

Perspetivas para a segunda metade de 2023

Julho 2023

As expectativas da generalidade dos analistas à partida para o ano de 2023 eram de uma perda de momento da economia mundial, com base numa estagnação ou mesmo quebra do nível de atividade em várias economias desenvolvidas. Não obstante, apesar da proporção dos choques ocorridos, como a subida agressiva das taxas de juro e a perda de rendimento real disponível, o primeiro semestre de 2023 continuou a mostrar evidência de uma economia mundial resiliente.

Para uma melhor eficácia de qualquer exercício de atualização destas projeções económicas importa, portanto, compreender os fatores explicativos da referida maior resiliência da atividade económica à escala global.

Em primeiro lugar, sublinhe-se o benefício económico associado à queda dos preços das matérias-primas desde os máximos atingidos no verão de 2022. A cotação do gás natural na Europa atingiu o nível mais reduzido desde junho de 2021, isto é, abaixo do patamar verificado antes do início da guerra na Ucrânia, uma situação que minimizou o impacto económico nos setores mais intensivos em energia e contribuiu para o retrocesso da inflação.

Em segundo lugar, a alteração radical da postura de resposta à pandemia da China, com a remoção integral das restrições pandémicas a acontecer mais cedo do que o esperado, que garantiu uma recuperação económica muito significativa nos primeiros meses de 2023.

Por último, um conjunto de fatores associados à herança pós-pandémica continuou a suportar os níveis de atividade económica. A utilização das poupanças excedentárias acumuladas durante o período pandémico, juntamente com a supressão das taxas de poupança garantiram uma continuidade dos padrões de consumo, mesmo perante quebras significativas dos níveis de rendimento real disponível. Por outro lado, os acréscimos das margens de lucro empresariais, fruto dos elevados níveis de procura e da escassez de oferta, permitiram em simultâneo manter os níveis de emprego em máximos históricos e suportar o investimento. Por fim, depois de atingidos níveis historicamente reduzidos de inventários no final de 2022, a normalização do funcionamento das cadeias de abastecimento contribuiu para a recuperação da atividade económica em alguns setores, com destaque para a indústria e em particular para o setor automóvel.

Assim, pode-se atribuir pelo menos uma parte do melhor desempenho da economia mundial face ao esperado ao suporte destes fatores, cujo benefício económico se deverá continuar a esgotar ao longo dos próximos meses, existindo, acima de tudo, um elevado grau de incerteza relativamente ao timing entre a ocorrência dos choques referidos e o seu impacto económico, uma situação que se poderá materializar de forma mais precoce em caso quebras acentuadas da concessão de crédito em perspetiva quer na Europa quer nos EUA.

Perspetiva-se desta forma um crescimento abaixo do potencial da economia mundial no segundo semestre de 2023. As economias emergentes deverão estar em plano de destaque pela positiva, em oposição às perspetivas de arrefecimento do ritmo de atividade na Europa, EUA e no Reino Unido, num cenário base de impacto desfasado das subidas de taxas de juro, de condições de concessão de crédito mais restritivas, de esgotamento das poupanças excedentárias dos particulares e de menores

lucros empresariais. Ainda assim, excluindo a potencial ocorrência de choques económicos adicionais de maior impacto, não se antecipa uma quebra económica muito significativa neste bloco.

A expectativa dos analistas encontra-se alinhada com este cenário. Depois de uma expansão do PIB dos EUA de 2% em termos anualizados no 1º trimestre de 2023, antecipa-se uma expansão equivalente no 2º trimestre do ano, para uma posterior perda de momento no 2º semestre de 2023, com perspetivas de estagnação e mesmo de contração no 4º trimestre do ano.

