



**FORUM PARA A  
COMPETITIVIDADE**

**NOTA DE CONJUNTURA Nº 20**  
DEZEMBRO DE 2017

Esta Nota de Conjuntura, da responsabilidade  
do Fórum para a Competitividade,  
inclui informação publicada até 31.12.2017

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O PATROCÍNIO DE:



Alvarás: MAI n.º 22 A, 22 B, 22 C; IMPIC n.º 68711

## RESUMO EXECUTIVO

- Em 2018, o crescimento das economias avançadas deve ser semelhante ao bom desempenho de 2017, com excepção de Espanha, que deverá ser afectada pelas perturbações na Catalunha.
- A Catalunha foi, depois da Galiza, a Comunidade espanhola, que mais importou do nosso país em 2016 (1 685 milhões de Euros, ou seja, 15,9% das importações espanholas), posicionando-se Portugal como o 11º principal fornecedor desta região.
- Portugal poderá não ser muito afectado pelo abrandar do processo de expansão quantitativa do BCE devido às subidas de “rating” entretanto ocorridas.
- A economia portuguesa deverá crescer 2,6% em 2017 e entre 2,1% e 2,3% em 2018, abrandando mais do que a zona euro.
- No ano terminado no 3º trimestre de 2017, a taxa de poupança das famílias atingiu um novo mínimo, caindo de 5,4% para 4,4% do rendimento disponível, o que é grave porque o investimento ainda se acha muito deprimido e, sem poupança, a recuperação do investimento traduzir-se-á em défices externos, que foram sempre a razão da necessidade de programas de resgate externo.
- Em Novembro, a inflação total acelerou mas a inflação subjacente desacelerou, de 1,3% para 1,1%.
- Até Outubro, o saldo externo manteve-se claramente positivo, devendo fechar o ano ligeiramente abaixo de 1% do PIB.
- O défice orçamental de 2017 deverá ser de 1,2%-1,3%, inferior à meta de 1,5% do PIB, mas sem quaisquer progressos em termos de saldo estrutural.
- As taxas de juro portuguesas de longo caíram abaixo das italianas, com subida de “rating”, culminando um movimento de descida continuada ao longo do ano.
- As acções americanas beneficiaram com o plano orçamental de Trump, de redução dos impostos sobre os lucros.

# ÍNDICE

## 1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

2018 favorável \_\_\_\_\_ 5

A Importância da Catalunha para as Economias Espanhola e Portuguesa \_\_\_\_ 6

## 2. CONJUNTURA NACIONAL

Economia deve abrandar em 2018 \_\_\_\_\_ 8

Poupança das famílias atinge novo mínimo \_\_\_\_\_ 8

Inflação mista \_\_\_\_\_ 9

Saldo externo mantém-se positivo \_\_\_\_\_ 9

Execução orçamental - últimas notas do ano \_\_\_\_\_ 11

3. MERCADOS FINANCEIROS \_\_\_\_\_ 15

4. AGENDA \_\_\_\_\_ 18



**- Em 2018,  
o crescimento das  
economias avançadas  
deve ser semelhante  
ao bom desempenho de  
2017**

**- Portugal poderá não  
ser muito afectado pelo  
abrandar o processo de  
expansão quantitativa  
do BCE**

## 1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

### 2018 FAVORÁVEL

Pedro Braz Teixeira <sup>1</sup>

As perspectivas internacionais para o ano que se inicia são genericamente favoráveis, antecipando-se uma ligeira aceleração da economia americana, de 2,2% para 2,4% (consenso recolhido pela revista The Economist) e um suave abrandamento da economia da zona euro, de 2,2% para 2,1%, ainda claramente acima da sua tendência recente. A excepção mais significativa deverá ser a economia espanhola, que deverá desacelerar de forma clara, de 3,1% para 2,6%, o que não deixará de afectar Portugal, que exporta para o nosso vizinho cerca de um quarto do total.

