



**FORUM PARA A
COMPETITIVIDADE**

NOTA DE CONJUNTURA Nº 23
MARÇO DE 2018

Esta Nota de Conjuntura, da responsabilidade
do Fórum para a Competitividade,
inclui informação publicada até 31.03.2018

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O PATROCÍNIO DE:



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

NOTA DE CONJUNTURA, Nº 23, MARÇO DE 2018

RESUMO EXECUTIVO

- No último século e meio, as nações mais avançadas praticaram o comércio tendencialmente livre entre si, com a exceção do período entre guerras, com péssimos resultados. Neste momento, estamos em risco de repetirmos o erro do passado, mas já sem desculpa de não sabermos ao que conduz.
- Falta um ano para o Brexit, que poderá definir o futuro da própria UE.
- Como esperado, as eleições italianas não resolveram o problema de governo do país.
- As novas previsões do Banco de Portugal até 2020 mantêm as perspectivas sobre o PIB, mas são mais optimistas sobre a taxa de desemprego, porque prevêem um menor crescimento da produtividade, o que é preocupante.
- A taxa de inflação caiu de 1,5% em Dezembro para 0,7% em Março, provavelmente com a ajuda da valorização do euro.
- Em Janeiro de 2018, o saldo externo foi muito mais negativo do que no mês homólogo, mas isso não deve ser motivo de preocupação porque há uma forte sazonalidade neste indicador.
- Dois terços da redução do défice de 2015 a 2017 deve-se a factores pontuais e a consolidação que não resultou de efeitos temporais teve de ser obtida com o menor investimento público e o maior volume de cativações de sempre. Para além disso, a carga fiscal atingiu 37% do PIB, a mais elevada de sempre.
- Durante o mês de Março, os mercados financeiros foram dominados pelo receio de uma guerra comercial, que contaminou todos os tipos de activos. As cotações estão muito longe de desmentar um conflito em larga escala, mas indiciam um claro desconforto com os riscos presentes.
- As taxas de juro de dívida portuguesa também diminuíram, estando agora claramente abaixo das italianas.

ÍNDICE

1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

Risco de guerra comercial	5
Falta um ano para o Brexit	5
Itália adiada	5

2. CONJUNTURA NACIONAL

Menor crescimento da produtividade	7
Inflação em queda	8
Saldo externo negativo em Janeiro	9
As Contas Públicas de 2017	9

3. MERCADOS FINANCEIROS

4. AGENDA



- Corremos o risco de repetir um dos maiores erros do último século e meio

- A China pode evitar uma guerra comercial com os EUA

1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

RISCO DE GUERRA COMERCIAL

Pedro Braz Teixeira ¹

No último século e meio, as nações mais avançadas praticaram o comércio tendencialmente livre entre si, com a excepção do período entre a I e a II guerras mundiais, com péssimos resultados. Neste momento, estamos em risco de repetirmos o erro do passado, mas já sem desculpa de não sabermos ao que conduz. Mas também é verdade que os nacionalismos que produziram aquele erro também regressaram...

É relativamente fácil entrar numa escalada de retaliações sucessivas, em que todos, sem excepção, perderão. Martin Wolf tem uma série de recomendações interessantes (como é usual) sobre como a China pode evitar uma guerra comercial com os EUA².

- 1) Retaliar com medidas focadas, precisas e limitadas.
- 2) Desfazer queixas legítimas com medidas que são do interesse da própria China, como seja a liberalização de mercados.
- 3) Fazer algumas concessões, como comprar gás natural líquido aos EUA.
- 4) Tornar multilaterais as negociações, com a Organização Mundial de Comércio, envolvendo a UE.

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

² <https://www.ft.com/content/84d54206-30ac-11e8-ac48-10c6fdc22f03>



- O futuro da UE pode ficar muito ligado ao Brexit

- Ainda não há governo em Itália e poderão ser necessárias novas eleições

FALTA UM ANO PARA O BREXIT

Já falta menos de um ano para o Brexit, marcado para 29 de Março de 2019. Há quatro temas a negociar, sendo que o primeiro, os termos da transição se acha concluído.

