



**FORUM PARA A  
COMPETITIVIDADE**

**NOTA DE CONJUNTURA Nº 21  
JANEIRO DE 2018**

Esta Nota de Conjuntura, da responsabilidade  
do Fórum para a Competitividade,  
inclui informação publicada até 31.01.2018

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O PATROCÍNIO DE:



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

## RESUMO EXECUTIVO

- É provável que as eleições italianas produzam um novo governo de iniciativa presidencial, com um prazo limitado, mas os mercados financeiros não parecem muito preocupados com isso.
- Na zona do euro, mantém-se o optimismo económico, com a provável repetição dos 2,3% de crescimento de 2017 no corrente ano, a beneficiar da crescente sincronização das principais economias mundiais, que se reforçam mutuamente.
- No 4º trimestre de 2017, o PIB português terá crescido entre 0,6% e 0,7% no trimestre e entre 2,3% e 2,4% em termos homólogos, a que corresponderá um crescimento anual de 2,7%.
- Em 2018, devermos assistir a um ligeiro abrandamento do PIB, para entre 2,2% e 2,4%, mais aparente do que real, mas afectado pela desaceleração em Espanha.
- A inflação média de 2017 foi de 1,4% e, para 2018, perspectiva-se uma ligeira desaceleração da inflação, para um valor entre 1,2% e 1,4%, a par de um suave abrandamento da actividade.
- Para o conjunto de 2017, o excedente externo deverá situar-se em torno de 1,5% do PIB, podendo melhorar em 2018, com as perspectivas favoráveis sobre as exportações.
- O investimento da Google é uma boa notícia, mas é necessário ser consequente e aumentar as vagas nos cursos de engenharia informática.
- O défice orçamental de 2017 deve-se ter fixado em 1,2% do PIB, mas sem os efeitos temporários e o investimento público muito abaixo do orçamentado, o défice teria sido 2,4% do PIB.
- A subida das taxas de juro a 10 anos na Alemanha conduziu a um resultado curioso, de redução dos diferenciais dos periféricos, incluindo Portugal, cujas taxas nominais se mantiveram estáveis.
- Os mercados accionistas tiveram um forte “efeito de Janeiro”.

# ÍNDICE

## 1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

Eleições em Itália deverão prolongar o impasse	5
2018 favorável	5

## 2. CONJUNTURA NACIONAL

PIB a abrandar no 4º trimestre de 2017	6
Inflação mista	7
Saldo externo melhora em Novembro	7
Exportação de serviços de informática	8
“O outro lado do salário mínimo”	9
Execução orçamental em Contabilidade Pública – 2017	10

## 3. MERCADOS FINANCEIROS

14

## 4. AGENDA

17



**- O mais provável é um novo governo de iniciativa presidencial, com um prazo limitado**

**- Em 2018, zona do euro deverá voltar a crescer 2,3%**

## 1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

### ELEIÇÕES EM ITÁLIA DEVERÃO PROLONGAR O IMPASSE

Pedro Braz Teixeira <sup>1</sup>

As sondagens para as eleições legislativas italianas de 4 de Março têm apontado para um declínio continuado do Partido Democrático de Matteo Renzi, que passou para segundo lugar. O Movimento 5 Estrelas também perdeu algum favoritismo, mas conseguiu passar para a primeira posição, o que constitui um motivo de preocupação pelo seu discurso anti-euro, embora já esteja suavizado.

De qualquer forma, nestas eleições estará em vigor o novo sistema eleitoral, muito mais complexo, que torna muito difícil traduzir percentagens de intenções de voto em previsão de mandatos, quer pela novidade, quer pela especificidade das novas regras. No entanto, os principais analistas estimam que das eleições não sairá uma maioria estável, que deverá haver um novo governo de iniciativa presidencial, com um prazo de duração limitado.

### 2018 FAVORÁVEL

Na zona do euro, mantém-se o optimismo económico, com a provável repetição dos 2,3% de crescimento de 2017 no corrente ano, a beneficiar da crescente sincronização das principais economias mundiais, que se reforçam mutuamente.

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



O ano de 2017 foi o melhor dos últimos dez anos a nível global e o abrandamento do programa de expansão quantitativa do BCE não deverá ter um impacto visível na economia europeia, cuja expansão é já auto-sustentada.