O BCE deverá abrandar o processo de expansão quantitativa, com impacto provável numa ligeira subida das taxas de curto, mas Portugal poderá não ser particularmente afectado por isso, ao beneficiar das subidas de “rating” entretanto corridas.

---

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



**- As eleições na Catalunha não facilitaram a formação de um governo**

**- Sociedade catalã profundamente dividida**

## A IMPORTÂNCIA DA CATALUNHA PARA AS ECONOMIAS ESPANHOLA E PORTUGUESA

Inês Cruz <sup>2</sup>

As recentes eleições na Catalunha voltaram a dar a maioria parlamentar aos três partidos que, em outubro passado, declararam unilateralmente a independência desta região autónoma de Espanha e criaram o conflito que todos conhecemos com o governo central e com os tribunais espanhóis. Contudo, há que realçar que a votação em 21 de dezembro passado nos partidos independentistas, Juntos per Si, ERC e CUP foi de 47,5%, não atingindo, por conseguinte, metade dos votos dos residentes na Catalunha. Acresce que esta votação ficou aquém dos 47,7% obtidos por estes partidos nas eleições de 2015, tendo também havido redução do número de deputados eleitos, que passou de 72 para 70 num total de 135.

Estas eleições voltaram a evidenciar a profunda divisão na sociedade catalã e a grande incógnita reside na capacidade e vontade destes três partidos, ditos independentistas, mas provenientes de espectros políticos muito distintos, de se voltarem a coligar. Caso o façam, também não é clara a forma como agirão face às decisões e ações já tomadas, quer pelo governo central, quer pelos tribunais espanhóis, para manter a Catalunha integrada em Espanha. No entanto, dificilmente estes três partidos viabilizarão um governo minoritário encabeçado pelo partido mais votado nas últimas eleições catalãs, os Ciudadanos. Daqui se conclui que a incerteza política é grande na Catalunha, pelo que se torna oportuno referir alguns números que avaliam a importância desta região para a economia espanhola.

---

<sup>2</sup> Economista doutorada.



**- A Catalunha representa 16% da população total espanhola**

**- O crescimento económico catalão situou-se acima da média de Espanha em 2016 – 3,5% contra 3,3%**

**- A Catalunha foi, depois da Galiza, a Comunidade espanhola, que mais importou do nosso país em 2016**

A Catalunha é uma das dezanove comunidades autónomas de Espanha (incluindo Ceuta e Melilla), e tinha, em 2016, uma população de 7,4 milhões de habitantes, o que representa 16% da população total espanhola. Nesse mesmo ano, gerou um PIB (a preços correntes) de cerca de 212 000 milhões de Euros, sendo assim a região que mais contribuiu para a riqueza do nosso país vizinho: 19% do PIB espanhol.

Este desempenho coloca a Catalunha entre as quinze principais economias da UE, tendo mesmo, em 2016, ultrapassado em 14% o PIB português. De referir também, que apesar do PIB per capita estar abaixo do de Madrid, País Vasco e Navarra, o crescimento económico catalão situou-se acima da média de Espanha em 2016 – 3,5% contra 3,3% – graças a um tecido industrial diversificado, onde pesam atividades como a eletrónica avançada, a maquinaria, o alimentar, a biotecnologia, e um setor terciário crescente, nomeadamente quanto às tecnologias de informação, a serviços de saúde e ao turismo. Em matéria de emprego, a Catalunha também se sai melhor do que a média nacional, com uma taxa de desemprego na casa dos 13,2%, contra 17,4% do conjunto de Espanha.

Relativamente a Portugal, a Catalunha foi, depois da Galiza, a Comunidade espanhola, que mais importou do nosso país em 2016 (1 685 milhões de Euros, ou seja, 15,9% das importações espanholas), posicionando-se Portugal como o 11º principal fornecedor desta região. Por outro lado, a Catalunha foi a Comunidade espanhola que mais exportou para Portugal (24% das exportações espanholas), sendo Portugal em 2016 o 4º principal cliente da Catalunha.

