



**FORUM PARA A
COMPETITIVIDADE**

NOTA DE CONJUNTURA Nº 14
JUNHO DE 2017

Esta Nota de Conjuntura, da responsabilidade
do Fórum para a Competitividade,
inclui informação publicada até 30.06.2017

NOTA DE CONJUNTURA, Nº 14, JUNHO DE 2017

RESUMO EXECUTIVO

- O Presidente Macron conseguiu a maioria absoluta nas eleições legislativas, devendo avançar nas prioridades que definiu: a educação, a defesa, a reforma do Estado, a reforma das leis laborais, a luta contra o terrorismo e a moralização da vida pública.
- Na zona do euro, a actividade económica poderá estar a atingir um pico.
- FMI prevê que economia portuguesa cresça 2,5% em 2017 e 2,0% em 2018, continuando a pedir reformas que façam aumentar o potencial de crescimento da economia.
- A inflação de Maio caiu de 2,0% para 1,5%, auxiliada pelo preço dos combustíveis, afastando receios de que a aceleração da actividade tivesse impacto nos preços.
- A taxa de poupança das famílias caiu 4,3% para 3,8%, um novo mínimo, um desenvolvimento preocupante porque o imprescindível aumento do investimento depende da capacidade de aumentar a poupança.
- A melhoria do ciclo económico tornou o exercício orçamental de 2017 bastante menos difícil, mas para isso o governo terá de afastar qualquer “tentação despesista” das autarquias.
- A Fitch subiu as perspectivas do “rating” português para “positivas”, o que ajudou a um novo estreitamento do diferencial de taxas de juro face à Alemanha em 20pb. Nos últimos três meses este diferencial já se reduziu em 109pb.
- A reunião de Sintra dos banqueiros centrais, tendo o BCE como anfitrião, lançou grande preocupação nos mercados, quer ao falar sobre subidas de taxas de juro de referência, quer sobre a existência de bolhas especulativas.

ÍNDICE

1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

E agora Presidente Macron? _____	4
Nova aceleração na Europa _____	6

2. CONJUNTURA NACIONAL

FMI mais otimista do que o governo _____	7
Queda da inflação _____	7
Poupança das famílias caiu para mínimo _____	8
Execução orçamental em Contabilidade Pública _____	9

3. MERCADOS FINANCEIROS

Encontro de Sintra abala mercados _____	14
---	----

4. AGENDA _____	16
-----------------	----



- Macron conseguiu a maioria absoluta nas eleições legislativas

- A derrota mais expressiva deu-se no Partido Socialista

1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

Inês Cruz ¹

E AGORA PRESIDENTE MACRON?

A 2ª volta das eleições legislativas francesas de junho 2017 caracterizou-se por uma forte abstenção (57,6% dos eleitores inscritos) provocada, segundo várias opiniões, pelo cansaço dos eleitores que, desde novembro 2016 foram chamados a votar em duas primárias do partido de direita, *Les Républicains* (LR), em duas primárias do Partido Socialista e nas duas voltas nas eleições presidenciais de abril passado.

Dos votos expressos nas urnas em junho passado (4,2% foram brancos ou nulos), o partido do recentemente eleito Presidente da República Francesa, La République en Marche (LREM), conseguiu eleger 308 dos 577 lugares de deputados na Assembleia Nacional (AN). Este resultado representa, assim, uma *majorité présidentielle*, mesmo não contando com os 42 deputados eleitos pelo partido centrista *Mouvement Democrate* (MODEM) de François Bayrou, aliado de Macron desde a 1ª hora.

A 2ª força política na AN francesa recentemente eleita continua a ser os LR, que asseguraram 113 lugares, apesar de terem perdido 83 face às legislativas de 2012². Contudo, a derrota mais expressiva deu-se no Partido Socialista. Se, em 2012, conseguiu, junto com os seus aliados, o *Parti de Gauche Radical* e os *Divers de Gauche*, assegurar uma maioria absoluta com 314 dos 577 lugares na AN (280 pelo PS), nas legislativas de 2017 estas 3 forças políticas não foram além de 44 deputados, dos quais 29 pelo PS francês. Os líderes dos principais partidos “com aversão” às regras

¹ Economista doutorada.