Os dois temas seguintes, os termos da separação e o estatuto futuro da Irlanda do Norte, encontram-se em negociação, enquanto o último, o enquadramento da relação futura entre o Reino Unido e a UE, a questão mais delicada, ainda não foi iniciada³.

Será uma problemática a seguir com a maior atenção, até porque o futuro da UE pode passar por aqui, não sendo de descartar algum tipo de desintegração da UE na sequência do Brexit.

ITÁLIA ADIADA

Como tinha sido antecipado, as eleições de 4 de Março em Itália não produziram um governo com maioria absoluta, aliás nem sequer produziram ainda um governo. Não é seguro que se forme um novo executivo mas, a ser assim, é mais provável que tenha uma vida curta.

De qualquer forma, os mercados financeiros olham com alguma complacência para o actual impasse, parecendo mesmo apreciar a ausência de governo em alternativa a maiorias despesistas.

³ <https://ig.ft.com/brexit-countdown/>



- O Banco de Portugal manteve as suas previsões sobre o PIB até 2020

- Potencial de crescimento sem melhorias

2. CONJUNTURA NACIONAL

MENOR CRESCIMENTO DA PRODUTIVIDADE

O Banco de Portugal reviu as suas previsões até 2020, com manutenção dos valores para o PIB, mas mais favoráveis para o investimento e as exportações, “a beneficiar de um enquadramento económico e financeiro favorável, incluindo um crescimento robusto da procura externa, em torno de 4%”⁴.

O ritmo de crescimento do PIB irá desacelerando ao longo dos próximos anos, à medida que se usa alguma folga existente e dado que não houve melhorias no potencial de crescimento, por ausência de reformas.

Previsões do Banco de Portugal, 2018-2020

	2017	2018	2019	2020
PIB	2,7	2,3	1,9	1,7
Consumo privado	2,2	2,1	1,9	1,7
Consumo público	0,1	0,5	0,4	0,5
Investimento	9,0	6,5	5,6	5,4
Exportações	7,9	7,2	4,8	4,2
Importações	7,9	7,7	5,4	5,0
Emprego	3,3	1,9	1,3	0,9
Taxa de desemprego	8,9	7,3	6,3	5,6
Balança corrente e de capital (% PIB)	1,4	2,1	2,1	1,9
Inflação	1,6	1,2	1,4	1,5

⁴ https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/proj_mar2018_p.pdf, p. 1.



- Exportações permitem aumentar saldo externo

- Prevê-se um menor crescimento da produtividade, adiando a convergência com a zona euro

- Não parece muito plausível que a taxa de desemprego possa continuar a descer de forma tão pronunciada até 2020

A taxa de inflação caiu de 1,5% em Dezembro para 0,7% em Março

As perspectivas sobre as exportações, mesmo em ligeira desaceleração, são compatíveis com uma melhoria do saldo externo, de 1,4% para 2,1% do PIB.

A parte mais problemática das previsões diz respeito ao mercado de trabalho. Ainda que tenha mantido as previsões sobre o PIB, o banco central prevê agora que a taxa de desemprego caia para 5,6% em 2020 (previa 6,1% em Dezembro). Ou seja, implicitamente prevê-se um menor crescimento da produtividade, adiando a convergência com a zona euro.

Mas o Banco de Portugal também afirma que “A generalidade das projeções sugere que o hiato do produto deixará de ser negativo a partir de 2018.”⁵ Ora, o hiato do produto deixar de ser negativo é semelhante a dizer que se atingirá o pleno emprego, pelo que admitir que a taxa de desemprego possa continuar a descer de forma tão pronunciada até 2020 não parece muito plausível.

INFLAÇÃO EM QUEDA

Em Fevereiro, a taxa de inflação caiu de 1,0% para 0,6%, tendo subido ligeiramente para 0,7% em Março (estimativa rápida). A inflação subjacente (excluindo produtos alimentares não transformados e energéticos) teve uma menor flutuação, tendo-se reduzido de 1,2% em Dezembro para 0,8% em Março.