Compreende-se, agora melhor, a tensão política que se vive em Espanha e na Catalunha, tensão essa que, para bem de todos, deveria desaparecer. O problema é que não se vê bem como, pelo menos no curto prazo! ●



**- A economia portuguesa deverá crescer 2,6% em 2017 e entre 2,1% e 2,3% em 2018**

**- Sem poupança, Portugal arrisca-se a regressar aos défices externos**

## 2. CONJUNTURA NACIONAL

### ECONOMIA DEVE ABRANDAR EM 2018

Os indicadores sobre o 4º trimestre apontam para um abrandamento da actividade, que deverá prosseguir ao longo de 2018, não só porque o 1º semestre de 2017 apresentou um crescimento empolado, mas porque o enquadramento é de desaceleração, ainda que não muito pronunciada: desaceleração da economia da zona euro e em particular em Espanha, subida das taxas de juro, diminuição da folga da economia portuguesa com a sucessiva queda do desemprego.

Assim, prevemos que em 2017 a economia cresça 2,6% e que em 2018 se expanda entre 2,1% e 2,3%.

### POUPANÇA DAS FAMÍLIAS ATINGE NOVO MÍNIMO

No ano terminado no 3º trimestre de 2017, a taxa de poupança das famílias atingiu um novo mínimo, caindo de 5,4% para 4,4% do rendimento disponível.

Este desenvolvimento é particularmente grave por dois motivos. Em primeiro lugar, porque as famílias eram habitualmente a principal fonte de poupança da economia; em segundo lugar, porque o investimento ainda se acha muito deprimido e, sem poupança, a recuperação do investimento traduzir-se-á em défices externos, que foram sempre a razão da necessidade de programas de resgate externo.





**- Inflação total acelera  
mas inflação subjacente  
desacelera**

**- Saldo externo com  
valores positivos, em  
linha com os de 2015**

## INFLAÇÃO MISTA

Em Novembro, a inflação subiu de 1,4% para 1,5%, enquanto a inflação subjacente (exceptuando produtos energéticos e alimentares não transformados), desacelerou, 1,3% para 1,1%, sobretudo devido à desaceleração dos preços da classe dos Restaurantes e hotéis.

A inflação subjacente parece reflectir melhor a tendência em curso, de desaceleração do ritmo de subida dos preços, em resposta quer à valorização do euro, quer ao abrandamento da actividade económica.

