



**FORUM PARA A  
COMPETITIVIDADE**

**NOTA DE CONJUNTURA Nº 97  
MAIO DE 2024**

Esta Nota de Conjuntura, da responsabilidade  
do Fórum para a Competitividade,  
inclui informação publicada até 04.06.2024

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O PATROCÍNIO DE:

**Jerónimo  
Martins**

## RESUMO EXECUTIVO

- A Comissão Europeia estabilizou as estimativas de crescimento para a zona euro em 2024, mas reviu-as em baixa para 2025. Em relação à inflação, há agora maior optimismo sobre a trajectória descendente em curso.
- O mercado espera que haja dois ou três cortes pelo BCE em 2024, em Junho, em Outubro e talvez um terceiro no final do ano.
- Em Portugal, as eleições europeias deverão ter uma leitura nacional, podendo contribuir para alguma acalmia, se a AD as ganhar, ou acentuar os riscos políticos e económicos, se as perder.
- Em Maio, o clima económico recuperou ligeiramente da diminuição de Abril, enquanto a confiança dos consumidores recuou de forma pouco significativa.
- Em Maio, a inflação subiu de forma expressiva, de 2,2% para 3,1%, tal como a inflação subjacente, que passou de 2,0% para 2,7%, devido a um efeito base, da descida do IVA no mês homólogo.
- A dívida externa líquida diminuiu de 53,8% do PIB no final de 2023, para 51,8% do PIB no 1º trimestre de 2024, o rácio mais baixo desde o 1º trimestre de 2006.
- No 1º trimestre, a taxa de desemprego subiu, de 6,6% para 6,8%, mas o emprego acelerou, pelo que o que se passou foi que o desemprego subiu pelo aumento do número de pessoas que entraram no mercado de trabalho.
- No 1º trimestre, a remuneração bruta nominal subiu 6,1% para 1443 euros mensais, enquanto a remuneração bruta real subiu 3,8%.
- Os dados da execução orçamental até Abril revelaram um défice de 1939 milhões de euros, quando no período homólogo tinha havido um excedente de 962 de milhões. É sobre esta posição pouco sólida que se verifica uma explosão de reivindicações de aumento da despesa, e não se pode desvalorizar os riscos que isto representa para as finanças públicas.
- No 1º trimestre de 2024, o PIB desacelerou em termos homólogos, de 2,1% para 1,5%, devido essencialmente a um efeito base. O consumo acelerou, mas o investimento desacelerou.
- Um aspecto especialmente negativo do crescimento do 1º trimestre diz respeito à produtividade, que caiu 0,3% em termos homólogos, quando tinha crescido 0,9% nos dois trimestres precedentes.
- No 1º trimestre de 2024, o PIB ainda está 2,4% (6,7 mil milhões de euros) abaixo do que seria se não tivesse havido pandemia, pelo que ainda não recuperámos completamente desta perturbação.

# ÍNDICE

## 1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

Guerras	5
EUA	6
China	6
Previsões da Comissão Europeia	6
Zona euro	7

## 2. CONJUNTURA NACIONAL

Indústria e construção	9
Serviços	10
Turismo	11
Energia	11
Inflação	12
Exportações de bens	14
Contas externas	15
Mercado de trabalho	16
Fundos europeus	17
Contas públicas	17
PIB do 1º trimestre	19
Próximos trimestres	20

## 3. TEMA EXTRA

PIB ainda não recuperou da pandemia	22
-------------------------------------	----

## 4. MERCADOS FINANCEIROS

## 5. AGENDA



**- Rússia à espera de  
Novembro**

**- Isolamento crescente  
de Israel**

## 1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

Pedro Braz Teixeira<sup>1</sup>

### GUERRAS

Enquanto a Ucrânia tem enfrentado dificuldades de várias ordens, a Rússia parece esperar pelos resultados das eleições presidenciais norte-americanas, dentro de cinco meses, em que a vitória de Trump poderá reduzir a ajuda dos EUA e facilitar o avanço militar russo.

Entretanto, o líder do principal polo comercial do Dubai afirmou que as sanções do Ocidente sobre a Rússia têm sido ineficazes (“Financial Times”, reservado a assinantes), produzindo um desvio de comércio, de que o seu país tem sido um dos principais beneficiários. O comércio apenas se tornou mais complexo, mas os fluxos russos não foram afectados de forma significativa.

O isolamento internacional de Israel tem sido crescente, mas ainda sem impacto visível sobre a resolução do conflito. Vários países europeus, incluindo Espanha, reconheceram o Estado da Palestina, enquanto os EUA aumentaram a pressão sobre o governo israelita. O Tribunal Penal Internacional lançou mandados de captura para líderes do Hamas e do governo de Israel, o que causou um repúdio quase unânime na população israelita.

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



## - Alívio na inflação

## - Inflação revista em baixa

### EUA

Em Abril, a inflação caiu, de 3,5% para 3,4%, em linha com o esperado (3,4%), deixando de ultrapassar as expectativas, como nos três meses precedentes, enquanto a inflação subjacente diminuiu de 3,8% para 3,6%. Estes valores constituíram um alívio e permitiram elevar as expectativas de cortes de taxas de juro para dois, mas concentrados no final do ano.