A valorização do euro, preocupante para a competitividade das empresas portuguesas, poderá estar a ajudar a este efeito colateral positivo.

⁵ Idem, p. 2.



- Saldo externo negativo não deve ser extrapolado

- Como se chegou a este número tão baixo?

- 2/3 (2.4 mil M€) desta redução baseia-se em fatores pontuais

SALDO EXTERNO NEGATIVO EM JANEIRO

Em Janeiro de 2018, o saldo das balanças corrente e de capital fixou-se em -482 milhões de euros, contra um saldo de -176 milhões em Janeiro de 2017, com contributo de todas as componentes, com exceção das balanças de serviços e de rendimento secundário.

No entanto, as contas externas apresentam uma forte sazonalidade, com valores claramente negativos nos primeiros meses do ano, pelo que não se justificam grandes alarmes, até porque a perspectiva para o conjunto do ano é de uma melhoria do saldo externo.

AS CONTAS PÚBLICAS DE 2017

Joaquim Miranda Sarmiento ⁶

O défice de 2017

O INE divulgou o Procedimento dos Défices Excessivos de março de 2018, apurando um défice de 1% se excluirmos a operação com a Caixa Geral de Depósitos. Como se chegou a este número tão baixo?

Recorde-se que em 2015 o défice tinha sido de 3% do PIB (excluindo a operação com o BANIF). Esta descida de 2 p.p. do PIB representa, em termos nominais cerca de 3.5 mil M€. No entanto, cerca de 2/3 (2.4 mil M€) desta redução baseia-se em fatores pontuais, conforme descrito na tabela seguinte.

⁶ ISEG, Universidade de Lisboa.



- A redução do IRS e do IVA da restauração foi totalmente compensada pelo aumento dos impostos indiretos e do IMI

- A consolidação que não resultou de efeitos temporais teve de ser obtida com o menor investimento público e o maior volume de cativações de sempre

	Varição 2015-2016	Varição 2016-2017	Total
Redução do défice em M€	1,700	2,000	3,700
Windfall Revenues			
“one-offs” (PERES, venda F-16, garantia BPP e dos empréstimos Europeus)	800	400	1,200
Dividendos do BdP	200	300	500
Redução despesa juros	200	200	400
Aumento outra receita corrente e da receita capital	100	200	300
Total “Windfall-Revenues”	1,300	1,100	2,400

Do ponto de vista fiscal, a redução do IRS e do IVA da restauração representou uma redução de impostos de 1,100 M€, totalmente compensada pelo aumento dos impostos indiretos e do IMI (ver seção seguinte).

Desta forma, o crescimento económico e a redução do desemprego acima desse crescimento (com efeitos negativos na produtividade), levou a que em 2016-2017 a receita fiscal e contributiva crescesse cerca de 3 mil M€.

Mas esse valor não foi suficiente para o aumento de despesa estrutural (reposição salários e aumento das prestações sociais em 1.4 mil M€) e para o aumento das pensões (decorrente do envelhecimento populacional, que foi de 1.2 mil M€) e para a natural dinâmica de crescimento da despesa (que estimo em mil M€), houve que reduzir o investimento público (entre 2015 e 2017 caiu 700 M€, dado que passou de 4.1 mil M€ para 3.4 mil M€) e aumentar substancialmente as cativações. Desta forma, a consolidação que não resultou dos efeitos temporais atrás descritos teve de ser obtida com o menor investimento público e o maior volume de cativações de sempre.



- A carga fiscal atingiu 37% do PIB, o valor mais alto de sempre

- Não houve descida de impostos entre 2016 e 2017, houve apenas uma reconfiguração da carga fiscal

O aumento da carga fiscal

Os números de 2017 mostram também um aumento da carga fiscal, atingindo 37% do PIB. Este é o valor mais alto de sempre. Mas deve ser olhado com algum cuidado.

