



**FORUM PARA A
COMPETITIVIDADE**

**NOTA DE CONJUNTURA Nº 15
JULHO DE 2017**

Esta Nota de Conjuntura, da responsabilidade
do Fórum para a Competitividade,
inclui informação publicada até 25.07.2017

NOTA DE CONJUNTURA, Nº 15, JULHO DE 2017

RESUMO EXECUTIVO

- A revisão em baixa das estimativas de inflação na zona do euro pode conduzir ao adiamento do fim do programa de expansão quantitativa do BCE, embora Draghi permaneça pouco claro sobre os próximos passos.
- O PIB português do 2º trimestre deve ter crescido entre 2,8% e 3,2% em termos homólogos e entre 0,3% e 0,6% em cadeia.
- Para 2017, o crescimento deverá situar-se entre 2,5% e 2,8%, desacelerando no 2º semestre, com o fim de estímulos internos e externos.
- A nova desaceleração da inflação em Junho (de 1,5% para 0,9%) é favorável à moderação salarial de que o país ainda carece.
- A balança corrente e de capital até Maio registou um défice superior ao do ano transacto, mas deve-se aguardar para retirar ilações, até porque estamos em presença de um forte elemento sazonal.
- Os reembolsos de IRS e IVA estão a prejudicar as receitas fiscais, mas ainda não é claro que seja apenas fruto da sua antecipação. O cenário económico deverá facilitar o cumprimento da meta do défice público, mas apenas numa lógica de curto prazo.
- O euro tem continuado a valorizar-se por a economia europeia estar a crescer bem, mas também pela fraqueza do dólar, pela fragilidade política de Trump. Aquela valorização está a afectar as acções europeias.

ÍNDICE

1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

Inflação mais baixa na zona do euro _____ 4

2. CONJUNTURA NACIONAL

PIB do 2º trimestre deve ter crescido entre 2,8% e 3,2% _____ 4

Nova queda da inflação _____ 6

Agravamento do défice externo _____ 7

Execução orçamental em Contabilidade Pública _____ 8

3. MERCADOS FINANCEIROS

BCE deixa pairar incerteza _____ 11

4. AGENDA _____ 14



- BCE poderá ter que prosseguir o seu programa de expansão quantitativa

- Indicadores avançados confirmam aceleração no 2º trimestre comum a todos os sectores

1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

INFLAÇÃO MAIS BAIXA NA ZONA DO EURO

As previsões dos economistas privados seguidos pelo BCE¹ revelaram uma revisão em alta do PIB e revisão em baixa da inflação para 2017, 2018, 2019. Possivelmente, estas estimativas ainda não incorporam a recente apreciação do euro, em máximos de dois anos, que tenderá a diminuir ainda mais.

Em função disto, o BCE poderá ter que prosseguir o seu programa de expansão quantitativa.

2. CONJUNTURA NACIONAL

PIB DO 2º TRIMESTRE DEVE TER CRESCIDO ENTRE 2,8% E 3,2%

Ricardo Santos ²

Os indicadores avançados já disponíveis praticamente para totalidade do segundo trimestre confirmam uma nova aceleração – algo que de resto é comum também nos restantes países da área do euro. Ao contrário dos meses anteriores, esta melhoria dos indicadores avançados é comum a todos os sectores: indústria, serviços, construção e consumidores.

¹ http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/ecb.pr170721_1.en.html.

² Economista, mestrado pela Universidade de Londres.



- Crescimento em cadeia entre 0,3% e 0,6%

- Crescimento do PIB para 2017 deve situar-se entre 2.5% e 2.8%

A informação é igualmente positiva no que diz respeito aos indicadores reais – apenas disponíveis até ao mês de maio. Neste caso é de salientar a aceleração das vendas a retalho e principalmente das vendas de automóveis comerciais, confirmando ambas o bom “momentum” do consumo e investimento privado. Pelo lado menos positivo, há a salientar alguma desaceleração no investimento residencial, já que o consumo de cimento registou em Junho a primeira desaceleração em mais de um ano.

Tendo em conta a informação disponível o Fórum para a Competitividade prevê uma aceleração do crescimento do PIB no segundo trimestre para um intervalo entre 2.8% e 3.2% em termos homólogos, e um crescimento de 0.3% e 0.6% em cadeia.

Neste trimestre, grande parte do contributo positivo deverá vir novamente do investimento privado e das exportações, que estarão a beneficiar da pujança dos principais parceiros económicos que pertencem à área do euro, e da variação de existências que deverá compensar a queda do primeiro trimestre. No entanto, dada a forte aceleração das importações de bens no mês de maio, não é de excluir que o contributo do comércio externo possa desiludir – daí o intervalo da estimativa.

