



**FORUM PARA A  
COMPETITIVIDADE**

**NOTA DE CONJUNTURA Nº 11**  
MARÇO DE 2017

Esta Nota de Conjuntura, da responsabilidade  
do Fórum para a Competitividade,  
inclui informação publicada até 31.03.2017

## RESUMO EXECUTIVO

- A incapacidade de Trump em substituir o Obamacare lançou dúvidas sobre a sua capacidade de fazer aprovar alterações orçamentais, que são politicamente mais exigentes, reduzindo o optimismo sobre o crescimento económico americano.
- A Reserva Federal subiu as taxas de juro em Março e pretende subi-las mais duas vezes este ano, embora os mercados não as descontem totalmente, porque no passado a Fed não foi tão dura como prometeu inicialmente.
- O Reino Unido deu o primeiro passo para o Brexit, um processo cujo resultado permanece muito incerto, dada a enorme disparidade entre as posições iniciais das partes.
- As eleições na Holanda afastaram a extrema-direita do poder e as sondagens em França já dão a derrota de Marine Le Pen na primeira volta, embora ainda em empate técnico com Macron. Daqui resultou uma redução significativa dos diferenciais de taxa de juro entre os periféricos e a Alemanha.
- Portugal beneficiou de uma redução adicional deste diferencial entre 30-40pb, devido à normalização da banca (BCP, CGD, Novo Banco), que gerou mais confiança na estabilidade financeira do país.
- O abrandamento da inflação da zona euro aliviou a pressão sobre o BCE.
- O governo português deverá apresentar este mês o Programa de Estabilidade 2017-2021, confirmando o seu empenho em cumprir as metas europeias, de que deverá resultar a manutenção do rating pela DBRS. O país deverá também sair do Procedimento de Défices Excessivos.
- No entanto, o governo recebeu avisos importantes, da Alemanha, BCE e Comissão Europeia, sobre a necessidade de diminuir os desequilíbrios nacionais e aprofundar em vez de reverter as reformas da troika.
- Segundo o Forum para a Competitividade, no 1º trimestre, a economia terá acelerado ligeiramente de 2,0% para 2,1%, mas não deverá conseguir manter este ritmo ao longo do ano, devendo ficar-se entre os 1,7% e os 2% em 2017.
- A redução da incerteza política permitiu aos mercados accionistas europeus alcançar um forte desempenho no mês de Março.

# ÍNDICE

## 1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

Trump não conseguiu unir os Republicanos _____	4
Início do Brexit _____	5
Eleições na Europa _____	5
Inflação e BCE _____	6

## 2. CONJUNTURA NACIONAL

PIB a abrandar ao longo do ano _____	7
Inflação acelera _____	9
Avisos importantes _____	9

## 3. MERCADOS FINANCEIROS

Dólar cai _____	10
Bolsa beneficiada pela redução da incerteza política _____	11

## 4. O PROCEDIMENTO DOS DÉFICES EXCESSIVOS DE 2016 \_ 13

## 5. AGENDA \_\_\_\_\_ 18



**- O fracasso do  
Trumpcare lança  
dúvidas sobre medidas  
orçamentais**

**-Fed deve voltar a subir  
taxas em Junho**

## 1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

Pedro Braz Teixeira<sup>1</sup>

### TRUMP NÃO CONSEGUIU UNIR OS REPUBLICANOS

Ao não conseguir que os congressistas Republicanos votassem na substituição do Obamacare, o presidente americano ficou mais longe de conseguir outras alterações legislativas. Em particular, aquelas com relevância orçamental, em que necessita do apoio de Democratas, o que se terá traduzido num enfraquecimento do dólar.

A Reserva Federal subiu as taxas de juro em Março e promete subi-las de novo mais duas vezes este ano, a próxima provavelmente em Junho, mas o mercado não desconta totalmente estas subidas, porque a Fed se tem revelado menos *hawkish* do que inicialmente promete.

