



**FORUM PARA A
COMPETITIVIDADE**

**NOTA DE CONJUNTURA Nº 24
ABRIL DE 2018**

Esta Nota de Conjuntura, da responsabilidade
do Fórum para a Competitividade,
inclui informação publicada até 30.04.2018

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 24, ABRIL DE 2018

RESUMO EXECUTIVO

- A estratégia comercial dos EUA tem falta de credibilidade, porque prejudica as empresas americanas, cujo valor em bolsa cai de forma significativa sempre que o mercado acredita que ela é para valer.
- A UE e outros aliados dos EUA receberam 30 dias extra de adiamento da entrada em vigor de novas tarifas, para que haja negociações.
- Entre 2000 e 2017, a Itália teve o 2º pior desempenho económico da UE e, segundo o FMI, entre 2018 e 2023 terá o pior de todos, tendo já sido ultrapassada por Espanha.
- Entre 2018 e 2023, a Grécia deverá abandonar o pelotão dos piores, mas Portugal não, passando a ter o 2º pior crescimento da UE. Ao contrário de Espanha, o nosso país cresceu abaixo da média entre 2000 e 2017 e deverá continuar a divergir nos próximos anos.
- No cenário macroeconómico do Programa de Estabilidade 2018-2022, o governo não reconhece o nosso grave e estrutural problema de crescimento.
- Entre 2018 e 2022, a redução do défice estrutural é de apenas 0,4 pp em 2018 e 0,3 pp em 2019, o que é inferior ao recomendado pela Comissão Europeia. Como pensamos que a redução do défice estrutural estará sobrestimada, isso afasta-o ainda mais do recomendado.
- Num ambiente externo de ligeiro abrandamento da actividade, o Forum estima que o PIB tenha crescido entre 2,0% e 2,3% no 1º trimestre, em termos homólogos. Para o conjunto do ano, o crescimento deve fixar-se entre 2,2% e 2,5%.
- A desaceleração da inflação para 0,4% em Abril é uma boa notícia, parcialmente surpreendente, porque a recuperação da economia e a diminuição do desemprego poderia estar a afectar os preços.
- O saldo externo em Janeiro e Fevereiro de 2018 foi negativo, mas em linha com a sazonalidade.
- O preço do petróleo atingiu o máximo de quatro anos, devido a um corte na produção da OPEP e Rússia, entre outros factores.

ÍNDICE

1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

Política comercial americana ambivalente	5
Itália ultrapassada por Espanha	6

2. CONJUNTURA NACIONAL

Portugal: o 2º pior crescimento da UE entre 2018 e 2023	6
Cenário macro do Programa de Estabilidade	8
Abrandamento da economia no 1º trimestre	9
Inflação continua em queda	9
Saldo externo negativo	10
Programa de Estabilidade	11

3. MERCADOS FINANCEIROS

16

4. AGENDA

19



- Há hipóteses de Trump reatar o Pacto Trans-Pacífico

- A estratégia de Trump tem falta de credibilidade, porque prejudica as empresas americanas

1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

POLÍTICA COMERCIAL AMERICANA AMBIVALENTE

Pedro Braz Teixeira ¹

Em relação ao Pacífico, há hipótese de o presidente americano recuar na sua primeira medida e reatar o pacto com os países da região². Isso diminuiria os problemas criados com a relação com a China.

Em relação à UE, houve um recuo à última da hora da entrada em vigor de novas tarifas sobre o aço e o alumínio, com um prazo de 30 dias de adiamento para se chegar a um acordo definitivo. Washington pretende negociar com os seus aliados, incluindo o Canadá e o México, para desenhar uma resposta global a Beijing.

Parece que as medidas de Trump são mais uma estratégia negocial do que servindo verdadeiros objectivos de política. É que as medidas têm falta de credibilidade. Sempre que os mercados acreditam que elas vão avançar, o valor das empresas americanas em bolsa cai de forma pronunciada e quando há um recuo, estas empresas valorizam-se. É difícil de acreditar que o governo dos EUA esteja verdadeiramente empenhado em aplicar medidas que prejudicam de forma tão substancial as empresas do seu próprio país.