Entre 2016 e 2017 o governo baixou o IRS (alterando os escalões e terminando com a sobretaxa) num total de 700 M€ e reduziu o IVA da restauração que vale cerca 500 M€/ano. Refira-se que já aqui afirmámos que a descida do IVA da restauração é porventura a pior medida de política económica e orçamental que foi tomada (subsídio ou os donos dos restaurantes ou os consumidores, que são maioritariamente ou pessoas de rendimentos médios/altos ou turistas). Ou seja, se considerarmos apenas 2016 e 2017, a descida de impostos valerá cerca de 1.2 mil M€. Em contrapartida, o aumento dos impostos indiretos e do IMI representa um aumento de receita fiscal em 2016 e 2017 de cerca de mil M€.

Por aqui se vê um aspeto relevante: não houve descida de impostos entre 2016 e 2017. Houve apenas uma reconfiguração da carga fiscal.

Se alargarmos o período para 2016-2018 (usando as previsões do OE/2018), temos que a redução de IRS atinge um valor de 1.2 mil M€, o que somando o efeito do IVA da restauração representa uma redução de impostos de 1.7 mil M€. Durante esse período, o aumento de impostos indiretos e IMI representam cerca de 1.3 mil M€. Ou seja, só em 2018, e beneficiando do ponto de vista orçamental dos vários efeitos pontuais atrás descritos e do crescimento económico é que houve margem para uma pequena redução de impostos, na ordem dos 400 M€.



- Esta consolidação orçamental é frágil e não aguentará o próximo embate recessivo

- Mesmo que esta decisão colocasse o défice acima dos 3%, isso não teria qualquer efeito do ponto de vista do Procedimento dos Défices Excessivos

	2016	2017	2018	Total
Redução IRS	420	200	490	1.110
Redução IVA restauração	200	200	0	400
Total redução impostos	620	400	490	1,510
Aumento de impostos indiretos e IMI	700	350	200	1,250
Saldo	+80	-50	-290	260

Mas então como justificar o aumento da carga fiscal em % PIB? Resulta em primeiro lugar que a redução de impostos apregoada é bastante pequena (0.2 p.p. do PIB). Mas resulta que o emprego está a crescer mais que o PIB (o que tem impacto na receita de IRS e das contribuições sociais) e que parte do crescimento vem do turismo, que também tem um impacto significativo na cobrança de impostos.

Mas isso só vem mostrar que:

1. A redução de impostos que o governo apregoa é extremamente reduzida
2. Que os fatores que fazem crescer a receita fiscal são cíclicos, como atrás referi, o que mostra a fragilidade desta consolidação orçamental, que não aguentará o próximo embate recessivo

A decisão do Eurostat sobre a CGD

O INE, seguindo a decisão do Eurostat, incluiu a recapitalização da Caixa Geral de Depósitos no défice de 2017. A recapitalização da Caixa envolveu um apoio público que ascendeu a um total de cerca de 4 mil M€ (2% PIB). Esta decisão elevou o défice de 1% para 3%.



- O valor iria sempre à dívida pública

- A Comissão Europeia considerou que a recapitalização da Caixa não era um auxílio de Estado

- Transferência de capital ou operação financeira?

Refira-se que esta decisão é meramente estatística e sobre o défice. Em qualquer caso o valor iria sempre à dívida pública. E mesmo que esta decisão colocasse o défice acima dos 3%, isso não teria qualquer efeito do ponto de vista do Procedimento dos Défices Excessivos (dado que a avaliação da Comissão Europeia exclui os apoios aos bancos do valor do défice).

O Ministro das Finanças veio invocar que a decisão do Eurostat era errada. Saúde-se em primeiro lugar a decisão do INE em publicar os argumentos quer do Eurostat, quer do governo.

Não deixa de ser verdade, como invocado pelo governo, que a Comissão Europeia considerou que a recapitalização da Caixa não era um auxílio de Estado (se fosse, as condições seriam muito diferentes). Isso introduziu alguma novidade naquilo que são as regras de contabilização das operações de capitalização de entidades financeiras, e que se encontram descritas no SEC 2010 (Sistema Europeu de Contas 2010, isto é, as regras de contas nacionais em que se apuram o défice e a dívida pública para efeitos do reporte a Bruxelas) e do Manual do Eurostat (“Manual on Government deficit and debt”).