## 2. CONJUNTURA NACIONAL

### PIB A ABRANDAR NO 4º TRIMESTRE DE 2017

**- No 4º trimestre de 2017, o PIB deverá ter abrandado para entre 2,3% e 2,4%**

**- Abrandamento do PIB em 2018 deve ser mais aparente do que real**

No 4º trimestre de 2017, o PIB português terá crescido entre 0,6% e 0,7% no trimestre e entre 2,3% e 2,4% em termos homólogos, a que corresponderá um crescimento anual de 2,7%.

Para isto terá contribuído algum abrandamento nos sectores do comércio e serviços, uma certa estabilização na construção e uma ligeira melhoria na indústria transformadora.

Em 2018, deveremos assistir a um ligeiro abrandamento do PIB, para entre 2,2% e 2,4%, mais aparente do que real, já que os valores de 2017 foram muito empolados durante o 1º semestre, por se compararem com o semestre homólogo de 2016, que foi muito fraco, com um crescimento de apenas 1,1%. No entanto, haverá sempre algum efeito da desaceleração em Espanha.

O desemprego deve continuar a reduzir-se, ainda que em alguns sectores se comecem a notar sinais de dificuldades na contratação de pessoal.



**- A inflação média de 2017 foi de 1,4%, superior aos 0,6% do ano anterior**

**- Em 2018, a inflação deve situar-se entre 1,2% e 1,4%**

**- Saldo externo de 2017 aproxima-se dos valores de 2016**

**- Em 2017, excedente externo deverá situar-se em torno de 1,5%, podendo melhorar em 2018**

## INFLAÇÃO MISTA

Em 2017, a inflação registou uma taxa de variação média de 1,4%, superior aos 0,6% do ano anterior. A inflação média subjacente (excluindo a energia e os bens alimentares não transformados) subiu menos, de 0,7% para 1,1%.

Em Dezembro de 2017, a inflação homóloga foi de 1,5%, taxa idêntica à observada em Novembro. A inflação subjacente subiu ligeiramente, de 1,1% para 1,2%.

Para 2018, perspectiva-se uma ligeira desaceleração da inflação, para um valor entre 1,2% e 1,4%, a par de um suave abrandamento da actividade.

## SALDO EXTERNO MELHORA EM NOVEMBRO

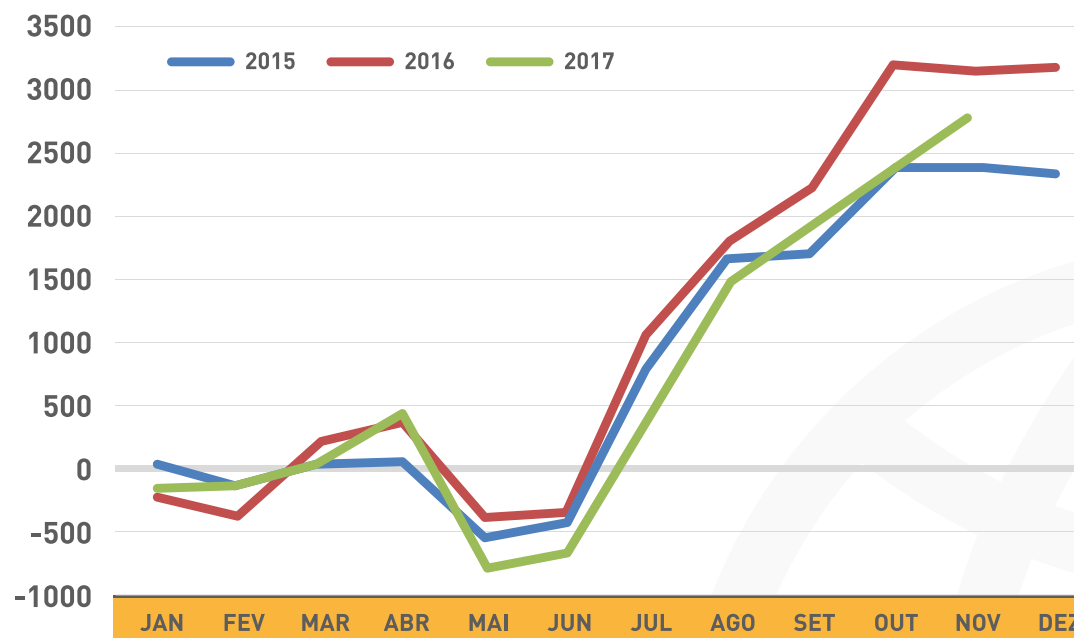
Até Novembro, as balanças corrente e de capital apresentaram um saldo positivo de 2773 milhões de euros, menos 363 milhões de euros que no mesmo período de 2016, aproximando-se dos valores deste ano. A balança de viagens e turismo continua a ser a grande responsável por este efeito, tendo atingido em Novembro um excedente acumulado de 10 183 milhões de euros.