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/5d3f05c6-3e7e-11e8-b7e0-52972418fec4>



**- Entre 2000 e 2017,
a Itália teve o 2º
pior desempenho
económico da UE**

**- A Grécia vai
abandonar o pelotão
dos piores e Portugal
não**

ITÁLIA ULTRAPASSADA POR ESPANHA

De acordo com os últimos dados divulgados pelo FMI, Espanha ultrapassou a Itália em termos de rendimento per capita (ponderado pelo poder de compra) em 2017. Isto resulta parcialmente do mérito espanhol, mas sobretudo do demérito italiano: entre 2000 e 2017, a Itália teve o 2º pior desempenho económico da UE e, segundo o FMI, entre 2018 e 2023 terá o pior de todos, já que a Grécia deverá conseguir recuperar.

O caso de Itália tem especial relevância por ser um dos seis países fundadores da então CEE, dos que há mais tempo beneficiam das vantagens da integração europeia.

Os maus resultados económicos implicam não só uma estagnação generalizada de rendimentos como uma forte pressão sobre as contas públicas, o que tem conduzido a consequências políticas graves, em particular o sucesso dos partidos anti-sistema. O que as previsões do FMI indicam é que as condições que têm fomentado o descontentamento não têm fim à vista.

2. CONJUNTURA NACIONAL

PORTUGAL: O 2º PIOR CRESCIMENTO DA UE ENTRE 2018 E 2023

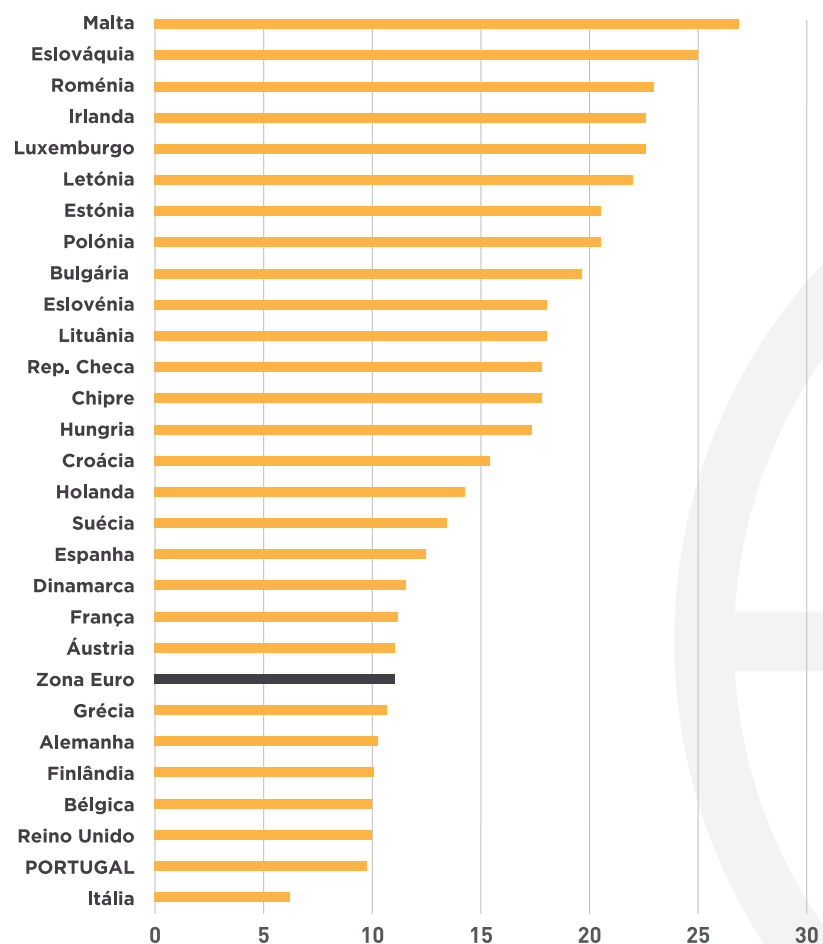
Entre 2000 e 2017, como temos vindo a insistir, Portugal teve o 3º pior desempenho económico da UE, atrás da Itália e da Grécia. De acordo com as últimas previsões do FMI, entre 2018 e 2023, o nosso país ocupará a segunda pior posição, já que a Grécia conseguirá finalmente recuperar.