---

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



- **Brexit tem um calendário apertado, para um tema tão complexo e com posições tão divergentes**

- **Extrema-direita afastada do poder na Holanda**

- **Forte redução do risco Le Pen para a zona euro**

## INÍCIO DO BREXIT

O Reino Unido deu início ao processo do Brexit que, teoricamente, deverá estar concluído dentro de 24 meses. Michel Barnier, principal negociador da UE, propôs um calendário em três etapas:

- 1) Retirada** (Junho a Dezembro de 2017): discussão de factura da saída, direitos dos cidadãos, Irlanda do Norte.
- 2) Futura relação** (Janeiro a Junho de 2018): divergência, igualdade de direitos, acesso ao mercado, serviços financeiros.
- 3) Transição** (Julho a Outubro de 2018): tribunais europeus, liberdade de circulação<sup>2</sup>.

## ELEIÇÕES NA EUROPA

O primeiro-ministro holandês conseguiu ganhar as eleições, embora tenha perdido oito lugares. O partido da extrema-direita ficou em segundo lugar, reduzindo fortemente o risco de a sua defesa da saída do euro contagiasse outros partidos no seu país e noutros Estado europeus.

As eleições mais receadas do ano são as presidenciais francesas, cuja primeira volta terá lugar a 23 de Abril e a segunda a 7 de Maio. Emmanuel Macron está a ter um bom desempenho nas sondagens, tendo já ultrapassado a favorita da primeira volta, Marine Le Pen, embora ainda em empate técnico. Isto significa que a sua vantagem na ronda

<sup>2</sup> <https://www.ft.com/content/bd046284-1464-11e7-b0c1-37e417ee6c76>



## - Zona do euro acelera no 1º trimestre

## -Inflação abranda e dá mais margem ao BCE

seguinte é cada vez mais expressiva, sendo cada vez menos provável que a candidata da extrema-direita ganhe as eleições, o que poderia significar mudanças profundas na UE.

Os mais recentes dados para a economia da área do euro apontam para uma nova aceleração da actividade no primeiro trimestre do ano, e têm levado a uma revisão em alta das estimativas de crescimento não só para o primeiro trimestre, mas também para o ano como um todo.

### INFLAÇÃO E BCE

Ricardo Santos<sup>3</sup>

Depois das surpresas positivas do lado do crescimento nos últimos meses e da subida da inflação desde o final de 2016, muito se tem especulado sobre o fim dos programas de compras de activo do Banco Central Europeu e eventuais subidas de taxas de juro. No entanto, os dados relativos a Março vieram acalmar essa discussão.

A inflação anual na área do euro desacelerou em Março para 1.5%, depois de ter atingido 2,0% em Fevereiro. Esta desaceleração, ainda que já esperada devido ao fim do contributo positivo dos bens energéticos, foi maior do que o inicialmente esperado pelos economistas e deveu-se principalmente a uma maior desaceleração da inflação alemã.

A medida de inflação subjacente, isto é, descontando os bens energéticos e alimentação e por isso menos volátil e mais seguida pelo Banco Central Europeu,

---

<sup>3</sup> Economista, mestrado pela Universidade de Londres.



**- Programa de estímulos do BCE deverá abrandar gradualmente**

**- Dados do 1º trimestre são positivos**

também desacelerou, para 0.7%, depois de 3 meses com um crescimento de 0.9%.

Estas surpresas negativas da inflação vieram moderar as expectativas de que o BCE possa terminar rapidamente o seu programa de estímulos. Os sinais necessários para o final da política expansionista do BCE serão:

- i) uma aceleração da inflação anual (principalmente na Alemanha) para valores em torno dos 2%;
- ii) uma aceleração continuada da inflação subjacente para valores acima dos 1.5%;
- iii) uma aceleração continuada dos salários, principalmente nos países mais avançados no ciclo (como a Alemanha).

Qualquer uma das condições está ainda longe de ser cumprida e os dados de Março vêm dar razão aos membros do conselho de governadores do BCE que pretendem reduzir os estímulos de uma forma muito gradual.

## 2. CONJUNTURA NACIONAL

Ricardo Santos

### PIB A ABRANDAR AO LONGO DO ANO

Os indicadores de sentimento económico e de confiança continuam a apontar para uma aceleração no primeiro trimestre de 2017 face ao último trimestre de 2016. Com a exceção do indicador de confiança do sector da indústria, os restantes sectores registaram mais um mês de melhoria, principalmente a confiança dos consumidores que registou o valor mais alto desde 2000.