Para o conjunto de 2017, o excedente externo deverá situar-se em torno de 1,5% do PIB, podendo melhorar em 2018, com as perspectivas favoráveis sobre as exportações.



**- O investimento da  
Google é uma boa  
notícia...**

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



Fonte: Banco de Portugal

### EXPORTAÇÃO DE SERVIÇOS DE INFORMÁTICA

A recente notícia de investimento da Google em Portugal, cujos contornos não são ainda claros, surge na sequência do bom comportamento das exportações de serviços de informática, que têm crescido a quase 20% ao ano nos últimos seis anos e que cresceram 54,4% até Novembro de 2017, tendo já ultrapassado 1% do total das exportações de bens e serviços.





**... mas é necessário ser consequente e aumentar as vagas nos cursos de engenharia informática**

**- Todos os fortes aumentos do SMN no passado resultaram num longo período de congelamento ou mesma queda do seu valor real**

No entanto, é necessário reconhecer que este sector enfrenta uma séria escassez de trabalhadores qualificados, havendo casos de empresas que estão a fazer reconversão de engenheiros civis (em excesso devido à crise na construção) em engenheiros informáticos. É necessário ser consequente com a angariação deste tipo de investimento estrangeiro e urge aumentar as vagas nos cursos de engenharia informática e outros em que há maior escassez de pessoal.

### **“O OUTRO LADO DO SALÁRIO MÍNIMO”**

Destacamos este mês o artigo de Carlos Guimarães Pinto (docente universitário, doutorando em Economia e investigador no Centro de Economia e Finanças da Universidade do Porto), no Observador, com uma análise muito detalhada sobre o salário mínimo, com muitos argumentos que as empresas deveriam utilizar nas próximas negociações sobre o seu eventual aumento, cuja conclusão é:

“Se há uma lição que podemos retirar da história económica recente de Portugal é que todos os fortes aumentos do SMN no passado resultaram num longo período de congelamento ou mesma queda do seu valor real. Foi o que aconteceu nos períodos a seguir a 1975, 1981, 1992, 2001 e 2010. Veremos se os próximos anos marcarão a exceção a esta regularidade histórica ou se o forte crescimento recente do SMN terá os resultados habituais.”<sup>2</sup>

<sup>2</sup> <http://observador.pt/especiais/o-outro-lado-do-salario-minimo-nacional/>



**- A consolidação orçamental tem-se baseado em fatores cíclicos**

**- Défice em contabilidade pública foi de 2.5 mil M€**

## EXECUÇÃO ORÇAMENTAL EM CONTABILIDADE PÚBLICA - 2017

Joaquim Miranda Sarmento <sup>3</sup>

Os números da execução orçamental em contabilidade pública de dezembro de 2017 (ou seja, já com o ano completo) demonstram mais uma vez como a consolidação orçamental se tem baseado em fatores cíclicos.

Quem tem acompanhado este tema aqui, sabe que a redução do défice orçamental de 3% em 2015 para um valor de 1.2%-1.4% em 2017 resulta do crescimento económico, de medidas pontuais como o PERES e a venda de equipamento militar (F-16), bem como do aumento dos dividendos do Banco de Portugal, da redução dos juros da dívida pública e do corte no investimento público e no aumento das cativações.