² Dos 113 eleitos, 15 são simpatizantes do Presidente Macron e do seu programa.



- Macron definiu como prioridades: a educação, a defesa, a reforma do Estado, a reforma das leis laborais, a luta contra o terrorismo e a moralização da vida pública

européias, como sejam Jean-Luc Mélenchon de *La France Insoumise* (LFI), Marine Le Pen do *Front National* (FN) et Nicolas Dupont-Aignan do partido *Debout La France*, foram todos eleitos, tendo LFI assegurado 17 lugares no hemiciclo e o FN 8 (versus 2 nas legislativas de 2012).

Assim sendo, e apesar da elevada abstenção, Macron tem legitimidade para implementar o seu programa, tendo definido como prioridades para os próximos 5 anos da governação: a educação, a defesa, a reforma do Estado, a reforma das leis laborais, a luta contra o terrorismo e a moralização da vida pública. No que se refere a esta última, o jovem Presidente já teve que se confrontar com uma primeira remodelação ministerial. Isto porque sobre três dos ministros nomeados em Maio (dos quais duas ministras filiadas no MODEM) recaem suspeitas de irregularidades políticas. Para além disso, o líder do MODEM, que tinha sido escolhido para ministro da Justiça, também se demitiu por ter criticado publicamente a comunicação social que, na sua opinião, está a perseguir injustificadamente as (ex-)ministras do seu partido com as pastas dos Assuntos Europeus e “des Armées”.

Com esta remodelação ministerial, o governo passou de 22 para 30 membros e a paridade entre homens e mulheres manteve-se, bem como o equilíbrio entre os simpatizantes do Presidente Macron do lado dos LR (chamados de *constructifs*), da esquerda moderada e do MODEM. De notar que François Bayrou, no seu discurso público de saída, reafirmou total apoio a Macron e que o ex-primeiro ministro da era Hollande, Manuel Valls, acaba de ser aceite para se sentar na bancada dos deputados da LREM na AN, desfiliando-se do partido socialista. Também as recentes sondagens mostram que 56% dos franceses ficaram satisfeitos com o reajuste feito no governo.

Agora é o Presidente e o governo pôrem mãos à obra e reformar. Com o que tem conseguido até aqui, Macron não terá desculpa se não o fizer. ●



- Actividade poderá estar a atingir pico

- BCE deverá esperar antes de reduzir estímulos

NOVA ACELERAÇÃO NA EUROPA

Ricardo Santos³

Os dados de atividade mais recentes apontam para uma nova aceleração, principalmente na Alemanha, na França e na Itália, mas os indicadores avançados evidenciaram em Junho um comportamento algo divergente. Os inquéritos PMI da indústria e serviços desceram pela primeira vez em mais de um ano, mas mantêm-se ainda em níveis consistentes com uma aceleração da atividade no segundo trimestre. Já os indicadores de confiança da Comissão Europeia voltaram a subir para os níveis mais elevados desde 2000, no caso dos consumidores, ou de 2007, no caso das empresas.

Os dados reais de produção industrial e vendas a retalho registaram em Maio e Junho níveis de crescimento mais assinaláveis e sugerem um crescimento de perto de 0.4% em cadeia, ainda assim abaixo do crescimento de 0.6% sugerido pelos indicadores avançados.

A inflação anual na área do euro voltou a desacelerar em Junho para 1.3%, depois do crescimento anual de 1.4% verificado em Maio e afastou-se ainda mais do objetivo de 2% do Banco Central Europeu. Esta desaceleração deveu-se desta feita ao efeito da energia, já que a inflação “core” acelerou de volta aos 1.2%, depois de 0.9% em Maio. Ainda assim, esta subida não contraria a tendência de manutenção de preços baixos que perdura desde os últimos 4 anos na área do euro, daí que o Banco Central Europeu tenha sinalizado na ultima conferencia de imprensa e em comunicações mais recentes que deverá esperar antes de alterar a sua politica monetária atual e reduzir os estímulos. ●

³ Economista, mestrado pela Universidade de Londres.