### CHINA

Em Abril, as exportações cresceram 1,5%, depois de terem caído 7,5% em Março. Já as importações passaram de uma queda de 1,9% para um forte aumento de 8,4%, o que seriam boas notícias para o resto do mundo, não fora o caso de serem demasiado concentradas num conjunto restrito de bens, sobretudo relacionados com a Inteligência Artificial.

### PREVISÕES DA COMISSÃO EUROPEIA

De acordo com a Comissão Europeia<sup>2</sup>, o crescimento da UE no 1º trimestre foi superior ao esperado, ainda que continue abaixo do potencial. Ainda assim, apenas houve uma ligeira revisão em alta para a UE e estabilização das estimativas para a zona euro em 2024, mas uma revisão em baixa para 2025. Em relação à inflação, há agora maior optimismo sobre a trajectória descendente em curso.

A subida das taxas de juro está a ter um impacto negativo, quer sobre o consumo quer sobre o investimento, e o enquadramento externo não está a permitir compensar este abrandamento da actividade.

<sup>2</sup> [https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-forecast-and-surveys/economic-forecasts/spring-2024-economic-forecast-gradual-expansion-amid-high-geopolitical-risks\\_en](https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-forecast-and-surveys/economic-forecasts/spring-2024-economic-forecast-gradual-expansion-amid-high-geopolitical-risks_en)



## - Alemanha cresce

## - BCE deve começar a cortar taxas em Junho

### Previsões da Comissão Europeia

País	PIB			Inflação		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Alemanha	-0,3	0,1	1,0	6,0	2,4	2,0
Áustria	-0,8	0,3	1,6	7,7	3,6	2,8
Bélgica	1,4	1,3	1,4	2,3	4,0	2,3
China	5,2	4,8	4,6	0,2	-	-
Dinamarca	1,9	2,6	1,4	3,4	2,0	1,9
Espanha	2,5	2,1	1,9	3,4	3,1	2,3
Estados Unidos	2,5	2,4	2,1	4,1	2,9	2,4
França	0,7	0,7	1,3	5,7	2,5	2,0
Itália	0,9	0,9	1,1	5,9	1,6	1,9
Japão	1,9	0,8	0,8	3,3	2,8	2,2
Países Baixos	0,1	0,8	1,5	4,1	2,5	2,0
Polónia	0,2	2,8	3,4	10,9	4,3	4,2
PORTUGAL	2,3	1,7	1,9	5,3	2,3	1,9
Reino Unido	0,1	0,5	1,4	6,8	2,4	2,0
UE	0,4	1,0	1,6	6,4	2,7	2,2
Zona Euro	0,4	0,8	1,4	5,4	2,5	2,1

### ZONA EURO

No final de Maio, a presidente do BCE confirmou a perspectiva de cortar juros na reunião de 6 de Junho, por estar “muito confiante” de que inflação está “sob controlo”.

No 1º trimestre de 2024, os salários aceleraram, de 4,5% para 4,7%, regressando ao ritmo do 3º trimestre de 2023. Embora isto não seja uma boa notícia para o BCE, não



deverá colocar em causa a descida na reunião de Junho, apenas criando pressão para adiar o próximo corte para Outubro.

Em Maio, a actividade na zona euro acelerou, pelo terceiro mês consecutivo, atingindo o valor mais elevado dos 12 meses precedentes. Os serviços mantiveram um nível robusto, enquanto a indústria quase conseguiu escapar do terreno negativo, onde tem estado há 14 meses. Entretanto, a confiança empresarial atingiu um máximo de 27 meses, ao passo que a subida de custos abrandou.

### Indicadores da zona euro

País	Uni.	Out	Nov	Dez	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
PMI total	-	46,5	47,6	47,6	47,9	49,2	50,3	51,7	52,3
Produção industrial	tvh	-6,6	-5,3	0,2	-6,5	-6,3	-1,0		
PMI na indústria	-	43,1	44,2	44,4	46,6	46,6	47,1	47,3	49,6
Vendas a retalho	tvh	-0,8	-0,5	-0,6	-0,7	-0,5	0,7		
PMI nos serviços	-	47,8	48,7	48,8	48,4	50,2	51,5	53,3	53,3
Desemprego	%	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,4	

Fonte: Eurostat, IHS Markit.





## - Dados de Maio mistos

## 2. CONJUNTURA NACIONAL

### INDÚSTRIA E CONSTRUÇÃO

Em Maio, o clima económico recuperou ligeiramente da diminuição de Abril. A confiança na indústria transformadora melhorou para o melhor valor dos últimos três meses e o segundo melhor dos últimos 13 meses. Na construção também houve um aumento na confiança, para um máximo de sete meses.

#### Dados da indústria e construção

Indicador	Data	Out	Nov	Dez	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
Indicador de Clima Económico	-	1,2	1,5	1,7	2,0	1,9	2,0	1,8	1,9
Volume de Negócios na Indústria	tvh	-3,4	-4,9	-8,2	-2,9	-0,5	-11,8		
Produção industrial	tvh	-1,1	-1,1	-4,8	-1,3	1,0	4,0	5,2	
Confiança na Indústria Transformadora	-	-10,4	-7,3	-9,8	-8,3	-6,1	-6,9	-7,3	-6,3
Índice de Produção na Construção	tvh	5,5	5,3	5,4	4,9	4,6	3,0		
Vendas de cimento	tvh	7,4	10,8	-7,5	23,1	4,0	-15,2	14,4	
Confiança na Construção	-	-2,9	-3,3	-4,7	-4,0	-3,4	-4,4	-4,2	-3,1
Custos na Construção	tvh	1,5	2,4	1,7	2,1	2,5	2,1		

Fonte: INE, Banco de Portugal.