- Ao contrário de Espanha, Portugal cresceu abaixo da média entre 2000 e 2017 e deverá continuar a divergir nos próximos anos

Ao contrário de Espanha e da generalidade dos países menos prósperos, Portugal cresceu abaixo da média entre 2000 e 2017 e deverá continuar a divergir nos próximos anos.

Crescimento económico acumulado, 2018-2023



Fonte: FMI



- O cenário macroeconómico do Programa de Estabilidade vai-se desviando das restantes instituições à medida que avança no tempo

- O governo continua sem reconhecer o grave problema estrutural de crescimento de Portugal

CENÁRIO MACRO DO PROGRAMA DE ESTABILIDADE

O cenário macroeconómico do Programa de Estabilidade tem um problema importante, com implicações graves. Embora não sendo muito optimista em relação ao crescimento para 2018, o seu optimismo vai crescendo à medida que avança no tempo, desviando-se cada vez mais das restantes instituições. Isto significa que quanto mais longínquas menos prováveis, com consequências importantes

Instituição	Data	2018	2019	2020	2021
Programa de Estabilidade	Abr-18	2,3	2,3	2,3	2,0
Católica	Abr-18	2,4	2,2	2,0	
FMI	Abr-18	2,4	1,8	1,5	1,2
Banco de Portugal	Mar-18	2,3	1,9	1,7	
Comissão Europeia	Fev-18	2,2	1,9		
OCDE	Nov-18	2,3	2,3		

Mas o problema mais importante consiste em o governo não reconhecer que uma parte significativa do actual crescimento resulta de um efeito conjuntural, de eliminação do desemprego excessivo, que está prestes a chegar ao fim. Quando se atingir esse ponto, a economia fica limitada ao crescimento do PIB potencial, que é muito baixo. As implicações deste não reconhecimento são a ausência de reformas estruturais que permitam aumentar o PIB potencial.



- Para o 1º trimestre, o Forum estima que o PIB tenha crescido entre 2,0% e 2,3% em termos homólogos

- A taxa de inflação caiu de 1,5% em Dezembro para 0,4% em Abril

ABRANDAMENTO DA ECONOMIA NO 1º TRIMESTRE

Num ambiente externo de ligeiro abrandamento da actividade, não surpreende que a economia portuguesa exiba um comportamento semelhante, com sinais que apontam nesse sentido, não só do lado do comércio externo, mas também de outros indicadores. O investimento terá sido prejudicado, no importante segmento da construção, por um mês de Março anormalmente chuvoso.

Assim, o Forum para a Competitividade estima um crescimento homólogo do PIB entre 2,0% e 2,3% no 1º trimestre, podendo melhorar ligeiramente no resto do ano, para um valor entre 2,2% e 2,5% para o conjunto do ano, beneficiando de uma conjuntura externa que se espera que se mantenha genericamente favorável.

INFLAÇÃO CONTINUA EM QUEDA

Em Março, a taxa de inflação subiu ligeiramente, de 0,6% para 0,7%, tendo caído de novo para 0,4% em Abril (estimativa rápida), beneficiando de um efeito base, por a Páscoa ter afectado os preços em Abril de 2017. A inflação subjacente (excluindo produtos alimentares não transformados e energéticos) teve uma variação também significativa, tendo-se reduzido de 1,2% em Dezembro para 0,2% em Abril.