Quanto ao crescimento do PIB para 2017, o Fórum antevê que se possa situar entre 2.5% e 2.8%. O primeiro semestre deverá ser o mais forte do ano, com o crescimento médio a rondar os 3%, sendo provável que próximos trimestres registem uma desaceleração do homólogo, já que o termo de comparação com o final do ano passado será menos favorável. Mesmo o crescimento em cadeia deverá abrandar, já que grande parte do impacto dos estímulos internos (reposição de salários e pensões) e externos (efeito desfasado das políticas do BCE e recuperação europeia) irá diminuir.



- Riscos para 2017 são equilibrados

Este cenário para 2017 não está isento de riscos mas estes continuam a afigurar-se como equilibrados:

Pela negativa: i) quaisquer choques externos nos principais destinos das exportações porão em causa este padrão de crescimento. Uma redução rápida dos estímulos do BCE poderá por em causa não só o financiamento da República mas também a confiança dos investidores.

Pela positiva: i) a tendência favorável do mercado de trabalho poderá intensificar-se e desta forma levar a uma recuperação do consumo mais sustentada e não baseada na devolução de rendimentos ou em menos poupança ii) uma eventual melhoria do “rating” da República pode levar não só a a uma redução dos custos de financiamento do Estado mas também dos bancos e empresas não financeiras. ●

NOVA QUEDA DA INFLAÇÃO

Pedro Braz Teixeira³

A taxa de inflação de Junho foi de 0,9%, claramente inferior aos 1,5% de Maio, continuando a forte queda do mês precedente, reflectindo agora sobretudo a desaceleração dos preços dos produtos alimentares e bebidas não alcoólicas. A inflação subjacente (exceptuando produtos energéticos e alimentares não transformados) desacelerou menos, de 1,2% para 1,1%. Este desenvolvimento é favorável à moderação salarial, de que o país ainda carece.

³ Director do Gabinete de Estudos do Forum para a Competitividade, responsável pelos textos desta Nota de Conjuntura, com excepção dos assinalados.

- Inflação em Junho caiu de 1,5% para 0,9%



**- Balança de bens
contribui para agravar
défice externo**

AGRAVAMENTO DO DÉFICE EXTERNO

Até Maio, as balanças corrente e de capital apresentaram um défice de 447 milhões de euros, excedendo em 110 milhões de euros o défice homólogo. Para esta evolução contribuíram as componentes da balança de bens e de rendimento primário.

O aumento do excedente da balança de serviços registado em Maio foi insuficiente para compensar o aumento do défice da balança de bens. Até Maio, a balança de bens e serviços exibiu um excedente de 366 milhões de euros, menos 531 milhões de euros do que no período homólogo.

O défice da balança de rendimento primário aumentou 186 milhões de euros, para 2299 milhões de euros, influenciado pelos dividendos pagos ao exterior em Maio.

Esta evolução contraria o bom desempenho das contas externas nos últimos trimestres, mas terá que se aguardar para tirar ilações porque estamos também em presença de uma forte sazonalidade: é comum as contas até Abril apresentarem um saldo positivo, que passa a negativo em Maio e Junho, para regressar a valores positivos a partir daí.



- Reembolsos de IRS e IVA afetam receita fiscal

EXECUÇÃO ORÇAMENTAL EM CONTABILIDADE PÚBLICA

(dados até junho de 2017)

Joaquim Miranda Sarmiento ⁴

Os números da DGO relativos à execução orçamental em Contabilidade Pública de Junho continuam a ter alguns sinais de incerteza no que diz respeito à execução do lado da receita. Conforme referimos aqui no mês passado (maio), a execução da receita fiscal, sobretudo no IRS, mas também em parte no IVA começou a estar afetada, na sua variação homóloga (ou seja, comparando com o mês período do ano anterior – 2016), pelo elevado nível de reembolsos. Quando comparado com 2016, os reembolsos de IRS quase duplicaram, passando de cerca de 1.300 M€ para quase 2.500 M€.

A justificação dada pelo Ministério das Finanças foi, e continua a ser, que se trata apenas de antecipação de reembolsos, dadas as novas regras do IRS. No entanto, em setembro de 2016, quando por regra os reembolsos de IRS estão praticamente terminados, o valor desses reembolsos era de cerca de 2.400 M€ (terminou o ano de 2016 com um valor de reembolsos praticamente igual ao de setembro de 2016). Isto significa que apenas se todos os reembolsos de IRS tivessem sido efetuados até junho, podemos esperar um aumento do valor final de reembolsos.

Se de facto os reembolsos mantiverem o valor próximo do ano passado, e esta alteração se limitar a ser uma antecipação, então a receita fiscal está um pouco abaixo do previsto no OE/2017. Mas nada de muito preocupante para já.