**- Confiança no comércio a retalho caiu para mínimo de quase três anos**

## SERVIÇOS

Em Maio, a confiança dos consumidores diminuiu de forma muito ligeira, mantendo-se num dos valores mais favoráveis dos últimos dois anos. A confiança no comércio a retalho sofreu uma queda significativa, para o mínimo de quase três anos, enquanto a confiança nos serviços caiu para o valor mais baixo desde Outubro.

### Dados dos serviços

Indicador	Uni.	Out	Nov	Dez	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
Confiança dos consumidores	-	-27,7	-30,8	-26,0	-23,9	-23,2	-20,7	-17,4	-17,6
Vendas no Comércio a Retalho	tvh	0,5	1,1	0,1	-0,6	0,7	3,5	2,2	
Confiança no comércio a retalho	-	3,5	2,5	4,7	3,1	2,1	2,8	3,2	0,4
Vendas veículos ligeiros de passageiros	tvh	9,8	2,7	11,1	8,4	28,4	4,9	9,2	
Vendas de veículos comerciais ligeiros	tvh	29,5	55,3	7,8	7,9	16,2	15,4	81,0	
Volume de Negócios nos Serviços	tvh	0,8	0,5	-0,4	2,0	4,6	5,1		
Confiança nos serviços	-	-1,3	2,7	6,1	7,2	6,0	7,9	5,3	1,8
Procura nos próximos 3 meses – alojamento e restauração	-	19,2	19,2	25,6	15,4	20,7	10,9	12,7	5,7

Fonte: ACAP, INE.



**- Queda das dormidas em Abril, por efeito de calendário**

**- OPEP+ sem grande impacto**

## TURISMO

Em Abril, as dormidas caíram, de forma especialmente expressiva no caso dos residentes, mas também no dos não residentes. Estes resultados foram influenciados pelo efeito do período de férias associado à Páscoa, que este ano se repartiu entre Março e Abril, enquanto no ano anterior se tinha concentrado em Abril.

### Dados do turismo

Indicador	Uni.	Set	Out	Nov	Dez	Jan	Fev	Mar	Abr
Proveitos no Turismo	tvh	15,7	17,4	13,3	13,9	9,4	13,0	20,1	
Dormidas	tvh	6,7	8,6	7,8	8,2	-0,1	6,4	12,8	-4,3
Dormidas de residentes	tvh	-3,3	0,3	2,3	9,3	-2,6	3,1	10,3	-12,5
Dormidas de não residentes	tvh	11,3	11,5	9,9	7,5	1,2	8,1	13,8	-0,8

Fonte: INE.

## ENERGIA

Na reunião de 2 de Junho, a OPEP+ decidiu expandir os cortes gerais na produção de 3,66 milhões de barris por dia, do final de 2024 para o final de 2025, enquanto os cortes voluntários de 2,22 milhões b/d, que deveriam extinguir-se no final do mês corrente, deverão prolongar-se até Setembro de 2024. Ainda assim, estas decisões não tiveram um impacto visível sobre os preços.



## - Inflação portuguesa ultrapassou a da zona euro

### Dados de energia

Indicador	Uni.	Set	Out	Nov	Dez	Jan	Fev	Mar	Abr
Consumo de energia eléctrica	tvh	-0,1	2,1	3,3	5,5	2,9	1,9	3,1	0,3
Preço da gasolina 95	€/l	1,861	1,791	1,729	1,646	1,694	1,711	1,743	1,809
Preço do gasóleo	€/l	1,763	1,735	1,657	1,581	1,623	1,639	1,621	1,621
Preço do gás natural	€/MWh	36,9	47,1	45,7	35,9	30,0	25,8	26,9	28,9
Preço da electricidade por grosso	€/MWh	104,2	89,9	63,3	72,2	74,1	39,9	19,3	13,2

Fonte: DGEG, Bloomberg, OMIE.

### INFLAÇÃO

Em Portugal, em Maio, a inflação subiu muito, de 2,2% para 3,1%, tal como a inflação subjacente (excluindo produtos energéticos e bens alimentares não transformados), que passou de 2,0% para 2,7%. Aquela subida “resulta essencialmente do efeito de base associado à redução mensal de preços registada em maio de 2023 (-0,7%), no seguimento da isenção de IVA num conjunto de bens alimentares essenciais”. A inflação média estabilizou nos 2,6%.



## Indicadores de inflação, Zona euro e Portugal

Indicador	Uni.	Out	Nov	Dez	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
Inflação (euro)	tvh	2,9	2,4	2,9	2,8	2,6	2,4	2,4	2,6
Inflação subjacente (euro)	tvh	5,0	4,2	3,9	3,6	3,3	3,1	2,8	2,9
Preços serviços (euro)	tvh	4,6	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	3,7	4,1
Inflação	tvh	2,1	1,5	1,4	2,3	2,1	2,3	2,2	3,1
Inflação subjacente	tvh	3,5	2,9	2,6	2,4	2,1	2,5	2,0	2,7
Preços aliment. não transf.	tvh	4,0	3,5	2,0	3,1	0,8	-0,5	0	2,6
Preços energia	tvh	-12,1	-12,4	-10,5	0,2	4,3	4,8	7,9	7,8
Inflação média	tvh	5,7	5,0	4,3	3,8	3,3	2,9	2,6	2,6
Diferencial Portugal - euro		-0,8	-0,9	-1,5	-0,5	-0,5	-0,1	-0,2	+0,5
Preços na produção industrial (PPI)	tvh	-4,9	-6,1	-3,3	-2,1	-2,5	-1,4	-0,8	
Câmbio Euro - dólar	tvh	7,5	6,0	3,0	1,3	0,7	1,6	-2,2	

Fonte: Eurostat, INE.