Contudo, as regras do Manual do Eurostat definem que caso a injeção de capital ocorra numa instituição financeira que é detida pelo Estado (ou que passe a ser detida), existe uma transferência de capital (isto é, a recapitalização vai ao défice) se:

1. Os fundos são transferidos sem uma contrapartida de valor semelhante.
2. Os fundos são transferidos sem uma taxa de retorno adequada
3. Os fundos são transferidos para uma entidade com resultados transitados



- As perdas acumuladas da Caixa, no período 2011-2016, superaram o montante das injeções de capital do Estado

- A Caixa teve prejuízos com empréstimos dados em condições de crédito muito duvidosas, apenas possíveis num determinado contexto “político”

negativos (sendo que a parte que excede esses prejuízos, se se provar que terão uma taxa de retorno adequada, podem ser registadas como uma operação financeira, isto é, não ser contabilizadas no défice)

4. No entanto, caso existam acionistas privados na instituição financeira, e estes participem na injeção de capital nos mesmos moldes que o Estado (em termos de riscos e retornos – “risk and rewards”), então deve considerar-se que a entrada de capital é uma operação financeira, sem impacto no défice.

O governo invocou a decisão da Comissão Europeia atrás referida, bem como a natureza conjuntural dos prejuízos da Caixa, dado que praticamente todo o setor financeiro nacional (e internacional) desde 2008 que acumula prejuízos.

O Eurostat considerou porém, na sua apreciação final, que esta operação deve ser registada como transferência de capital com impacto no saldo da AP tendo como argumentos: i) a decisão da Comissão Europeia de que a recapitalização não constitui ajuda de Estado não constituir um elemento decisivo para a análise estatística; ii) não se poder considerar que os investidores privados e governo participaram em condições semelhantes na injeção de capital; e iii) as perdas acumuladas da Caixa, no período 2011-2016, superarem o montante das injeções de capital do Estado

Afigura-se-nos que a decisão do Eurostat é correta. Não podemos ignorar que a Caixa teve prejuízos superiores aos 4 mil M€ agora injetados. E temos a perfeita noção que muitos desses prejuízos se devem a NPL de empréstimos dados em condições de crédito muito duvidosas, apenas possíveis num determinado contexto “político” que o banco viveu durante vários anos. ●



- Durante o mês de Março, os mercados financeiros foram dominados pelo receio de uma guerra comercial

- A Reserva Federal, como era largamente antecipado, subiu a sua taxa de referência no mês de Março

- Portugal registou nova diminuição do spread.

3. MERCADOS FINANCEIROS

Durante o mês de Março, os mercados financeiros foram dominados pelo receio de uma guerra comercial, que contaminou todos os tipos de activos. As cotações estão muito longe de descontar um conflito em larga escala, mas indiciam um claro desconforto com os riscos presentes.

Os mercados obrigacionistas principais beneficiaram do efeito de refúgio de segurança, tendo-se registado generalizadas descidas das taxas de juro de longo prazo.

A Reserva Federal, como era largamente antecipado, subiu a sua taxa de referência no mês de Março, prevendo-se que haja nova subida em Junho, o que não afectou o movimento atrás referido.

Taxas de juro a 10 anos (nível)

País	30-Set-17	31-Dez-17	31-Jan-18	28-Fev-18	31-Mar-18
EUA	2,33	2,41	2,71	2,86	2,74
ALEMANHA	0,46	0,43	0,70	0,66	0,50

Fonte: Bloomberg

Mesmo nos países periféricos, houve descida das taxas de juro, e até mesmo redução dos spreads, com a excepção de Itália, afectada pela ausência de um novo governo após as eleições.