Os números de 2017 para a contabilidade pública (CP, ótica meramente de caixa) mostram um défice orçamental de cerca de 2.5 mil M€. Isto representa cerca de 1.3% do PIB. Contudo, é metade do que estava previsto no OE/2017 (mas está em linha com o previsto para 2017 no OE/2018). A execução orçamental das Administrações Públicas (AP) registou, no final de 2017, um défice de 2.573,6 milhões de euros, o que se traduziu numa melhoria de 1.607,5 milhões de euros face ao registado em igual período de 2016 (-4.181 milhões de euros). O saldo primário foi excedentário em 5.725,4 milhões de euros, 1.677,2 milhões de euros acima do verificado em igual período do ano anterior.

---

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



**- O governo tinha previsto um défice de 1,6% do PIB**

**- Mas deveríamos ter tido um défice de 0,7% do PIB**

**- A receita fiscal subiu 4,3%, quando se previa 2,1%**

**- Investimento na administração central atingiu mínimo histórico de 1,2% do PIB**

O governo tinha previsto no OE/2017 um défice em contas nacionais (CN, ótica de compromissos, a que interessa a Bruxelas) de 1.6%, que se baseava num défice em CP de 4.7 mil M€, com um ajustamento em CN de 1.7 mil M€, obtendo-se assim um défice em CN de 3 mil M€. Tendo o défice em CP ficado 2.2 mil M€ (1.1%) abaixo do estimado, caso o ajustamento em CN se mantivesse, deveríamos ter um défice de 0.5%. Mesmo considerando que a recuperação de garantias do BPP não se efetivou (valiam 0.2% PIB), deveríamos ter um défice de 0.7%.

O OE/2018 apresenta parte da resposta: o ajustamento em CN passou de 1.7 mil M€ para um valor negativo de 300 M€. Onde está a diferença de 2 mil M€? No pagamento de dívidas de anos anteriores (500 M€), na garantia do BPP (400 M€), no ajustamento accrual da CGA e do SNS (400 M€) e na neutralidade dos fundos comunitários (400 M€).

Como se chegou a um défice de 2.5 mil M€ em CP? A receita das APs cresceu 3.8% com a despesa apenas a crescer 1.6%. Do lado da receita, a receita fiscal cresceu 4.3%, bem acima do previsto no OE/2017 (2.1%). Destaque-se o crescimento do IRC e do IVA, por oposição ao IRS, em que a receita praticamente estagnou (o efeito na receita do aumento dos salários aparenta ter sido anulado pelo fim da sobretaxa).

Do lado da despesa saliente-se um crescimento de 200 M€ no investimento público, fruto do aumento de investimento nas autarquias em ano eleitoral (+450 M€), que compensou a quebra do investimento na administração central (-200 M€, atingindo um mínimo histórico de 2.3 mil M€, cerca de 1.2% PIB).

No entanto, este valor do investimento público é inferior ao previsto no OE/2017 em 850 M€ (e é ainda inferior ao investimento na Administração Central, quando comparado com o ano de 2015).



**- Houve redução dos juros da dívida, mas foi anulado por outros custos financeiros**

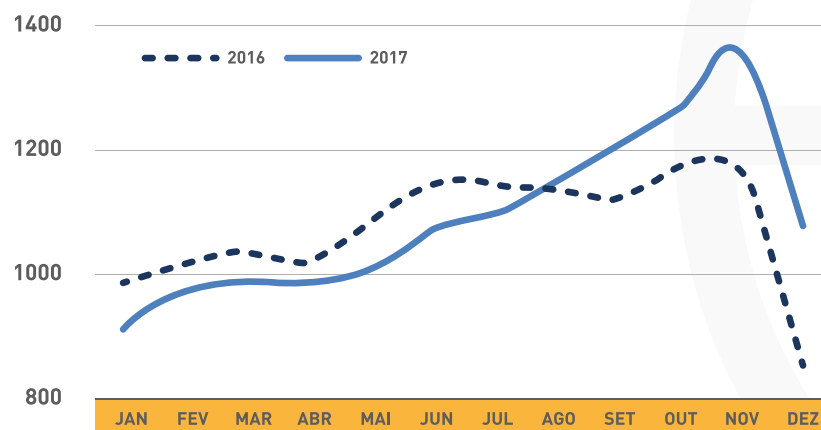
**- Os pagamentos em atraso continuam a aumentar, sobretudo nos hospitais**

Embora algum do investimento que não foi concretizado possa ter uma contrapartida de fundos comunitários do lado da receita, a verdade é que mais 850 M€ aumentaria o défice em 0.4 p.p., colocando-o acima dos 1.5% previstos inicialmente no OE/2017. Muito do sucesso de um défice abaixo dos 1.5% passou por este controlo do investimento público.