Este comportamento contido da inflação é uma boa notícia, parcialmente surpreendente, porque a recuperação da economia e a diminuição do desemprego poderia estar a afectar os preços.

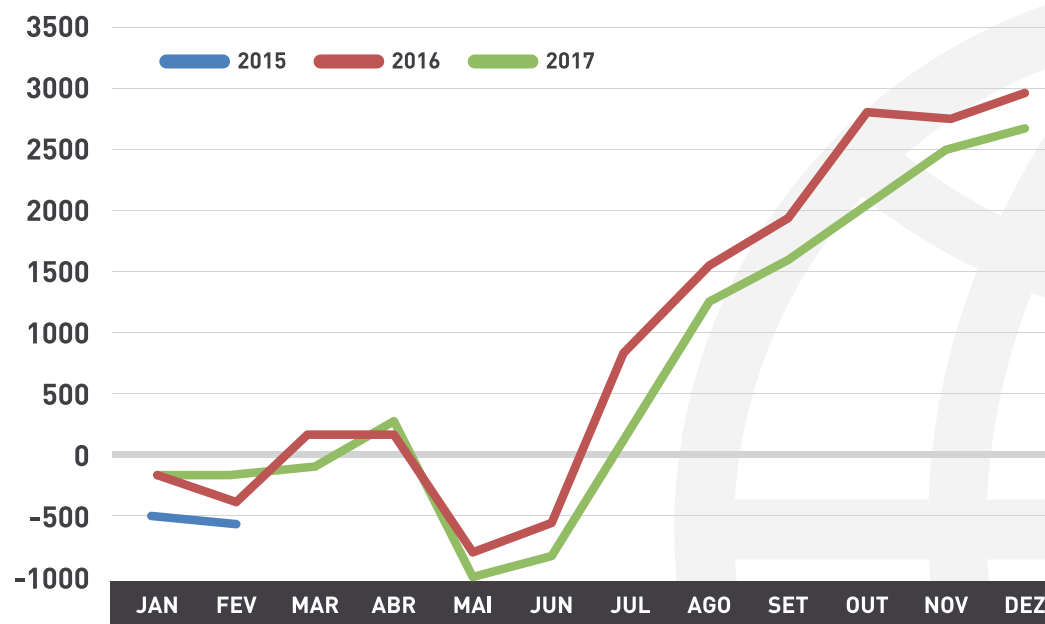


- Saldo externo em linha com a sazonalidade

SALDO EXTERNO NEGATIVO

Em Janeiro e Fevereiro de 2018, o saldo das balanças corrente e de capital fixou-se em -556 milhões de euros, contra um saldo de -159 milhões nos meses homólogos de 2017, com contributo de todas as componentes, com excepção da balança de serviços.

Balanças corrente e de capital (milhões de euros)



Fonte: Banco de Portugal

Estes valores estão em linha com a sazonalidade, com valores claramente negativos nos primeiros meses do ano, com perspectivas para o conjunto do ano de uma melhoria do saldo externo.



- Os países da zona euro têm de apresentar todos os anos um Programa de Estabilidade

- Para 2018 e 2019 o governo prevê um crescimento nominal de 4%

PROGRAMA DE ESTABILIDADE

Joaquim Miranda Sarmento³

Os países da zona euro têm de apresentar todos os anos, por via do Pacto de Estabilidade e Crescimento e do Tratado Orçamental, um Programa de Estabilidade e Crescimento (agora chamado “Programa de Estabilidade”). O Programa de Estabilidade (PE) é a base da vigilância e controlo económico e orçamental por parte das instituições europeias.

Para 2018 e 2019 o governo prevê um crescimento de 2.3%, o que se afigura uma previsão razoável. Com um deflator em torno de 1.5%, isto representa um crescimento nominal de 4% (bem longe dos quase 6% do programa do PS). Esta previsão está em linha com o projetado pelas instituições nacionais e internacionais. Contudo, quando olhamos à composição do crescimento vemos duas coisas: primeiro, que o crescimento assentará no investimento e no comércio externo; segundo, que as previsões de crescimento do investimento são muito otimistas.