- Iene fixou novos máximos

- Petróleo em máximo de três meses

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

País	30-Set-17	31-Dez-17	31-Jan-18	28-Fev-18	31-Mar-18
ESPAÑA	114	114	73	88	67
ITÁLIA	165	159	133	132	129
PORTUGAL	192	152	127	134	111

Fonte: Bloomberg

O euro estava a testar o máximo anterior, mas sem grande stress, enquanto o iene fixou novos máximos.

Taxas de câmbio (nível)

Moedas	30-Set-17	31-Dez-17	31-Jan-18	28-Fev-18	31-Mar-18
EUR/USD	1,181	1,201	1,242	1,221	1,229
CAD/USD	0,802	0,796	0,812	0,781	0,775
GBP/USD	1,340	1,351	1,418	1,379	1,402

Fonte: Bloomberg

Os preços do petróleo passaram para máximo de três meses, devido a receios de guerra comercial, com os stocks a caírem mais do que o esperado e ainda com os riscos geopolíticos, em particular as ligações da Rússia ao espião assassinado.

Matérias primas (nível)

Matéria-prima	30-Set-17	31-Dez-17	31-Jan-18	28-Fev-18	31-Mar-18
Brent	57,5	66,9	69,1	65,8	70,3
Gás Natural	3,0	3,0	3,0	2,7	2,7
Ouro	1 280,2	1 303,1	1 345,2	1 318,4	1 325,5

Fonte: Bloomberg



**- Mercado accionista
assustou-se com
perspectiva de guerra
comercial**

O mercado accionista assustou-se com perspectiva de guerra comercial, embora esteja muito longe de a considerar uma certeza, esperando que haja conciliação de posições. Nos EUA, houve grande penalização das empresas tecnológicas, desencadeadas com a polémica com o Facebook.

Na Europa, as acções corrigiram mais e as avaliações já parecem “baratas”. A Alemanha foi o mercado mais penalizado, por ser grande exportador, com maiores riscos de perder com o aumento de protecção.

Mercados bolsistas (taxas de variação)

Moedas	30-Set-17	31-Dez-17	31-Jan-18	28-Fev-18	31-Mar-18
Dow Jones	4,3%	1,8%	5,8%	-4,3%	1,1%
S&P 500	2,2%	1,0%	5,6%	-3,9%	1,4%
NASDAQ 100	4,5%	0,5%	8,7%	-1,4%	1,9%
STOXX 600	1,8%	0,6%	1,6%	-4,0%	0,4%
STOXX 50	2,2%	-1,8%	3,0%	-4,7%	0,9%
FTSE 100	1,6%	4,9%	-2,0%	-4,0%	0,2%
DAX	3,1%	-1,1%	2,1%	-5,7%	1,3%
CAC40	3,3%	-1,1%	3,2%	-2,9%	0,7%
MIB	0,4%	-2,3%	7,6%	-3,8%	0,4%
IBEX35	1,4%	-1,6%	4,1%	-5,8%	0,5%
PSI20	1,2%	0,5%	5,1%	-3,4%	0,9%

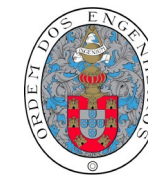
Fonte: Bloomberg



4. AGENDA

Data	Evento	Expectativa/observações
3-Abr	Estimativas Mensais de Emprego e Desemprego (Fev)	
9-Abr	Comércio Internacional (Fev)	
10-Abr	Vol. Negócios Indústria (Fev)	
11-Abr	Produção Construção (Fev)	
11-Abr	Inflação (Mar)	
12-Abr	Vol. Negócios Serviços (Fev)	
13-Abr	Actividade turística (Fev)	
26-Abr	Reunião BCE	manutenção das taxas
26-Abr	Execução Orçamental (Mar)	
27-Abr	Inquéritos de Conjuntura (Abr)	
30-Abr	Estimativas Mensais de Emprego e Desemprego (Mar)	
30-Abr	Vol. Negócios Comércio a Retalho (Mar)	
30-Abr	Produção Industrial (Mar)	
2-Mai	Reserva Federal dos EUA	manutenção das taxas

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O APOIO DE:



ORDEM
DOS
ENGENHEIROS