- FMI prevê um crescimento de 2,5% em 2017

- Inflação em Maio caiu de 2,0% para 1,5%

2. CONJUNTURA NACIONAL

Pedro Braz Teixeira⁴

FMI MAIS OPTIMISTA DO QUE O GOVERNO

O FMI prevê agora que a economia portuguesa cresça 2,5% em 2017, embora abrande para 2,0% em 2018, um valor mais optimista do que o do governo para o corrente ano. Dado que este resultado não é sustentável, o FMI insiste na necessidade de reformas, em particular no mercado de trabalho, na ineficiência na justiça, assim como na complexidade da legislação que regulamenta o funcionamento das empresas em Portugal.

QUEDA DA INFLAÇÃO

A taxa de inflação de Maio foi de 1,5%, claramente inferior aos 2,0% de Abril, tendo a inflação subjacente (exceptuando produtos energéticos e alimentares não transformados) conhecido idêntica desaceleração, de 1,7% para 1,2%. Para esta evolução contribuiu sobretudo a classe dos transportes, cujos preços desaceleraram de 4,6% para 1,1%, ajudados pela evolução do preço dos combustíveis.

Num contexto de aceleração da actividade, esta contenção nos preços dos produtos energéticos está a impedir o surgimento de tensões inflacionistas, o que é claramente favorável, ainda que a folga existente na economia também não justificasse receios imediatos de efeitos sobre os preços.

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

⁵ <http://www.imf.org/en/News/Articles/2017/06/29/mcs6292017-portugal-staff-concluding-statement-of-the-2017-article-iv-mission>



- Taxa de poupança das famílias caiu de 4,3% para 3,8%

POUPANÇA DAS FAMÍLIAS CAIU PARA MÍNIMO

A capacidade de financiamento da economia situou-se em 1,5% do PIB no ano terminado no 1º trimestre de 2017, 0,1 pontos percentuais (p.p.) superior à verificada.

Esta evolução traduziu comportamentos distintos dos diferentes sectores. Registaram-se melhorias no sector das Administrações Públicas, cuja necessidade de financiamento diminuiu 0,3 p.p., passando para 2,0% do PIB, e no sector das sociedades não financeiras, cuja capacidade de financiamento aumentou 0,2 p.p., para 0,6% do PIB. O saldo correspondente às sociedades financeiras estabilizou em 2,2% do PIB. A capacidade de financiamento das famílias diminuiu 0,3 p.p., para 0,5% do PIB no 1º trimestre de 2017. Esta redução correspondeu a uma queda de 0,5 p.p. da taxa de poupança das famílias, que se fixou em 3,8%.

Esta redução é preocupante, porque as famílias costumavam ser a maior fonte de poupança da economia e porque significa que uma parte da evolução do consumo privado não tem sustentação no rendimento.



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

EXECUÇÃO ORÇAMENTAL EM CONTABILIDADE PÚBLICA

(dados até maio de 2017)

Joaquim Miranda Sarmento ⁶

A melhoria do ciclo económico tornou o exercício orçamental de 2017 bastante menos difícil para o governo. A perspetiva atual de um crescimento nominal acima dos 4% (ou seja, um crescimento real acima dos 2%, 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). De facto, se o crescimento nominal for superior ao previsto no OE/2017 em 1 p.p., isso permite reduzir o défice em 0.3-0.4 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 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%-4,5%, o objetivo de 1,5% passa a estar ao alcance do governo.

⁶ ISEG, Universidade de Lisboa.



- Mas para isso o governo terá de afastar qualquer “tentação despesista” das autarquias

- Até maio, a receita total está bastante afastada do objetivo do OE/2017

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 em 2016. E também depende muito de como estão as contas na Saúde (há ou não “desorçamentação” via “vendas à consignação” da indústria farmacêutica?), se os reembolsos de IRS foram apenas antecipados ou de facto aumentaram face ao ano passado e se as despesas com pessoal não poderão estar suborçamentadas. Os números do 1º trimestre em contas nacionais, com um défice de 2,1%, permitem concluir que de facto há margem para cumprir o objetivo de 1,5%. Note-se que o 2º semestre tem por regra melhor execução orçamental, dado o efeito na receita de IRS e Segurança Social dos subsídios e a sazonalidade do IVA (férias e Natal). Assim, se o défice do 1º semestre ficar abaixo dos 2%, só um descontrolo na despesa ou uma desaceleração muito brusca da economia no 2º semestre colocaria em causa o objetivo de 1,5%. Naturalmente a proximidade de eleições autárquicas pode gerar alguma “tentação” do lado da despesa.