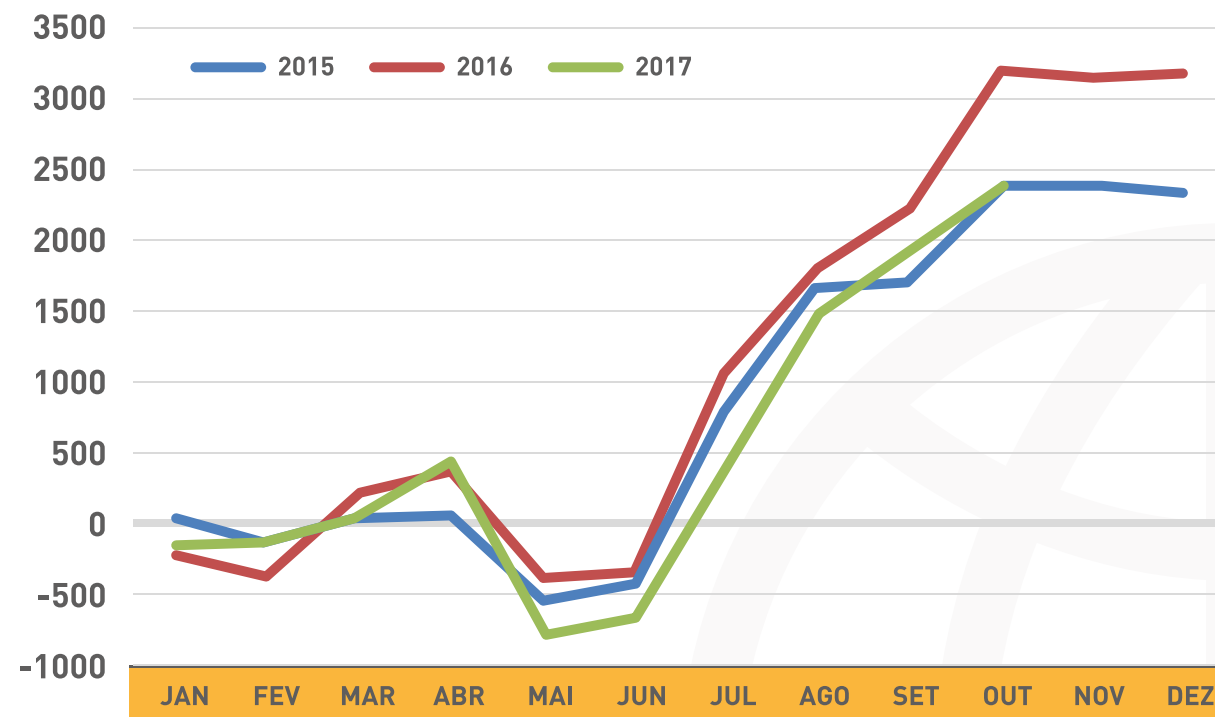
## SALDO EXTERNO MANTÉM-SE POSITIVO

Até Outubro, as balanças corrente e de capital apresentaram um saldo positivo de 2346 milhões de euros, menos 841 milhões de euros que no mesmo período de 2016, mas em linha com o valor registado em 2015. Esta melhoria encontra-se relacionada com a balança de viagens e turismo, que atingiu no mês de Outubro um excedente de 1192 milhões de euros.

Para o conjunto do ano, o excedente externo deverá ficar ligeiramente abaixo de 1% do PIB.



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



Fonte: Banco de Portugal



## EXECUÇÃO ORÇAMENTAL - ÚLTIMAS NOTAS DO ANO

Joaquim Miranda Sarmento <sup>3</sup>

**- Tudo aponta para que o objetivo orçamental seja alcançado, e eventualmente o défice fique até um pouco abaixo desse valor**

**- No entanto, sem “one-offs” o défice ficará em torno dos 1.5%**

**- Desde 2015 que o défice estrutural se mantém inalterado**

Aqueles que acompanharam esta nota durante o ano de 2017 foram constatando que o objetivo de um défice orçamental de 1.5% do PIB era exequível. E tudo aponta para que esse objetivo seja alcançado, e eventualmente o défice fique até um pouco abaixo desse valor (entre 1.2%-1.3%).

No entanto, sem “one-offs” (que em 2017 valem 0.3% PIB e que são: efeito do PERES de 100 M€; recuperação de parte da garantia do BPP, estimada em 400 M€, mas que só está executada em 100 M€ até ao momento; aumento do IRC via operação da EDP na venda do défice tarifário que aumentou o IRC cobrado em 500 M€) o défice ficará em torno dos 1.5%.

Contudo, tenho alertado que este bom resultado (e que em 2017 se traduz numa redução do défice nominal de 1 p.p., passando de 2.5% de 2016 – sem one-offs para os 1.5% sem one-offs de 2017) tem resultado sobretudo dos efeitos do crescimento económico, aumento dos impostos indiretos, redução da despesa com juros e aumento dos dividendos do Banco de Portugal e por outro lado, de uma redução do investimento e do aumento das “cativações”.

