subida será resultado da decisão do Banco do Japão de alargar o intervalo de taxas de juro que tolera, o que teve impacto em muitos mercados, dado o peso dos investidores japoneses no exterior.



**- Euribor com novos  
máximos**

Diferencial com a Alemanha de taxas de juro a 10 anos (pontos base)

País	30-Jun	31-Ago	30-Set	31-Out	30-Nov	31-Dez
UE	63	69	76	74	61	64
Espanha	109	120	118	108	102	109
Itália	193	235	241	216	195	214
Portugal	108	109	107	101	95	102

Fonte: Bloomberg

As taxas de juro Euribor prosseguiram a sua escalada, com nova subida do nível que deverá vir a ser o seu pico, agora em torno dos 3,2%, havendo especulação de que poderá chegar aos 4%.

Taxas Euribor (nível)

Prazo	30-Jun	31-Ago	30-Set	31-Out	30-Nov	31-Dez
3 meses	-0,20	0,62	1,17	1,70	1,97	2,13
6 meses	0,26	1,19	1,81	2,13	2,41	2,69
12 meses	1,04	1,76	2,56	2,63	2,83	3,29

Fonte: Bloomberg



## - Euro aprecia-se

A atitude mais dura do BCE conduziu à apreciação do euro, numa consequência que, curiosamente, até poderá requerer menos subidas das taxas de referência.

### Taxas de câmbio (nível)

Prazo	30-Jun	31-Ago	30-Set	31-Out	30-Nov	31-Dez
EUR/USD	1,048	1,005	0,980	0,989	1,032	1,071
CAD/USD	0,777	0,764	0,723	0,733	0,739	0,738
GBP/USD	1,218	1,163	1,117	1,147	1,194	1,208
CHN/USD	6,695	6,899	7,142	7,338	7,092	6,922

Fonte: Bloomberg

## - Inverno moderado alivia preços da energia

As temperaturas moderadas para a época, na Europa, estão a permitir poupanças no consumo de energia e a moderar os seus preços.

### Matérias primas (nível)

Matéria prima	30-Jun	31-Ago	30-Set	31-Out	30-Nov	31-Dez
Brent	114,8	96,5	88,0	94,8	85,4	85,9
Gás Natural	144,5	239,9	188,8	123,4	146,4	76,3
Ouro	1 810,0	1 716,2	1 660,6	1 635,6	1 752,9	1 824,0

Fonte: Bloomberg



## - Bolsa penalizada pelas taxas de juro

A forte subida das taxas de juro prejudicou os mercados accionistas, mas de forma mais intensa as empresas tecnológicas.

### Mercados bolsistas (taxas de variação)

Mercados	30-Jun	31-Ago	30-Set	31-Out	30-Nov	31-Dez
Dow Jones	-6,7%	-4,1%	-8,8%	14,0%	5,7%	-4,2%
S&P 500	-8,4%	-4,2%	-9,3%	8,0%	5,4%	-5,9%
NASDAQ 100	-9,0%	-5,2%	-10,6%	4,0%	5,5%	-9,1%
STOXX 600	-8,2%	-5,3%	-6,6%	6,3%	6,8%	-3,4%
STOXX 50	-8,8%	-5,1%	-5,7%	9,0%	9,6%	-4,3%
FTSE 100	-5,8%	-0,8%	-5,4%	2,9%	6,7%	-1,6%
DAX	-11,2%	-4,8%	-5,6%	9,4%	8,6%	-3,3%
CAC40	-8,4%	-5,0%	-5,9%	8,8%	7,5%	-3,9%
MIB	-13,1%	-3,8%	-4,2%	9,7%	8,6%	-3,7%
IBEX35	-8,5%	-3,3%	-6,6%	8,0%	5,1%	-1,6%
PSI	-3,4%	-2,1%	-11,6%	7,8%	2,5%	-2,3%

Fonte: Bloomberg



## 5. AGENDA

Data	Evento	Per.	Expectativa/observações
6-Jan	Estimativas Mensais de Emprego e Desemprego	Nov	
9-Jan	Vol. Negócios Indústria	Nov	
9-Jan	Comércio Internacional	Nov	
11-Jan	Vol. Negócios Serviços	Nov	
11-Jan	Inflação	Dez	
12-Jan	Produção da Construção	Nov	
13-Jan	Actividade turística	Nov	
13-Jan	Estatísticas rápidas do transporte aéreo	Nov	
30-Jan	Vol. Negócios Comércio a Retalho	Dez	
30-Jan	Inquéritos de Conjuntura	Jan	
31-Jan	Produção Industrial	Dez	
31-Jan	Inflação – Estimativa Rápida	Jan	
31-Jan	Actividade turística – Estimativa Rápida	Dez	
31-Jan	PIB – Estimativa Rápida	4T	
31-Jan	Estimativas Mensais de Emprego e Desemprego	Dez	
1-Fev	Reserva Federal dos EUA		Subida de taxas de juro
2-Fev	Reunião do BCE		Subida de taxas de juro

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O APOIO DE:



ORDEM  
DOS  
ENGENHEIROS