**- Ao longo de 2017,  
a actividade deve  
desacelerar, devendo o  
conjunto do ano crescer  
entre 1,7% e 2%**

Quanto aos indicadores de actividade, ainda apenas disponíveis só até Fevereiro, registam, tal como na área do euro, alguma desaceleração. Isto é válido tanto no caso da produção industrial, como das vendas a retalho que registaram uma desaceleração em termos homólogos face a Janeiro. Ainda assim, os dois indicadores registam neste trimestre taxas médias superiores às do último trimestre de 2016.

Pesando o contributo dos dois tipos de indicadores, o Fórum para a Competitividade continua a prever uma aceleração do crescimento do PIB no primeiro trimestre para 2.1% em termos homólogos, e um crescimento de 0.4% em cadeia.

Quanto ao PIB no ano de 2017, o Forum não tem ainda uma estimativa fechada. No entanto, é possível avançar que sem a ocorrência de choques externos ou internos que levem a uma queda abrupta da confiança de consumidores e empresas, a actividade se continuará a expandir, devendo crescer entre 1.7% e 2%. No entanto, é bastante provável que os próximos trimestres registem uma desaceleração do crescimento em cadeia, já que os factores de suporte do final de 2016 e início de 2017, fazem já parte do passado – principalmente os aumentos de salários e pensões e reduções de impostos.

Assim sendo, ao contrário do ano passado, que começou mal, mas acabou melhor à medida o rendimento disponível ia aumentando suportado por salários e pensões, neste ano poderá dar-se o inverso. O primeiro trimestre deverá ser o melhor, devendo a actividade desacelerar à medida que o efeito dos estímulos desaparece. ●





**- Inflação acelera devido a imposto sobre refrigerantes**

**- Schäuble avisa contra necessidade de novo resgate**  
**- BCE descontente com fracos progressos na redução dos nossos desequilíbrios**

## INFLAÇÃO ACELERA

A taxa de inflação homóloga de Fevereiro acelerou de 1,3% para 1,6%, sobretudo devido aos Produtos alimentares e bebidas não alcoólicas, em particular nos Refrigerantes, em consequência da alteração da tributação das bebidas açucaradas. Já a taxa de inflação subjacente (excluindo produtos alimentares não transformados e energéticos) subiu apenas de 0,5% para 0,6%.

## AVISOS IMPORTANTES

Apesar do sucesso aparente do défice orçamental de 2016, que já aqui analisámos e contestámos, tem havido alguns avisos importantes, que reforçam a ideia de que há riscos que não devem ser minimizados.

Destaquem-se, em primeiro lugar, as palavras do ministro alemão das Finanças, de nos certificarmos de que não precisamos de um novo resgate<sup>4</sup>.

Em seguida, a avaliação do BCE sobre os nossos desequilíbrios excessivos, com algum progresso em duas áreas e progresso limitado em três, o que não nos é favorável<sup>5</sup>. Remetemos o leitor para uma análise circunstanciada pelo jornalista Rui Peres Jorge<sup>6</sup>.

<sup>4</sup> <http://observador.pt/2017/03/15/ministro-alemao-schauble-faz-aviso-a-portugal-certifiquem-se-de-que-nao-precisam-de-resgate/>

<sup>5</sup> [http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eb201702\\_focus07.en.pdf?ead8848e1ca821e11f375be897c1868f](http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eb201702_focus07.en.pdf?ead8848e1ca821e11f375be897c1868f)

<sup>6</sup> <http://blogs.xl.pt/massamonetaria/os-desequilibrios-excessivos-que-podem-tramar-portugal/>



**- Comissão Europeia critica recuo nas reformas da *troika***  
**- Salientamos o erro do recuo na descida do IRC**

**- Fracasso de Trump leva a queda do dólar**

Finalmente, a Comissão Europeia criticou o recuo nas reformas da *troika*, em linha com o que temos vindo a avisar, porque o nosso problema de crescimento, que dura já há 16 anos o que exige é um aprofundamento dessas mesmas reformas<sup>7</sup>.

Entre elas destacamos o recuo na descida do IRC, uma das queixas mais fortes dos investidores estrangeiros, de que Portugal tanto necessita para voltar a crescer de forma robusta e sustentável.