### - Inflação desfavorável na zona euro

Na zona euro, a inflação de Maio também não foi favorável, tendo subido de 2,4% para 2,6%, tal como a inflação subjacente, de 2,8% para 2,9%, e a dos serviços, de 3,7% para 4,1%. Recorde-se que a diminuição da inflação dos serviços tinha sido uma das melhores novidades dos preços de Abril, mas será cedo para extrapolar demasiado dos dados de apenas um mês.



## - Exportações de bens regressaram às quedas

### EXPORTAÇÕES DE BENS

Em Março, as exportações de bens regressaram às quedas, as maiores desde a pandemia, em relação a quase todos os destinos. As importações também voltaram a cair, enquanto a melhoria dos termos de troca prosseguiu, pelo 15º mês sem interrupções. Em termos sectoriais, destacaram-se os decréscimos nas exportações e nas importações de Fornecimentos industriais (-16,9% e -26,9%, respectivamente), para além do decréscimo nas exportações de Material de transporte (-16,0%). Para além disso, é de referir que dos 19 sectores principais, registou-se uma queda em todos excepto nos Alimentares primários para particulares, que só cresceram 1%. Nos 18 com diminuição, em 12 deles a quebra foi superior a 10%, incluindo os automóveis (-19%).

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

Indicador	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Jan	Fev	Mar
Exportações - total	-7,6	-8,6	-3,3	-1,5	0,3	0,5	2,3	-13,6
Espanha	-14,2	-10,8	-2,2	-1,4	-5,1	3,9	2,8	-15,8
França	-1,3	-6,6	3,5	3,1	-5,0	-3,1	-4,0	-16,2
Alemanha	-5,5	-11,0	-2,3	2,9	-9,7	14,0	8,7	-9,6
EUA	5,7	19,0	20,1	-15,3	118,8	9,9	11,3	-15,8
Reino Unido	-23,5	9,4	-20,6	-8,6	-9,3	10,6	18,5	-18,3
Itália	-2,7	-13,1	0,0	6,2	-16,0	21,2	3,7	-9,1
Países Baixos	-22,9	-28,2	-21,9	8,1	-32,9	-26,6	-14,1	-15,1
Bélgica	-4,8	-12,9	-11,9	0,0	2,7	20,5	3,1	10,7
Angola	-22,7	-38,4	-23,2	-37,7	-24,7	-46,5	-31,6	-43,5
Polónia	21,9	-13,0	-1,0	-3,2	-16,3	-2,4	7,5	10,7
Importações - total	-15,7	-12,6	-1,8	-7,6	-5,5	-4,1	1,5	-15,5
Import. sem combustíveis	-6,2	-8,8	1,2	-3,1	-3,3	-0,3	2,6	-13,1
Importações combustíveis	-47,2	-31,6	-21,7	-36,2	-19,5	-29,2	-6,5	-33,0

Fonte: INE.

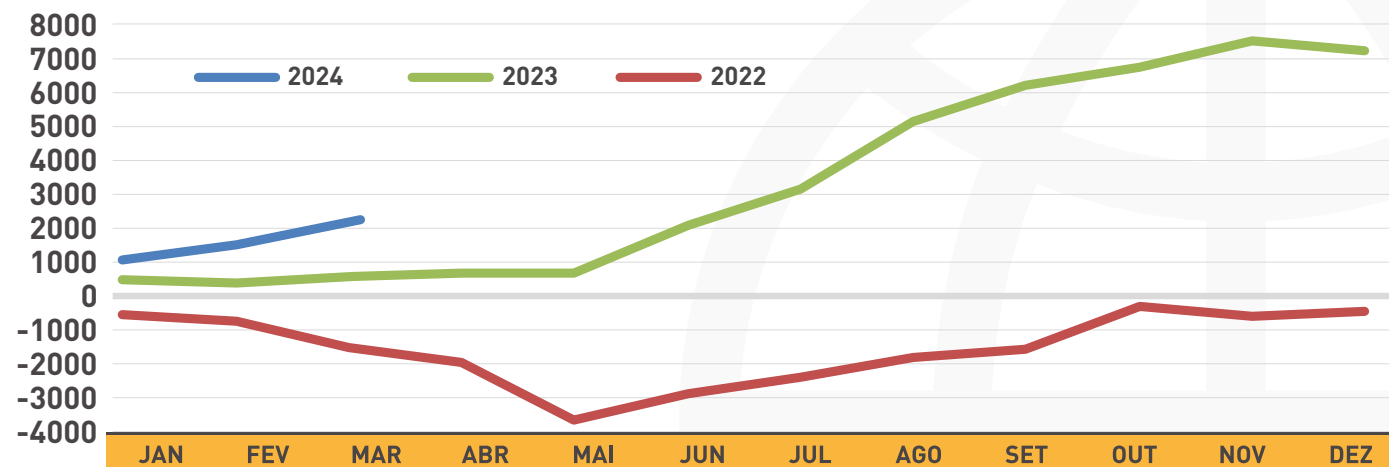


## - Aumento do excedente externo

### CONTAS EXTERNAS

No 1º trimestre, a economia portuguesa registou um excedente externo de 2181 milhões de euros, quando no período homólogo o excedente tinha sido de 583 milhões de euros. Registou-se uma diminuição do défice da balança de bens, de 494 milhões de euros, e um aumento do excedente da balança de serviços, de 852 milhões de euros, tendo a evolução do saldo de viagens e turismo justificado mais de metade da variação, com um aumento de 555 milhões de euros.