Na segunda-feira passada a DGO divulgou a nota mensal de execução orçamental de maio. Com todas as limitações de uma análise em contabilidade pública e de 5 meses, verifica-se que a receita total está bastante afastada do objetivo do OE/2017. Para isso contribuiu sobretudo a receita de IRS, com uma quebra acentuada, motivada pelo aumento dos reembolsos. Como atrás referi, o que falta saber é se esse aumento é apenas um antecipar dos reembolsos, ou se há um aumento efetivo face ao ano anterior superior ao estimado. Se os reembolsos foram apenas antecipados, então a execução do IRS está abaixo do previsto no OE, mas ainda sem uma divergência muito significativa. Mas se é um aumento dos reembolsos, então poderá haver aqui alguns sinais de preocupação (sobre isto vale a pena ler a análise do IPP do ISEG, aqui: <http://observador.pt/especiais/execucao-orcamental-de-maio-palavras-do-governo-amor-e-enganos/>).



- A despesa de capital está acima do executado no ano anterior

Por outro lado, a despesa de capital está acima do executado no ano anterior, mas com uma taxa de execução ainda inferior ao objetivo do OE. As despesas de capital nas autarquias aumentaram 150 M€ em termos homólogos, um aumento de quase 50%.

Execução orçamental CP Maio 2017 (valores em M€)						
Itens	Valor Maio 2016	Valor Maio 2017	Variação homóloga	Objetivo OE/2017 (M€)	Objetivo OE/2017 (Var)	Taxa execução
Saldo AP's	-339	-698	n.a	-4 761	n.a	15%
Receita AP's	30 589	30 657	0,2%	81 070	4,9%	38%
Despesa AP's	30 928	31 555	2,0%	85 831	5,7%	37%
Saldo Estado	-2 263	-2 778	n.a	-6 743	n.a	41%
Saldo Seg. Social	915	1 286	n.a	1 092	n.a	118%
Saldo Regional e Local	597	525	n.a	891	n.a	59%
Saldo primário	2 396	2 216	n.a	3 524	n.a	63%
Despesa primária	27 665	28 157	1,8%	77 546	5,8%	36%
Despesa de capital	1 596	1 780	11,5%	6 403	17,6%	28%
Receita IRS	4 798	3 554	-25,9%	12 431	1,6%	29%
Receita IRS bruta (sem reembolsos)	5 474	5 420	-1,0%	12 431	1,6%	n.a
Receita IRC	1 730	2 113	22,1%	5 275	1,2%	40%
Receita IVA	6 362	6 579	3,4%	15 287	3,1%	43%
Despesa com pessoal	7 537	7 566	0,4%	19 798	2,8%	38%

Existem mais alguns sinais “amarelos”, nomeadamente na aquisição de bens e serviços e na receita fiscal.



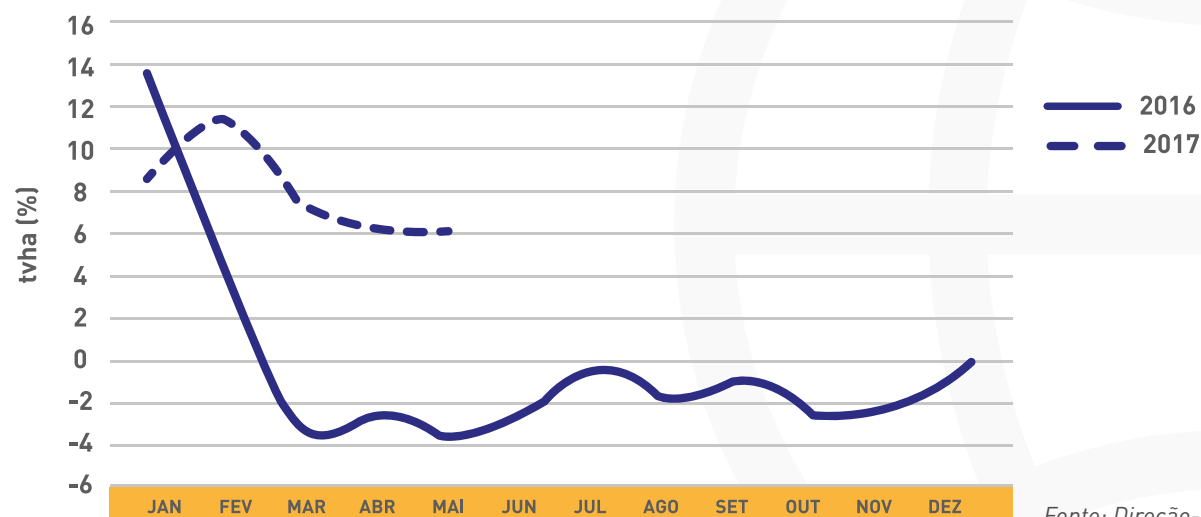
- A despesa com bens e serviços está acima do previsto no OE