### 3. MERCADOS FINANCEIROS

#### DÓLAR CAI

Trump quer o dólar mais fraco e, ironicamente, o seu insucesso em relação ao Obamacare teve esse resultado, por diminuir a probabilidade de conseguir cumprir o seu programa de expansão orçamental.

Taxas de câmbio (nível)

Moedas	31-Dez-16	31-Jan-17	28-Fev-17	31-Mar-17
EUR/USD	1,052	1,078	1,061	1,065
CAD/USD	0,744	0,767	0,753	0,751
JPY/USD			88,680	89,770
GBP/USD	1,234	1,257	1,242	1,238

Fonte: Bloomberg

<sup>7</sup> <https://www.dinheirovivo.pt/economia/bruxelas-faz-lista-negra-das-reformas-da-troika-revertidas-pelo-governo-ps/>



**- Menos protecção ambiental favorece a produção americana de petróleo**

O preço do petróleo caiu de forma substancial, com menor optimismo sobre a economia americana, mas sobretudo no recuo de medidas ambientais neste país, que abrem caminho para uma ainda maior expansão desta matéria-prima, a partir das areias betuminosas.

Matérias primas (nível)

Matéria prima	31-Dez-16	31-Jan-17	28-Fev-17	31-Mar-17
Brent	56,8	55,7	55,6	52,8
Gás Natural	3,7	3,1	2,8	3,2
Ouro	1 152,3	1 210,7	1 248,3	1 249,4

Fonte: Bloomberg

**- Recuo do risco Le Pen ajuda as bolsas europeias**

### BOLSA BENEFICIADA PELA REDUÇÃO DA INCERTEZA POLÍTICA

Os mercados accionistas europeus recuperaram fortemente, devido à redução do risco, em particular pela diminuição da probabilidade de Marine Le Pen ganhar as eleições presidenciais francesas. O elevado peso da banca neste mercado também ajudou o seu desempenho, tendo havido um grande alívio pelo sucesso do aumento de capital do Deutsche Bank.



Mercados bolsistas (último nível e taxas de variação)

Moedas	31-Dez-16	31-Jan-17	28-Fev-17	31-Mar-17
Dow Jones	0,5%	4,8%	-0,7%	20663,2
S&P 500	1,8%	3,7%	0,0%	2 363
NASDAQ 100	5,2%	4,2%	2,0%	5 436
STOXX 600	-0,4%	2,8%	2,9%	381
STOXX 50	-1,8%	2,8%	5,5%	3 501
FTSE 100	-0,6%	2,3%	0,8%	7 323
DAX	0,5%	2,6%	4,0%	12 313
CAC40	-2,3%	2,3%	5,4%	5 123
MIB	-3,3%	1,7%	8,4%	20 493
IBEX35	-0,4%	2,6%	9,5%	10 463
PSI20	-4,4%	3,9%	7,7%	5 008

Fonte: Bloomberg



**- Portugal tem estado quase sempre em Procedimento dos Défices Excessivos**

**- O défice apurado para 2016 foi muito beneficiado por medidas extraordinárias**

## 4. O PROCEDIMENTO DOS DÉFICES EXCESSIVOS DE 2016

Joaquim Miranda Sarmiento<sup>8</sup>

No passado dia 24 o INE divulgou, conforme estipulam as regras Europeias, o Procedimento dos Défices Excessivos de 2016. O INE fez assim, o primeiro apuramento do défice orçamental, em contas nacionais, para 2016.

Com a apresentação de um défice orçamental de 10% em 2009, Portugal voltou a estar no braço corretivo do PDE (já tinha estado em 2002-2004 e em 2005-2008). Contudo, a aplicação do PDE ficou suspensa entre 2011 e 2014 (durante o programa da “troika”), tendo voltado a ser aberto em 2015. Neste momento a discussão é se Portugal conseguirá fechar o seu PDE em maio ou junho deste ano.

Conforme refere o CFP (Relatório 1/2016), para que ocorra a revogação do PDE é necessário que a correção do défice seja considerada duradoura, o que requer que o défice de 2015 não ultrapasse o limite dos 3% do PIB e que as previsões da Comissão Europeia para os anos de 2016 e 2017 indiquem que este não excederá o limite de 3% do PIB. Caso não estejam reunidas essas condições, será necessário avaliar se Portugal tomou medidas eficazes.