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



Fonte: Banco de Portugal

A dívida externa líquida prosseguiu a sua trajetória decrescente, diminuindo de 53,8% do PIB (142,7 mil milhões de euros) no final de 2023, para 51,8% do PIB (139,7 mil milhões de euros) no final do 1º trimestre de 2024, o rácio mais baixo desde o primeiro trimestre de 2006.



## - Subida do desemprego

### MERCADO DE TRABALHO

No 1º trimestre, a taxa de desemprego subiu, de 6,6% para 6,8%, mas o emprego acelerou, pelo que o que se passou foi que o desemprego subiu pelo aumento do número de pessoas que entraram no mercado de trabalho. Ou seja, não é inteiramente correcto falar numa deterioração da situação nesta área. Dadas as perspectivas relativamente favoráveis para o PIB nos próximos trimestres, é possível ainda assistir a uma diminuição ligeira do desemprego ao longo do ano.

#### Mercado de trabalho

Indicador	Unidade	4T22	1T23	2T23	3T23	4T23	1T24
População activa	tvh	0,7	1,8	2,2	2,4	1,7	1,6
Taxa de actividade	%	60,3	60,8	60,9	61,1	61,0	60,8
Emprego	tvh	0,5	0,5	1,8	2,2	1,6	1,9
Desemprego	%	6,6	7,2	6,1	6,1	6,6	6,8
Desempregados	milhares	342,7	380,3	324,7	326,1	354,6	368,2
Subutilização do trabalho	%	11,7	12,5	11,4	11,3	11,6	11,7
Desemprego longa duração (há 12 e mais meses)	milhares	143,8	138,7	136,1	120,8	127,1	123,2

Fonte: INE.

Em Abril, a taxa de desemprego mensal diminuiu, de 6,4% para 6,3% (não directamente comparável com as taxas trimestrais).

No 1º trimestre, a remuneração bruta nominal subiu 6,1% para 1443 euros mensais, enquanto a remuneração bruta real subiu 3,8%.





## - Execução do PRR continua muito lenta

## - Abrandamento ligeiro das despesas correntes

### FUNDOS EUROPEUS

Há cinco meses que não há qualquer melhoria dos Marcos e Metas cumpridos. Nas últimas quatro semanas, o valor de projectos aprovados subiu 223 milhões de euros para 17 800 milhões de euros (80% do PRR), enquanto os pagamentos a Beneficiários Directos e Finais subiram apenas 116 milhões para 4 358 milhões de euros (20% do total), que contrastam com os 7 772 milhões de euros já recebidos de Bruxelas.

O novo ministro que tutela a execução do PRR, Castro Almeida, veio apontar vários dos bloqueios encontrados, como esperar 175 dias para fazer um pagamento já validado, pelo que se espera que haja uma aceleração dos pagamentos nos próximos meses. No actual contexto de taxas de juro elevadas, este aspecto é crítico.

### CONTAS PÚBLICAS

Os dados da execução orçamental até Abril revelaram um défice de 1939 milhões de euros, quando no período homólogo tinha havido um excedente de 962 de milhões de euros (corrigido da transferência do fundo de pensões da CGD para a CGA). A receita acelerou ligeiramente (de 4,2% para 4,5%), aproximando-se da taxa de crescimento orçamentada (5,1%). A despesa corrente abrandou ligeiramente (de 15,4% para 15,0%) mas ainda muito acima do orçamentado (9,6%), destacando-se o excesso face ao projectado no caso das transferências correntes (20,9% versus 7,5%) e das despesas com pessoal (8,1% vs 5,6%). Para a evolução das transferências contribuíram os encargos com pensões, reflectindo a actualização no valor das pensões, bem como o aumento do número de pensionistas. Registou-se uma aceleração dos investimentos em geral e especialmente dos investimentos no SNS, mas ainda longe do ritmo necessário para cumprir as metas anuais.