⁴ ISEG, Universidade de Lisboa.



- A despesa total apresenta-se ainda dentro do previsto

Do lado da despesa, a despesa com pessoal pode ter alguma pressão adicional, mais no final do ano. A despesa total apresenta-se ainda dentro do previsto. O saldo do subsetor Estado é que apresenta uma trajetória acima do previsto para a totalidade do ano, sendo compensado por uma melhor execução do saldo da Segurança Social.

Execução orçamental CP Junho 2017 (valores em M€)

Itens	Valor Junho 2016	Valor Junho 2017	Variação homóloga	Objetivo OE/2017 (M€)	Objetivo OE/2017 (Var)	Taxa execução
Saldo AP's	-2 811	-3 075	n.a	-4 761	n.a	65%
Receita AP's	36 647	37 031	1,0%	81 070	4,9%	46%
Despesa AP's	39 458	40 106	1,6%	85 831	5,7%	47%
Saldo Estado	-4 794	-5 050	n.a	-6 743	n.a	75%
Saldo Seg. Social	1 229	1 648	n.a	1 092	n.a	151%
Saldo Regional e Local	435	318	n.a	891	n.a	36%
Saldo primário	2 152	2 018	n.a	3 524	n.a	57%
Despesa primária	36 195	36 708	1,4%	77 546	5,8%	47%
Despesa de capital	2 065	2 518	21,9%	6 403	17,6%	39%
Receita IRS	5 315	4 232	-20,4%	12 431	1,6%	34%
Receita IRS bruta (sem reembolsos)	6 643	6 673	0,5%	12 431	1,6%	n.a
Receita IRC	2 007	2 459	22,5%	5 275	1,2%	47%
Receita IVA	7 356	7 603	3,4%	15 287	3,1%	50%
Despesa com pessoal	10 083	10 109	0,3%	19 798	2,8%	51%



- A melhoria do ciclo económico transformou o exercício orçamental de 2017 bastante menos difícil para o governo

- Sem o efeito do crescimento económico o défice de 2017 ficaria em torno dos 2.5%

A melhoria do ciclo económico transformou o exercício orçamental de 2017 bastante menos difícil para o governo. A perspetiva atual de um crescimento nominal próximo dos 5% (ou seja, um crescimento real próximo dos 3%, conjugado com um deflador do produto também próximo de 2%) é superior ao previsto no OE/2017 (que era de um crescimento nominal de 3%, sendo 1.5% deflador e 1.5% crescimento real). Este crescimento nominal superior permite uma redução do défice menos exigente do ponto de vista das medidas de política orçamental. De facto, se o crescimento nominal for superior ao previsto no OE/2017 em 2 p.p., isso permite reduzir o défice em 0.6-0.8 p.p., apenas associado a esse crescimento.

Assim, com um ponto de partida de défice de 2016 em 2.4% (sem “medidas pontuais”), as medidas tomadas (redução da sobretaxa, 35 horas, IVA na restauração, reposição salarial e aumento de pensões), aumentam o défice em 0.6 p.p. Contudo, há fatores a reduzir o défice: os dividendos do Banco de Portugal (que concentra 85% do “Quantitative Easing” do BCE), o programa de recuperação de dívidas fiscais, a redução dos custos com PPPs rodoviárias (que atingiram o máximo em 2016, e que entre 2010 e 2016 mais que duplicaram em encargos anuais) e a recuperação da garantia do BPP, que permite reduzir o défice em 0.5 p.p.

Temos assim que sem o efeito do crescimento económico o défice de 2017 ficaria em torno dos 2.5%. Para chegar a 1.5%, o crescimento nominal de 3% era curto. Mas se se confirmar o crescimento nominal de 4%-5%, o objetivo de 1,5% passa a estar ao alcance do governo. Com um crescimento nominal de 5% o défice pode ficar abaixo dos 1.5%

Mas para isso o governo terá de manter o investimento público praticamente ao nível de 2016 (ou seja, em torno de 1,6% PIB), e portanto afastar qualquer “tentação despesista” das autarquias, bem como manter muitas das cativações que usou



- Bom resultado será apenas numa lógica de curto prazo e focada no cumprimento do défice nominal.

- BCE tarda em anunciar o que se vai seguir

em 2016. É também depende muito de como estão as contas na Saúde (há ou não “desorçamentação” via “vendas à consignação” da industria farmacêutica?), se os reembolsos de IRS são apenas antecipados ou de facto aumentaram face ao ano passado e se as despesas com pessoal não poderão estar suborçamentadas.