Desta forma, constatamos que desde 2015 o défice estrutural (que retira ao défice nominal o efeito das medidas one-off e o efeito do ciclo económico) se mantém inalterado, tendo a “folga” dada pela redução de despesa com juros, investimentos e “cativações” e o aumento de receita dos impostos indiretos e dos dividendos do BdP sido usados para a reversão das medidas de corte de salários e para a redução do

<sup>3</sup> ISEG, Universidade de Lisboa.



**- O “dividendo orçamental” entre 2016 e 2018 foi de cerca de 11.3 mil M€.**

IRS, bem como para o aumento das prestações sociais e o “descongelamento” das carreiras na AP.

Na tabela abaixo é visível que em termos nominais as “windfall revenues”, ou seja, aquelas que decorrem de efeitos cíclicos, mais os outros efeitos representam um “dividendo orçamental” entre 2016 e 2018 (inclusive, portanto durante 3 anos) de cerca de 11.3 mil M€. Mas a redução do défice em termos nominais foi de apenas 3.3 mil M€. Os restantes 8 mil M€ foram por um lado para uma “dinâmica natural” da execução orçamental e para medidas discricionárias.

[valores em Milhões €]	2016	2017	2018	TOTAL
<b>“Windfall revenues”</b>				
“one-offs” (PERES, venda F-16, garantia BPP e dos empréstimos Europeus)	800	400	0	1,200
Dividendos do BdP	200	300	500	1,000
Redução despesa juros	200	200	450	850
<b>Total “Windfall revenues”</b>	<b>1,200</b>	<b>900</b>	<b>950</b>	<b>3,050</b>
<b>Outros efeitos</b>				
Aumento de impostos indiretos e IMI	700	350	200	1,250
Aumento receita fiscal via crescimento	200	1,500	1,000	2,700
Aumento da receita da Segurança Social, via crescimento económico e redução desemprego	700	900	800	2,400
Aumento outra receita corrente e da receita capital	100	200	1,000	1,300
Efeito redução défice via denominador (aumento PIB nominal)	200	200	200	600
<b>Total dos “outros efeitos”</b>	<b>1,900</b>	<b>3,150</b>	<b>3,200</b>	<b>8,250</b>
<b>Total “windfall revenues” e “outros efeitos”</b>				
<b>Total</b>	<b>3,100</b>	<b>4,050</b>	<b>4,150</b>	<b>11,300</b>
<b>Défice Orçamental (nominal)</b>				
Défice nominal	3,665	2,750	2,034	n.a
Redução défice (valor de 2016 é face ao défice de 2015 de 5,358 m€) (valores aproximados)	1,600	900	700	3,300
<b>Saldo (total – redução défice) (valores aproximados)</b>	<b>1,400</b>	<b>3,150</b>	<b>3,450</b>	<b>8,000</b>



**- A maior parte do “dividendo orçamental” foi gasto**

**- A redução do défice tem sido meramente nominal e não estrutural**

**- Poderíamos ter em 2018 menos 1% de défice**

(valores em Milhões €)	2016	2017	2018	TOTAL
<b>Medidas discricionárias</b>				
Aumento despesa estrutural (pessoal e prestações sociais)	780	530	500	1,810
Redução IRS	420	200	490	1,120
Redução IVA restauração	200	200	0	400
<b>Total Medidas discricionárias</b>	<b>1,400</b>	<b>930</b>	<b>990</b>	<b>3,330</b>
<b>Dinâmica orçamental</b>				
Investimento (negativo significa redução, positivo aumento)	-800	600	1,200	1,000
Aumento Prestações sociais (em dinheiro e em espécie, sem medidas) (valores aproximados)	200	1,000	900	2,100
Aumento da despesa corrente primária (exceto pessoal e prestações sociais – valores aproximados)	600	600	300	1,500
<b>Total das medidas orçamentais</b>	<b>0</b>	<b>2,200</b>	<b>2,400</b>	<b>4,600</b>
<b>Total Medidas discricionárias e da dinâmica orçamental (valor aproximado com o saldo do quadro anterior)</b>	<b>1,400</b>	<b>3,100</b>	<b>3,400</b>	<b>8,000</b>

Desta forma, a redução do défice tem sido meramente nominal e não estrutural. E olhando para os números acima, se o governo não tivesse reduzido o IVA da restauração e tivesse tomado apenas “metade” das medidas de despesa com salários e de corte no IRS, poderíamos ter em 2018 menos 1% de défice, ou seja, um valor próximo do equilíbrio orçamental e um défice estrutural próximo de -0,5% do PIB (está em 2018 nos 1.8%).