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

Componente	Uni.	Dez	OE23	Jan	Fev	Mar	Abr	OE24
Receita corrente	tvh	11,1	6,0	0,6	3,4	4,2	4,5	5,1
Receita fiscal	tvh	11,8	2,7	-8,0	-2,8	-0,3	0,0	2,3
IVA	tvh	10,0	2,8	-35,1	-11,7	-6,2	-4,3	4,3
IRS	tvh	13,6	3,6	6,8	3,6	3,1	1,7	0,8
IRC	tvh	22,3	3,2	36,0	-4,4	6,0	6,0	-6,2
Contribuições SS	tvh	10,7	3,6	10,0	10,4	9,6	9,9	4,3
Receita de capital	tvh	185,5	147,9	-4,4	33,2	-80,5	-74,3	-10,6
Receita total	tvh	15,1	9,2	0,4	4,1	-7,4	-4,5	4,2
Despesa corrente	tvh	3,7	5,3	15,9	12,6	15,4	15,0	9,6
Pessoal	tvh	7,5	4,1	6,5	8,6	7,8	8,1	5,6
Bens e serviços	tvh	6,3	13,7	1,1	12,5	7,2	9,3	11,0
Juros	tvh	3,6	7,7	98,3	6,0	5,9	11,3	8,5
Transferências	tvh	0,9	-2,6	19,7	15,4	22,8	20,9	7,5
Subsídios	tvh	-2,3	15,3	10,4	10,2	0,6	8,0	42,7
Investimento	tvh	10,6	45,2	-10,5	98,4	5,2	7,6	51,4
Investimento SNS	tvh	25,4	255,1	-45,5	27,6	2,8	30,6	122,3
Despesa total	tvh	4,4	8,5	15,7	15,9	15,1	14,7	12,6
Saldo orçamental	10 <sup>6</sup> €	4330	-3181	1177	785	-259	-1939	-1 629

Fonte: DGO.

Em resumo, o novo governo parte de uma posição orçamental mais frágil do que o anunciado pelo anterior executivo. É sobre esta posição pouco sólida que se verifica uma explosão de reivindicações de aumento da despesa, algumas das quais aprovadas



## - Desaceleração no 1º trimestre

por coligações de partidos que se declaram incompatíveis em geral. Não se pode desvalorizar os riscos que isto representa para as finanças públicas, em especial pela aprovação de normas contra a vontade do executivo.

### PIB DO 1º TRIMESTRE DE 2024

No 1º trimestre de 2024, o PIB desacelerou em termos homólogos, de 2,1% para 1,5% (revisto em alta de 1,4%). Esta desaceleração deveu-se essencialmente a um efeito base, ao facto de o 1º trimestre de 2023 ter registado um crescimento em cadeia excepcional, de 1,5%. Na verdade, a variação em cadeia do início deste ano foi de 0,8%, superior à do trimestre anterior (0,7%), que já tinha sido um valor favorável.

Houve uma clara alteração na composição da variação homóloga, com uma diminuição da contribuição da procura interna (de 1,9% para 1,0%) e um aumento da contribuição das exportações líquidas (de 0,1% para 0,5%).

Em termos de variação em cadeia, o consumo privado acelerou, de 0,7% para 1,0%, apesar da deterioração do consumo de bens duradouros (de 1,4% para -2,0%). O consumo público acelerou de 1,2% para 1,4% em termos homólogos, um indicador adicional da falta de qualidade dos resultados orçamentais recentes.

A Formação Bruta de Capital Fixo sofreu uma forte desaceleração em cadeia, de 4,0% para 0,3%, devido à evolução do Equipamento de Transporte (de 19,3% para 2,5%) e das Outras Máquinas e Equipamentos (de 9,8% para -0,6%), contrariado pela melhoria ligeira na Construção (de 0,5% para 0,9%).

Assistiu-se a uma desaceleração em cadeia das exportações (de 3,5% para 1,6%) que só não teve um efeito pior porque as importações desaceleraram ainda mais (de 3,9% para -0,6%). As exportações de bens mantiveram-se estáveis (2,6%), enquanto as de



**- Queda da  
produtividade limita  
subidas salariais**

**- Conjuntura externa  
continua a melhorar,  
mas de forma gradual**

serviços foram as responsáveis pela evolução desfavorável deste agregado (de 5,3% para -0,4%). Continuaram os significativos ganhos de termos de troca, embora com um ligeiro abrandamento (de 4,2% para 3,7%).

Um aspecto especialmente negativo do crescimento do 1º trimestre diz respeito à produtividade, que caiu 0,3% em termos homólogos, quando tinha crescido 0,9% nos dois trimestres precedentes. Isto sugere que estamos a criar empregos pouco qualificados e com baixa produtividade. Se continuarmos com esta tendência, teremos muita dificuldade em subir salários e em convergir com a UE.

### PRÓXIMOS TRIMESTRES

A conjuntura externa prossegue a sua melhoria gradual, não se esperando grandes mudanças, a menos de surpresas geopolíticas, tendo que se reconhecer que estes riscos permanecem elevados. As dificuldades de recuperação da China têm-se reflectido na Alemanha e, através desta, nos restantes países europeus. Para além disso, o comportamento menos favorável da inflação da zona euro poderá limitar as descidas de taxas de juro pelo BCE, abrandando a recuperação europeia.

Em Portugal, as eleições europeias deverão ter uma leitura nacional, podendo contribuir para alguma acalmia, se a AD as ganhar, ou acentuar os riscos políticos e económicos, se as perder. Uma das consequências mais importantes será o orçamento para 2025, cuja aprovação permanece envolta numa incerteza muito elevada. Um eventual chumbo poderia desencadear uma nova dissolução do parlamento e novas eleições, mas não necessariamente, podendo o Presidente da República recusar uma terceira interrupção dos mandatos parlamentares.



## - Economia abranda no 2º trimestre

Este ambiente político não é favorável ao crescimento económico, por duas vias: por impedir a aprovação de reformas que aumentem o potencial de crescimento da economia portuguesa; por retrain os agentes económicos, em especial os investidores e, dentro destes, os estrangeiros de forma ainda mais intensa.