Em síntese, no campo orçamental as coisas aparentam estar um pouco mais calmas. Mas é apenas numa lógica de curto prazo e focada no cumprimento do défice nominal. É uma gestão orçamental baseada exclusivamente no efeito do crescimento económico, na redução do investimento público e dos gastos com os serviços públicos, além do aumento da tributação indireta em 2016 e 2017 para compensar a quebra de receita da sobretaxa de IRS e a reposição salarial na Administração Pública. ●

3. MERCADOS FINANCEIROS

BCE DEIXA PAIRAR INCERTEZA

Depois da última reunião do BCE, as taxas de juro caíram porque Draghi não está com pressa de anunciar o que se vai seguir.

O Fed não deverá subir as taxas porque os dados de inflação têm desapontado. Os mercados atribuem uma probabilidade de 45% de uma subida este ano e 50% de uma nova subida em 2018.

As taxas de juro de longo prazo de Portugal continuaram a cair também com rumores de que os erros na discriminação de obrigações do Novo Banco sejam corrigidos.



- O preço do petróleo estabilizou com sinais contraditórios da OPEP

A Grécia vai regressar ao mercado, o que também é uma boa notícia.

O euro tem continuado a valorizar-se por a economia europeia estar a crescer bem, mas também pela fraqueza do dólar, pela fragilidade política de Trump (Rússia e dificuldade de aprovar legislação). A libra continua afectada pelas dificuldades do Brexit.

Taxas de câmbio (nível)

Moedas	31-Mar-17	28-Abr-17	31-Mai-17	30-Jun-17	25-Jul-17
EUR/USD	1,065	1,090	1,124	1,143	1,165
CAD/USD	0,751	0,732	0,741	0,768	0,800
GBP/USD	1,238	1,295	1,289	1,299	1,304

Fonte: Bloomberg

O preço do petróleo estabilizou com sinais contraditórios da OPEP, com Nigéria a passar a cortar quotas enquanto a produção total dos membros aumentou.

Matérias primas (nível)

Matéria prima	31-Mar-17	28-Abr-17	31-Mai-17	30-Jun-17	25-Jul-17
Brent	52,8	51,7	50,3	47,4	50,2
Gás Natural	3,2	3,3	3,1	3,0	2,9
Ouro	1 249,4	1 268,3	1 268,9	1 245,5	1 250,1

Fonte: Bloomberg



- A valorização do euro está a prejudicar as acções europeias

A valorização do euro está a prejudicar as acções europeias, sobretudo dos países mais exportadores, como a Alemanha. O Nasdaq conheceu novos máximos, depois de correcção, mas os ganhos continuam muito concentrados nas maiores empresas.

Mercados bolsistas (último nível e taxas de variação)

Moedas	31-Mar-17	28-Abr-17	31-Mai-17	30-Jun-17	25-Jul-17
Dow Jones	1,3%	0,3%	1,3%	1,2%	21613,43
S&P 500	0,9%	1,2%	0,3%	2,2%	2 477
NASDAQ 100	2,7%	3,7%	-2,3%	5,0%	5 931
STOXX 600	1,6%	0,7%	-2,4%	0,4%	381
STOXX 50	1,7%	-0,1%	-2,3%	0,9%	3 474
FTSE 100	-1,6%	4,4%	-2,3%	1,7%	7 435
DAX	1,0%	1,4%	-1,6%	-0,5%	12264,31
CAC40	2,8%	0,3%	-2,4%	0,8%	5 161
MIB	0,6%	0,6%	-0,1%	4,2%	21 457
IBEX35	2,4%	1,5%	-3,2%	0,8%	10 523
PSI20	0,5%	5,1%	-2,8%	2,5%	5 284



4. AGENDA

Data	Evento	Expectativa/observações
9-Ago	Estatísticas do Emprego (2T)	
9-Ago	Vol. Negócios Indústria (Jun)	
9-Ago	Comércio Internacional (Jun)	
10-Ago	Inflação (Jul)	
10-Ago	Produção Construção (Jun)	
11-Ago	Vol. Negócios Serviços (Jun)	
14-Ago	PIB (2T) Estimativa Rápida	
14-Ago	Actividade turística (Jun)	
25-Ago	Execução Orçamental (Jul)	
29-Ago	Vol. Negócios Retalho (Jul)	
30-Ago	Inquéritos de Conjuntura (Ago)	
30-Ago	Estimativas Mensais de Emprego e Desemprego (Jul)	
30-Ago	Produção Industrial (Jul)	
7-Set	Reunião BCE	
20-Set	Reserva Federal dos EUA	
24-Set	Eleições legislativas, Alemanha	
1-Out	Eleições autárquicas, Portugal	

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O APOIO DE:



ORDEM
DOS
ENGENHEIROS