Os números da execução em contabilidade nacional (a ótica de reporte do défice ao Eurostat) divulgados no passado dia 22 de dezembro mostram um défice para os primeiros 9 meses do ano de “apenas” 0.3% do PIB.



**- Para 2017, o défice orçamental pode ser de 1.2%-1,3%**

**- O saldo primário foi excedentário em 5.8 mil M€**

No entanto, existe algumas diferenças de execução orçamental entre 2016 e 2017, do ponto de vista intra-anual. Nomeadamente o pagamento do subsídio de natal dos funcionários públicos (apenas metade da despesa relativa ao subsídio de Natal ter sido paga por duodécimos - no ano anterior, a totalidade deste subsídio tinha sido pago por duodécimos). Desta forma, este valor relativamente baixo permite que se extrapole para um défice abaixo do objetivo de 1.5%, mas não muito inferior (como referido em torno de 1.2%-1,3%).

Já em Contabilidade Pública a execução orçamental das Administrações Públicas (AP) registou, até novembro de 2017 (ou seja, 11 meses de execução), um défice de 2 mil M€, o que se traduziu na melhoria de 2.4 mil M€ face ao registado em igual período de 2016. Este défice é de cerca de 1.1% do PIB, a que se somam mais 0.2% de operações de ajustamento entre contabilidade pública e contabilidade nacional, de acordo com a DGO, levando o défice em contas nacionais para um valor de 1.3%. O saldo primário foi excedentário em 5.8 mil M€. ●



**- Mês de Dezembro com baixa liquidez e movimentos de fachada**

**- BCE vai reduzir expansão quantitativa ao longo de 2018**  
**- Taxas de juro portuguesas abaixo das italianas com subida de “rating”**

### 3. MERCADOS FINANCEIROS

Este mês de Dezembro decorreu como é hábito no último mês do ano, em que a diminuição da liquidez e os movimentos de “window-dressing” (mascarar perdas, antecipar alterações fiscais, etc.) tornam a sua leitura mais difícil.

A Reserva Federal subiu a sua taxa de referência de 1,25% para 1,5%, como esperado, e manteve o compromisso de três novas subidas em 2018. No entanto, o mercado continua a não acreditar nesta promessa, devido a quebras das mesmas no passado e apenas espera que se concretize metade do prometido.

#### Taxas de juro a 10 anos (nível)

País	31-Mar-17	30-Jun-17	30-Sep-17	30-Nov-17	31-Dez-17
EUA	2,39	2,27	2,33	2,41	2,41
ALEMANHA	0,33	0,45	0,46	0,37	0,43

Fonte: Bloomberg

O BCE veio esclarecer que a falta de compromisso sobre o fim da expansão quantitativa tinha mais a ver com deixar margem de manobra para eventos futuros, mas que a ideia é parar ou reduzir em Setembro, após a redução a partir do início de 2018.

A subida de “rating” de Portugal ajudou que as taxas de juro a 10 anos portuguesas caíssem abaixo das italianas. Este movimento pode acentuar-se em 2018, à medida que os fundos que fazem gestão passiva são “obrigados” a incluir as nossas obrigações na sua carteira.