O indicador diário de actividade, calculado pelo Banco de Portugal, apresentou valores elevados ao longo do 1º trimestre de 2024, mas abrandou um pouco em Abril e Maio, tal como se verificou com o clima económico. Ou seja, reforça-se a ideia de algum abrandamento da economia no 2º trimestre, embora não muito significativo.

### Indicador diário de actividade

Indicador	2T23	3T23	4T23	1T24	Dez	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai
PIB (tvh)	2,6	1,9	2,2	1,5						
DEI	1,9	2,2	5,5	5,3	8,1	4,5	5,1	6,1	4,0	4,5

Fonte: Banco de Portugal, cálculos do autor.

Em Abril, a subida da prestação do crédito à habitação desacelerou pelo sétimo mês consecutivo, de 21,8% para 18,5%, enquanto a taxa de juro média diminuiu pela terceira vez, ainda que de forma muito marginal, de 4,613% para 4,607%.

O consumo privado expandiu-se de forma significativa no 1º trimestre, em resultado das actualizações salariais, de algum alívio nas tabelas de retenção do IRS, de alguma diminuição das taxas Euribor e de um forte crescimento do emprego (em contas nacionais), que tinha diminuído 0,1% no 4º trimestre e subiu 1,1% no início do ano. Este aumento do emprego é que será mais difícil de prosseguir, ainda que possa ser compensado, no caso do consumo, por uma redução das Euribor.



**- Riscos políticos  
ensombram o 2º  
semestre**

**- PIB quase 7 mil  
milhões de euros  
abaixo da tendência**

A esperada descida das taxas de juro do BCE poderá ser menor do que o esperado se a inflação da zona euro demorar mais a abrandar, mas deverá estimular as economias da zona euro, ajudando a recuperação das exportações portuguesas, auxiliando também o investimento e o consumo em Portugal, pelo alívio das prestações do crédito à habitação. No entanto, os riscos políticos poderão travar esta tendência de melhoria da actividade, sobretudo no caso de queda do governo.

### **3. TEMA EXTRA**

#### **PIB AINDA NÃO RECUPEROU DA PANDEMIA**

Pedro Braz Teixeira

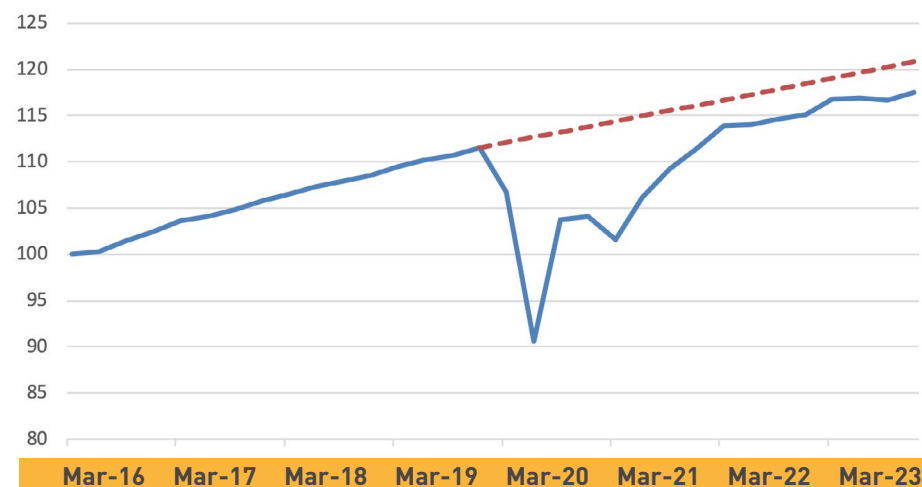
Podemos falar em dois tipos de recuperação da queda da pandemia: i) recuperar o nível de PIB do 4º trimestre de 2019; ii) recuperar o nível de PIB que teríamos se não tivesse havido pandemia.

O primeiro critério é o menos exigente, e Portugal atingiu-o no 1º trimestre de 2022. O segundo critério é mais exigente mas também mais relevante, porque corresponde a recuperar a posição na trajectória crescente que a economia vinha percorrendo. Entre 2016 e 2019, a média de crescimento foi 2,8%, mas não podemos usar este valor para estimar a tendência de médio prazo, porque a economia ainda estava a recuperar da crise anterior. Usámos uma tendência de 2%, próximo da que o Conselho de Finanças Públicas usa, e o resultado é apresentado no gráfico abaixo.



**- Temos ainda um grande trabalho pela frente**

### PIB real versus tendência



Fonte: INE, cálculos do autor.

No 1º trimestre de 2024, o PIB ainda está 2,4% (6,7 mil milhões de euros) abaixo do que seria se não tivesse havido pandemia, pelo que ainda não recuperámos completamente desta perturbação.

É verdade que na UE também não houve esta recuperação, mas o que isto significa é que o referencial que estamos a considerar para falar de convergência é muito pobre, pelo que crescer umas décimas acima da média comunitária é muito insatisfatório.

Em resumo, temos ainda um grande trabalho pela frente. Precisamos de mais investimento, de recuperar a queda de 10% no capital por trabalhador desde 2015. Necessitamos de mais formação dos trabalhadores e não podemos continuar com esta sangria de emigrantes qualificados e receber imigrantes com qualificações muito baixas. Precisamos de reformas estruturais nas mais variadas áreas e seria muito negativo que o ímpeto reformista do novo governo fosse interrompido antes de poder mostrar resultados.