Apesar dos dois trimestres consecutivos de quebra da atividade económica entre o final de 2022 e o início de 2023, a área do euro foi um dos destaques pela positiva entre as principais economias desenvolvidas. A região contrariou as expectativas de recessão algo acentuada, fruto do choque inflacionista, dos custos energéticos e da perda de rendimento real disponível. A correção do nível de atividade foi apenas marginal, e os contributos negativos do consumo privado foram apesar de tudo relativamente modestos, face à proporção dos choques económicos ocorridos. Para os próximos trimestres antecipam-se expansões relativamente marginais da atividade económica, com riscos de *downside*. À semelhança dos EUA, observa-se uma divergência entre a atividade nos serviços, ainda suportada, e na indústria, que vai dando indicações de fragilidade. No mesmo âmbito, é expectável que as economias com um maior pendor para o setor dos serviços, como **Portugal, Espanha, Grécia e Itália, exibam um melhor desempenho relativo comparativamente aos países com maior intensidade industrial.**

A China foi simultaneamente o destaque pela positiva e pela negativa ao longo do 1º semestre de 2023. A forte expansão nos primeiros três meses do ano, relacionada com a reabertura mais precoce do que a esperada da economia, refletiu-se quase exclusivamente na retoma da atividade no setor dos serviços, mas alimentou revisões em alta das projeções de crescimento em 2023, com base na perspetiva de maior abrangência desta retoma para os restantes setores nos meses seguintes. No entanto, desde então assistiu-se a uma perda de momento e principalmente não se confirmou a tese de uma recuperação económica mais ampla em termos setoriais, fruto dos índices de confiança deprimidos e da situação ainda profundamente vulnerável do mercado imobiliário. Por outro lado, confrontadas com uma recuperação débil da atividade económica, a implementação de estímulos pelas autoridades da China tem-se mostrado prudente e direcionada, com um objetivo de controlar os riscos de *downside*, o que contrasta significativamente com episódios passados de vulnerabilidade económica (em 2016 e em 2009) com o objetivo explícito de impulsionar o nível de atividade.

Depois de surpreender em alta nos primeiros meses de 2023, a trajetória da inflação à escala global foi descendente nos meses que se seguiram. Perspetiva-se uma continuidade desta ao longo dos próximos meses, com base na continuidade das pressões deflacionistas nos preços dos bens. Inversamente, depois de acréscimos algo significativos desde o final de 2022, os preços nos serviços deverão desacelerar embora de forma mais gradual, permanecendo assim algo pressionados, o que deverá condicionar o retrocesso da inflação subjacente até ao final de 2023. Nota ainda para a expectativa de alguma volatilidade desta métrica ao longo dos próximos meses, originada pelos efeitos de base relacionados com a intervenção estatal (na Europa) para conter a escalada dos preços em 2022.

O desempenho resiliente da globalidade das economias desenvolvidas e as perspetivas de retrocesso apenas progressivo da inflação ao longo dos próximos meses deverá significar uma postura ainda prudente dos respetivos bancos centrais.

Depois da subida mais rápida e acentuada das taxas diretoras dos bancos centrais das economias desenvolvidas desde o início dos anos 80, perspetivam-se agora acréscimos apenas marginais das taxas diretoras, principalmente no caso da Reserva Federal dos EUA e do Banco Central Europeu.

O Banco de Inglaterra deverá ter acréscimos mais significativos pela frente, face à condição muito restrita do mercado laboral e ao nível acrescido de inflação. Deverá seguir-se uma pausa para avaliação das ações futuras, que constituirá um exercício de reconhecimento da trajetória de crescimento e da inflação para determinar a necessidade de acréscimos adicionais das taxas de juro ou o espaço para potenciais cortes de taxas diretoras caso a inflação revele um retrocesso mais célere/acentuado. Os riscos aparentam estar ainda enviesados para a potenciais acréscimos mais acentuados, face ao esperado.

Inversamente, os bancos centrais de várias economias emergentes deverão figurar no espectro oposto, com os respetivos níveis de taxas de juro reais historicamente elevados e de inflação mais controlada a permitir potenciais cortes de taxas diretoras ao longo do segundo semestre de 2023.

No capítulo das políticas orçamentais, os apoios às famílias na Europa amorteceram parcialmente o impacto da perda do poder de compra e da subida dos preços da energia em 2022. Grande parte destas medidas foram revertidas em 2023, o que significa um menor impulso orçamental para 2023 e ao longo dos próximos anos. O governo norte-americano terá igualmente uma menor margem de manobra, face à restritividade imposta pelo acordo do limite da dívida. China será a exceção, mas ainda assim as expectativas são de uma continuidade do suporte à atividade económica limitado e direcionado aos setores mais vulneráveis.

Luís Andrade, CFA | Direção de Investimento | Departamento de Multiativos