Refira-se a redução dos juros da dívida pública (-250 M€, resultante da poupança de juros nos certificados de aforro e no reembolso antecipado ao FMI), efeito que foi anulado pelo maior custo financeiro das EPR (Entidades Públicas Reclassificadas – empresas como a IP, CP, RTP, entre outras), que aumentou quase 300 M€, devido ao acordo com o Santander relativo aos contratos SWAP.

Já os pagamentos em atraso continuam a aumentar. Face a dezembro de 2016, estes aumentaram mais de 200 M€. Não tendo impacto no défice em CN, não deixa de ser más práticas de tesouraria. Este aumento concentrou-se quase em exclusivo nos hospitais EPE.

### Pagamentos em atraso das entidades públicas - Stock em final de período



Fonte: Direção-Geral do Orçamento



**- Os efeitos temporários representaram um efeito orçamental de 1,100M€**

Por último, refira-se que os efeitos temporários (como os dividendos do Banco de Portugal, os juros do CoCo's, as contribuições especiais de alguns setores entre outros efeitos), representaram um efeito orçamental de 1,100M€. O que somado à despesa de capital não realizada de 1.2 mil M€, dá um efeito orçamental de redução do défice superior a 1,2% PIB.

### Execução orçamental CP Dezembro 2017 (valores em M€) - Boletim DGO

Itens	Valor Dez 2016	Valor Dez 2017	Variação homóloga	Objetivo OE/2017 (M€)	Objetivo OE/2017 (Var)	Taxa execução
Saldo AP's	-4 181	-2 574	n.a	-4 761	n.a	54%
Receita AP's	78 042	81 003	3,8%	81 070	4,9%	100%
Despesa AP's	82 223	83 577	1,6%	85 831	5,7%	97%
Saldo Estado	-6 132	-4 822	n.a	-6 743	n.a	72%
Saldo Seg. Social	1 564	2 078	n.a	1 092	n.a	190%
Saldo Regional e Local	634	284	n.a	891	n.a	32%
Saldo primário	3 319	5 026	n.a	3 524	n.a	143%
Despesa primária	78 960	80 179	1,5%	77 546	5,8%	103%
Despesa de capital	5 026	5 254	4,5%	6 403	17,6%	82%
Receita IRS	12 215	12 232	0,1%	12 431	1,6%	98%
Receita IRS bruta (sem reembolsos)	14 675	14 818	1,0%	12 431	1,6%	n.a
Receita IRC	5 229	5 749	9,9%	5 275	1,2%	109%
Receita IVA	15 083	15 977	5,9%	15 287	3,1%	105%
Despesa com pessoal	19 626	20 144	2,6%	19 798	2,8%	102%

**- Défice de 2017 deve ser de 1,2% do PIB**

Desta forma, com um défice em CP de 2.5 mil M€, temos um ajustamento previsto de CP para CN de 300 M€, o que dá um défice em CN de 2.2 mil M€, o que representa cerca de 1.2% PIB. ●



**- Mercados antecipam aumento de défices públicos nos EUA**

**- Nova redução dos spreads de Portugal**

### 3. MERCADOS FINANCEIROS

As taxas de juro a 10 anos nos EUA subiram com previsão de défices públicos maiores, com a redução de balanço dos bancos centrais e mais crescimento económico.

Taxas de juro a 10 anos (nível)

País	30-Jun-17	30-Sep-17	30-Nov-17	31-Dez-17	31-Jan-18
EUA	2,27	2,33	2,41	2,41	2,71
ALEMANHA	0,45	0,46	0,37	0,43	0,70

Fonte: Bloomberg

Idêntica subida das taxas de juro na Alemanha conduziu a um resultado curioso, de redução dos diferenciais dos periféricos, incluindo Portugal, cujas taxas nominais se mantiveram estáveis.