**- Preço do petróleo  
mercado pela  
recuperação mundial**

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

País	31-Mar-17	30-Jun-17	30-Sep-17	30-Nov-17	31-Dez-17
ESPAÑA	134	55	114	108	114
ITÁLIA	199	109	165	138	159
PORTUGAL	365	258	192	151	152

Fonte: Bloomberg

O euro fechou o mês próximo de máximos do ano, com uma valorização acumulada de quase 14%, dinamizado pelo crescimento económico.

**Taxas de câmbio (nível)**

Moedas	31-Mar-17	30-Jun-17	30-Sep-17	30-Nov-17	31-Dez-17
EUR/USD	1,065	1,143	1,181	1,189	1,201
CAD/USD	0,751	0,768	0,802	0,775	0,796
GBP/USD	1,238	1,299	1,340	1,351	1,351

Fonte: Bloomberg

O preço do petróleo subiu de novo, em parte devido à robustez da recuperação económica mundial, mas também devido a uma explosão num "pipeline" na Líbia.

**Matérias primas (nível)**

Matéria prima	31-Mar-17	30-Jun-17	30-Sep-17	30-Nov-17	31-Dez-17
Brent	52,8	47,4	57,5	63,6	66,9
Gás Natural	3,2	3,0	3,0	3,0	3,0
Ouro	1 249,4	1 245,5	1 280,2	1 274,9	1 303,1

Fonte: Bloomberg





## - Acções americanas a beneficiar com plano orçamental de Trump

A aprovação do plano orçamental americano, com redução dos lucros sobre as empresas, conduziu a uma apreciação dos mercados accionistas que dele vão beneficiar. A possibilidade de um prémio fiscal para a repatriação de capitais poderá levar algumas empresas a comprar as suas próprias acções, justificando também a valorização bolsista.

As eleições na Catalunha trouxeram algumas perdas à bolsa de Madrid, ainda que as obrigações, quer de Espanha, quer da própria região, não tenham sofrido.

### Mercados bolsistas (taxas de variação)

Moedas	31-Mar-17	30-Jun-17	30-Set-17	30-Nov-17	31-Dez-17
Dow Jones	1,3%	1,2%	4,3%	3,8%	1,8%
S&P 500	0,9%	2,2%	2,2%	2,8%	1,0%
NASDAQ 100	2,7%	5,0%	4,5%	1,9%	0,5%
STOXX 600	1,6%	0,4%	1,8%	-2,2%	0,6%
STOXX 50	1,7%	0,9%	2,2%	-2,8%	-1,8%
FTSE 100	-1,6%	1,7%	1,6%	-2,2%	4,9%
DAX	1,0%	-0,5%	3,1%	-1,6%	-1,1%
CAC40	2,8%	0,8%	3,3%	-2,4%	-1,1%
MIB	0,6%	4,2%	0,4%	-1,9%	-2,3%
IBEX35	2,4%	0,8%	1,4%	-3,0%	-1,6%
PSI20	0,5%	2,5%	1,2%		0,5%

Fonte: Bloomberg



## 4. AGENDA

Data	Evento	Expectativa/observações
8-Jan	Estimativas Mensais de Emprego e Desemprego (Nov)	
9-Jan	Vol. Negócios Indústria (Out)	
9-Jan	Comércio Internacional (Nov)	
9-Jan	Produção Construção (Nov)	
11-Jan	Perspectivas de Exportação de Bens	
11-Jan	Inflação (Dez)	
11-Jan	Vol. Negócios Serviços (Nov)	
15-Jan	Actividade turística (Nov)	
25-Jan	Reunião BCE	
26-Jan	Execução Orçamental (Dez)	
30-Jan	Inquéritos de Conjuntura (Jan)	
30-Jan	Vol. Negócios Retalho (Dez)	
30-Jan	Produção Industrial (Dez)	
30-Jan	Estimativas Mensais de Emprego e Desemprego (Dez)	
31-Jan	Reserva Federal dos EUA	

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O APOIO DE:



ORDEM  
DOS  
ENGENHEIROS