O défice apurado para 2016, em contas nacionais, foi de 2,1% do PIB (um número ainda provisório), sendo que em 2015 o défice tinha sido de 4,4%. Contudo, há que em ambos os anos expurgar as medidas “one-off”. No caso de 2015, a operação do BANIF, que piorou o défice. Sem esta operação, o défice de 2015 teria sido de 2,9%. No

---

<sup>8</sup> ISEG, Universidade de Lisboa.



**- Sem medidas extraordinárias e sem corte no investimento, déficit teria sido de 3,8% do PIB**

caso de 2016, as operações “one-off” melhoraram o défice. Referimo-nos ao regime de recuperação de dívidas fiscais (PERES), num valor em torno dos 600 M€, a reavaliação de activos das empresas (com impacto fiscal positivo em 2016 de cerca de 100 M€, mas negativo nos anos seguintes), à venda dos F-16 (que em contas nacionais terão tido um impacto na redução da despesa de capital de cerca de 100 M€), à recuperação de uma garantia de um dos empréstimos dos mecanismos Europeus (cerca de 250 M€). Tudo somado, as medidas “one-off” valeram em 2016 cerca de mil M€, ou seja, 0,6% do PIB. O que significa um défice de 2,7%.

Como tal, a melhoria do défice orçamental sem medidas “one-off” foi de 0.4 p.p. do PIB. Essa melhoria foi possível graças a dois efeitos: por um lado uma redução muito significativa no investimento público (com menos 1,4 mil M€ face a 2015, tendo passado de 4,3 mil M€ para 2,9 mil M€) de 0.8 p.p. do PIB. Por outro lado, uma redução de 200 M€ nos juros da dívida pública, menos 0.1 p.p. Refira-se que relativamente aos juros, as taxas de juro das emissões de 2016 subiram face a 2015. Em 2016, a taxa de juro média das novas emissões foi de 3.2%, quando tinha sido de 2.5% em 2015. A estes dois efeitos soma-se ainda 0.3 p.p. do PIB de cativações adicionais. Parte destas poupanças foram gastas em despesas com pessoal, que aumentou 700 M€, 0.4 p.p. do PIB. A tabela seguinte apresenta os vários cenários.



### Défice de 2016

Défice em Contas Nacionais	2.1%
Défice sem medidas “one-off”	2.7%
Défice sem medidas “one-off” e com investimento igual ao de 2015	3.5%
Défice sem medidas “one-off” e com investimento previsto no OE/2016 (+ 0.3 p.p. face ao executado )	3.8%

Desta forma, verificamos que a melhoria orçamental está longe daquilo que é apresentado oficialmente. Daí que o número mais importante de 2016 só venha a ser conhecido oficialmente daqui a umas semanas: não houve qualquer redução do saldo estrutural (nos nossos cálculos até haverá entre 2016 e 2018, a manter-se as previsões, um agravamento total de 0.5 p.p.).