- A receita fiscal resulta do aumento muito significativo de reembolsos de IRS e de IVA

No que diz respeito à aquisição de bens e serviços, tendo em conta que as dívidas a fornecedores aumentaram 150 M€ desde janeiro, e face ao período homólogo mantiveram-se praticamente de igual valor, não pode ser o efeito do pagamento de despesa já incorrida. Se assim fosse, ou seja, se este aumento da despesa com bens e serviços em contabilidade pública estivesse associado a uma redução da dívida a fornecedores, então o aumento dever-se-ia em grande medida a um pagamento de dívidas cuja despesa em contas nacionais já teria sido registada. Não é o caso. A despesa com bens e serviços está acima do previsto no OE, podendo mostrar que se estará a chegar ao limite da capacidade de contrair os gastos dos serviços públicos.

Já a receita fiscal, como referido atrás, resulta do aumento muito significativo de reembolsos de IRS e de IVA. No total, os reembolsos aumentaram cerca de 1,5 mil M€, com o IRS a ser responsável por um aumento de 1,2 mil M€ e o IVA de um aumento de 300 M€. ●

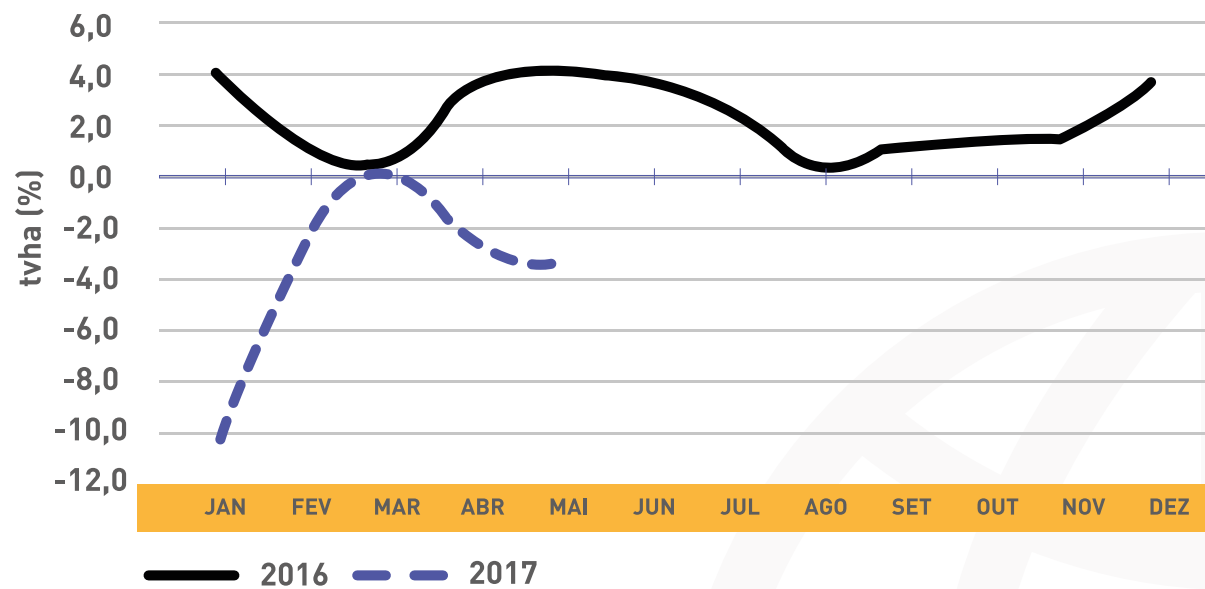
Despesa com aquisição de bens e serviços da Administração Central