**- Mais cortes nos EUA,  
mas só no final do ano**

## 4. MERCADOS FINANCEIROS

A inflação norte-americana veio mais branda, o que levou os mercados a antecipar dois cortes das taxas de juro em 2024, mas só mais perto do final do ano.

### Taxas de juro a 10 anos (nível)

País	31-Dez	31-Jan	29-Fev	31-Mar	30-Abr	31-Mai
EUA	3,98	3,91	4,25	4,20	4,68	4,55
Alemanha	2,02	2,17	2,41	2,30	2,58	2,65

Fonte: Bloomberg

Em contrapartida, a estabilidade sobre as expectativas na zona euro permitiu que as taxas de juro dos vários prazos subissem menos.

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

País	31-Dez	31-Jan	29-Fev	31-Mar	30-Abr	31-Mai
UE	56	52	49	45	42	35
Espanha	97	92	88	86	77	73
Itália	168	168	143	138	133	130
Portugal	63	80	71	71	62	60

Fonte: Bloomberg





## - Dois ou três cortes pelo BCE

O mercado espera que haja dois ou três cortes pelo BCE em 2024, em Junho, em Outubro e talvez um terceiro no final do ano.

### Taxas Euribor (nível)

Prazo	31-Dez	31-Jan	29-Fev	31-Mar	30-Abr	31-Mai
3 meses	3,91	3,91	3,94	3,89	3,83	3,79
6 meses	3,86	3,84	3,91	3,85	3,80	3,76
12 meses	3,51	3,57	3,75	3,67	3,70	3,73

Fonte: Bloomberg

## - Dólar perdeu terreno

A descida das taxas de juro de longo prazo nos EUA fez o dólar recuar um pouco, mas partindo de uma posição muito forte.

### Taxas de câmbio (nível)

Moedas	31-Dez	31-Jan	29-Fev	31-Mar	30-Abr	31-Mai
EUR/USD	1,104	1,082	1,080	1,080	1,068	1,084
CAD/USD	0,755	0,744	0,737	0,739	0,727	0,732
GBP/USD	1,273	1,269	1,262	1,263	1,251	1,274
CHN/USD	7,126	7,187	7,208	7,263	7,254	7,253

Fonte: Bloomberg



## - Petróleo sob efeitos geopolíticos

Os efeitos geopolíticos continuam a dominar a cotação do petróleo, com grandes flutuações ao longo do mês.

### Matérias primas (nível)

Matéria prima	31-Dez	31-Jan	29-Fev	31-Mar	30-Abr	31-Mai
Brent	77,0	81,7	83,6	87,5	87,9	81,9
Gás Natural	32,4	30,2	24,9	27,3	29,1	35,2
Ouro	2 063	2 040	2 046	2 230	2 286	2 343

Fonte: Bloomberg

## - Recuperação da bolsa

A descida das taxas de juro, aliada a uma época de resultados muito boa, em especial nas empresas tecnológicas, levaram a uma recuperação das cotações bolsistas.



### Mercados bolsistas (taxas de variação)

Mercados	31-Dez	31-Jan	29-Fev	31-Mar	30-Abr	31-Mai
Dow Jones	4,8%	1,2%	2,2%	2,1%	-5,0%	0,8%
S&P 500	4,4%	1,6%	5,2%	3,1%	-4,2%	4,0%
NASDAQ 100	5,5%	1,9%	5,3%	1,2%	-4,5%	6,3%
STOXX 600	3,8%	1,4%	1,8%	3,7%	-1,5%	2,3%
STOXX 50	3,2%	2,8%	4,9%	4,2%	-3,2%	1,2%
FTSE 100	3,7%	-1,3%	0,0%	4,2%	2,4%	1,1%
DAX	3,3%	0,9%	4,6%	4,6%	-3,0%	3,1%
CAC40	3,2%	1,5%	3,5%	3,5%	-2,7%	-0,1%
MIB	2,1%	1,3%	6,0%	6,7%	-2,9%	2,1%
IBEX35	0,4%	-0,2%	-0,8%	10,7%	-2,0%	4,5%
PSI	-1,2%	-1,2%	-2,6%	2,0%	5,3%	3,4%

Fonte: Bloomberg



## 5. AGENDA

Data	Evento	Per.	Expectativa/observações
6-Jun	Reunião do BCE		Descida de taxas
7-Jun	Comércio Internacional	Abr	
11-Jun	Vol. Negócios Indústria	Abr	
12-Jun	Vol. Negócios Serviços	Abr	
12-Jun	Produção da Construção	Abr	
12-Jun	Reserva Federal dos EUA		Manutenção de taxas
14-Jun	Inflação	Mai	
14-Jun	Actividade turística	Abr	
24-Jun	Contas Nacionais Trimestrais por Sector Institucional	1T	
27-Jun	Inquéritos de Conjuntura	Jun	
28-Jun	Vol. Negócios Comércio a Retalho	Mai	
28-Jun	Actividade turística – Estimativa Rápida	Mai	
28-Jun	Inflação – Estimativa Rápida	Jun	
1-Jul	Estimativas Mensais de Emprego e Desemprego	Mai	

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O APOIO DE:



ORDEM  
DOS  
ENGENHEIROS