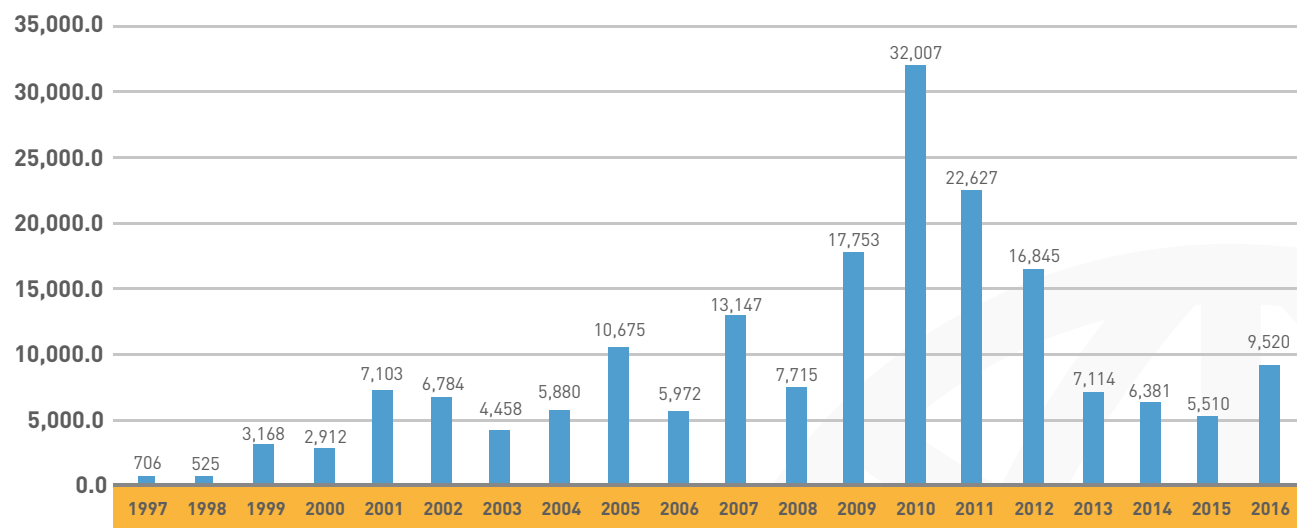
Entretanto, a dívida pública continua a aumentar. Como se pode ver no gráfico abaixo, um défice menor não se traduziu num menor crescimento da dívida. Pelo contrário, a tendência de redução do crescimento da dívida foi invertida. Isto somado à subida das taxas de juro (em 2015 Portugal financiou-se a uma taxa média de 2,4%; em 2016 financiou-se a uma taxa média de 3,6%); à montanha de dívida pública para reembolsar entre 2017 e 2021 e à mudança de política do BCE, mostra bem os desafios que temos pela frente.

**- A tendência de  
redução do crescimento  
da dívida foi invertida**



## - É provável que Portugal saia do PDE

### Variação da Dívida Pública em M€



Fonte: Cálculos do autor, a partir de dados da AMECO.

Mas irá Portugal sair do PDE? Provavelmente sim. Recorde-se que para a Comissão terminar o procedimento terá que validar, em maio ou junho, um défice em 2016 abaixo dos 3% (o que mesmo sem “one-offs” ocorreu), mas também haver a garantia que o défice de 2017 e 2018 se manterá abaixo dos 3%. Também terá de haver da parte da Comissão uma análise que o défice estrutural será reduzido em 0.6 p.p. do PIB em cada ano.

Tudo isto será baseado não apenas no PDE de março, mas sobretudo naquilo que o governo vier a apresentar no Programa de Estabilidade (que deve ser entregue até 20 abril, e cuja análise será objecto na nossa próxima nota).





**- O esforço orçamental  
tem de continuar, mas  
de forma estrutural**

A recapitalização da Caixa poderá colocar o défice nominal de 2017 de novo acima dos 3%. Contudo, estamos convictos que será tratada também como um “one-off”, e sendo uma medida que visa a estabilidade e recapitalização do sector financeiro, não será considerada para efeitos da decisão de saída do PDE.

A saída do PDE é um passo importantíssimo na recuperação da credibilidade junto dos mercados e dos investidores. Mas o esforço orçamental tem de continuar, é importante reduzir o défice, mas de forma estrutural. ●



## 5. AGENDA

Data	Evento	Expectativa/observações
7-Abr	Vol. Negócios Indústria (Jan)	
10-Abr	Comércio Internacional (Fev)	
10-Abr	Produção Construção (Fev)	
11-Abr	Vol. Negócios Serviços (Fev)	
12-Abr	Inflação (Mar)	
17-Abr	Actividade turística (Fev)	
19-Abr	Programa de Estabilidade 2017-2021	
20-Abr	Boletim Estatístico (BdP)	
21-Abr	Indicadores coincidentes (BdP)	
21-Abr	DBRS sobre Portugal	Manutenção de rating
23-Abr	1ª volta das eleições presidenciais francesas	
26-Abr	Execução Orçamental (Mar)	
27-Abr	Reunião BCE	
27-Abr	Inquéritos de Conjuntura (Abr)	
28-Abr	Produção Industrial (Mar)	
28-Abr	Estimativas mensais de Emprego e Desemprego (Jan)	
28-Abr	Vol. Negócios retalho (Mar)	
3-Mai	Reserva Federal dos EUA	Manutenção de taxas
7-Mai	2ª volta das eleições presidenciais francesas	

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O APOIO DE:



ORDEM  
DOS  
ENGENHEIROS