Fonte: Direção-Geral do Orçamento



Receita fiscal do subsetor Estado



Fonte: Direção-Geral do Orçamento



- Os banqueiros centrais lançam confusão nos mercados com mensagens mal interpretadas

3. MERCADOS FINANCEIROS

ENCONTRO DE SINTRA ABALA MERCADOS

O mês de Junho estava a decorrer com tranquilidade até ao encontro de Sintra de governadores de bancos centrais e académicos, onde proferidas várias intervenções que foram lidas como “hawkish”, para logo a seguir serem corrigidas. Em consequência disso, o euro chegou a atingir o máximo do ano face ao dólar.

Taxas de câmbio (nível)

Moedas	28-Fev-17	31-Mar-17	28-Abr-17	31-Mai-17	30-Jun-17
EUR/USD	1,061	1,065	1,090	1,124	1,143
CAD/USD	0,753	0,751	0,732	0,741	0,768
GBP/USD	1,242	1,238	1,295	1,289	1,299

Fonte: Bloomberg

A libra também caiu muito, ao sabor dos comentários dos bancos centrais, mas também devido ao resultado das eleições legislativas antecipadas.

O preço do petróleo continua em queda, apresentando as características de um “bear market”.

Matérias primas (nível)

Matéria prima	28-Fev-17	31-Mar-17	28-Abr-17	31-Mai-17	30-Jun-17
Brent	55,6	52,8	51,7	50,3	47,4
Gás Natural	2,8	3,2	3,3	3,1	3,0
Ouro	1 248,3	1 249,4	1 268,3	1 268,9	1 245,5

Fonte: Bloomberg



- Comentários sobre bolhas especulativas afectaram mercados accionistas

Os mercados accionistas estavam a subir com base no excesso de liquidez e a perspectiva de esta ser reduzida, bem como os comentários dos banqueiros centrais sobre bolhas especulativas levaram a uma correcção.

Mercados bolsistas (último nível e taxas de variação)

Moedas	28-Feb-17	31-Mar-17	28-Abr-17	31-Mai-17	30-Jun-17
Dow Jones	-0,7%	1,3%	0,3%	1,3%	21287,03
S&P 500	0,0%	0,9%	1,2%	0,3%	2 420
NASDAQ 100	2,0%	2,7%	3,7%	-2,3%	5 653
STOXX 600	2,9%	1,6%	0,7%	-2,4%	381
STOXX 50	5,5%	1,7%	-0,1%	-2,3%	3 471
FTSE 100	0,8%	-1,6%	4,4%	-2,3%	7 350
DAX	4,0%	1,0%	1,4%	-1,6%	12416,19
CAC40	5,4%	2,8%	0,3%	-2,4%	5 154
MIB	8,4%	0,6%	0,6%	-0,1%	20 705
IBEX35	9,5%	2,4%	1,5%	-3,2%	10 531
PSI20	7,7%	0,5%	5,1%	-2,8%	5 141

Fonte: Bloomberg



4. AGENDA

Data	Evento	Expectativa/observações
7-Jul	Vol. Negócios Indústria (Mai)	
10-Jul	Comércio Internacional (Mai)	
10-Jul	Produção Construção (Mai)	
11-Jul	Vol. Negócios Serviços (Mai)	
12-Jul	Inflação (Jun)	
14-Jul	Actividade turística (Mai)	
20-Jul	Reunião BCE	
25-Jul	Execução Orçamental (Jun)	
26-Jul	Reserva Federal dos EUA	
28-Jul	Inquéritos de Conjuntura (Jul)	
28-Jul	Estimativas Mensais de Emprego e Desemprego (Jun)	
28-Jul	Produção Industrial (Jun)	
28-Jul	Vol. Negócios Retalho (Jun)	
9-Ago	Estatísticas do Emprego (2T)	

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O APOIO DE:



ORDEM
DOS
ENGENHEIROS