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

País	30-Jun-17	30-Sep-17	30-Nov-17	31-Dez-17	31-Jan-18
ESPANHA	55	114	108	114	73
ITÁLIA	109	165	138	159	133
PORTUGAL	258	192	151	152	127

Fonte: Bloomberg



## - Dólar a enfraquecer, apesar de Trump

## - Matérias primas a subir devido a fraqueza do dólar

O dólar voltou a enfraquecer contra as principais moedas, apesar do discurso de Trump, com o mercado a dar mais atenção às declarações do secretário de Estado do Tesouro, Steven Mnuchin.

### Taxas de câmbio (nível)

Moedas	30-Jun-17	30-Set-17	30-Nov-17	31-Dez-17	31-Jan-18
EUR/USD	1,143	1,181	1,189	1,201	1,242
CAD/USD	0,768	0,802	0,775	0,796	0,812
GBP/USD	1,299	1,340	1,351	1,351	1,418

Fonte: Bloomberg

Os preços das principais matérias primas estiveram em alta, mas sobretudo a reflectir a fraqueza do dólar, moeda em que na sua maioria são cotadas.

### Matérias primas (nível)

Matéria prima	30-Jun-17	30-Set-17	30-Nov-17	31-Dez-17	31-Jan-18
Brent	47,4	57,5	63,6	66,9	69,1
Gás Natural	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Ouro	1 245,5	1 280,2	1 274,9	1 303,1	1 345,2

Fonte: Bloomberg



**- Os mercados accionistas tiveram um forte “efeito de Janeiro”**

Os mercados accionistas tiveram um forte “efeito de Janeiro”, ajudados por dados macroeconómicos favoráveis, pelo crescimento mundial sincronizado e pelos incentivos de Trump (EUA muito mais forte do que Europa, com as grandes tecnológicas). Os primeiros resultados conhecidos do 4º trimestre foram também muito positivos, ajudando ao optimismo vigente.

**Mercados bolsistas (taxas de variação)**

Moedas	30-Jun-17	30-Sep-17	30-Nov-17	31-Dez-17	31-Jan-18
Dow Jones	1,2%	4,3%	3,8%	1,8%	5,8%
S&P 500	2,2%	2,2%	2,8%	1,0%	5,6%
NASDAQ 100	5,0%	4,5%	1,9%	0,5%	8,7%
STOXX 600	0,4%	1,8%	-2,2%	0,6%	1,6%
STOXX 50	0,9%	2,2%	-2,8%	-1,8%	3,0%
FTSE 100	1,7%	1,6%	-2,2%	4,9%	-2,0%
DAX	-0,5%	3,1%	-1,6%	-1,1%	2,1%
CAC40	0,8%	3,3%	-2,4%	-1,1%	3,2%
MIB	4,2%	0,4%	-1,9%	-2,3%	7,6%
IBEX35	0,8%	1,4%	-3,0%	-1,6%	4,1%
PSI20	2,5%	1,2%	-2,1%	0,5%	5,1%

Fonte: Bloomberg





## 4. AGENDA

Data	Evento	Expectativa/observações
7-Fev	Estatísticas do Emprego (4T)	
9-Fev	Vol. Negócios Indústria (Dez)	
9-Fev	Comércio Internacional (Dez)	
12-Fev	Produção Construção (Dez)	
12-Fev	Inflação (Jan)	
12-Fev	Vol. Negócios Serviços (Dez)	
14-Fev	PIB (4T, estimativa rápida)	PIB homólogo entre 2,3% e 2,4%
14-Fev	Actividade turística (Dez)	
14-Fev	Índice de Custo do Trabalho (4T)	
20-Fev	Previsões agrícolas	
26-Fev	Execução Orçamental (Jan)	
27-Fev	Inquéritos de Conjuntura (Fev)	
28-Fev	Estimativas Mensais de Emprego e Desemprego (Jan)	
28-Fev	PIB (4T)	
2-Mar	Vol. Negócios Comércio a Retalho (Jan)	
2-Mar	Produção Industrial (Jan)	
4-Mar	Eleições legislativas em Itália	
8-Mar	Reunião BCE	
21-Mar	Reserva Federal dos EUA	Subida de 0,25% da Fed funds para 1,5%

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O APOIO DE:



ORDEM  
DOS  
ENGENHEIROS