No PE o défice de 2017 que ficou em 0.9%, representou face a 2016 uma redução do défice de 1.1 p.p. do PIB (tinha sido 2% em 2016, sendo que sem medidas “one-off” ficou em 2.4%). Contudo, o gráfico da página 15 do PE é elucidativo. O aumento da receita fiscal e contributiva e a redução da despesa com juros e com subsídios de desemprego representou 2.1 p.p. do PIB, anulando o défice de 2016. O aumento de despesa levou um défice “zero” para o valor de 0.9%.

³SEG, Universidade de Lisboa.

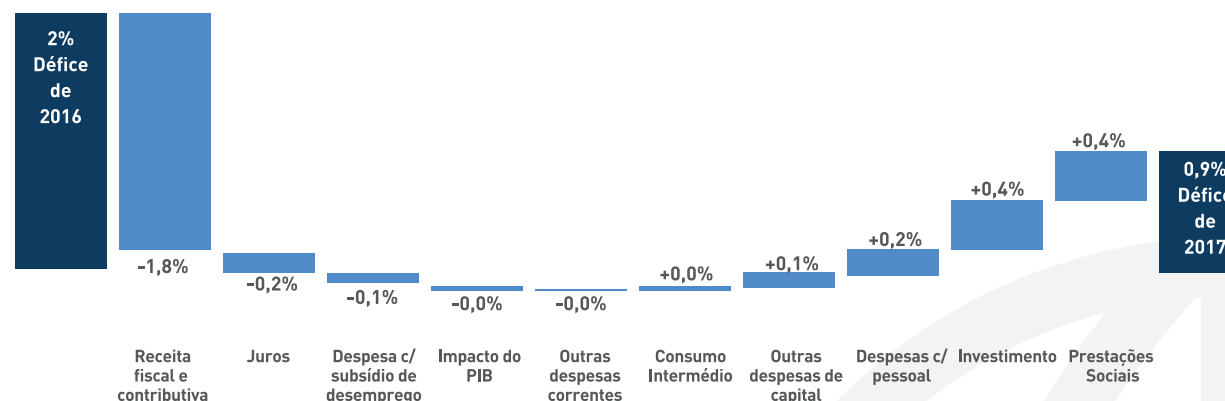


- O aumento de despesa levou um défice “zero” para o valor de 0.9%.

- Para 2018 o governo prevê um défice de 0.7%, agravado pelo efeito “one-off” do Novo Banco

- A consolidação resultará do efeito do crescimento económico

Gráfico II. 1.1. Passagem do Défice das AP de 2016 ao Défice de 2017 (p.p. do PIB)



Nota: um ajustamento negativo (positivo) melhora (agrava) o défice.

Fonte: INE e Ministério das Finanças.

Para 2018 o governo prevê um défice de 0.7%, agravado pelo efeito “one-off” do Novo Banco, que vale 0.4%. Assim, o défice previsto para 2018, sem “one-offs”, é de 0.3%. O governo prevê assim passar de um défice de 0.9% para um défice de 0.3% (menos 0.6 p.p.). Note-se contudo que existe aqui um efeito “carry-over” que é o de em 2017 o défice ter ficado em 0.9% e não em 1.4%. Estes 0.5 p.p. iniciais explicam, em parte, a passagem de uma previsão de défice em 2018 de 1.1% (no OE/2018) para 0.3% (no PE). Esta diferença de 0.8 p.p. é explicada em 0.5 p.p. por este efeito.

Contudo, as medidas elencadas para 2018 tem um ligeiro impacto negativo no défice (-76 M€), mesmo com menos 400 M€ de despesas com juros. A consolidação resultará assim do efeito do crescimento económico. E provavelmente de alguma margem de manobra na despesa de investimento. Não só está empolada na parte da administração local (que em 2017, ano eleitoral, gastou mais 400 M€ que em 2016),



- Investimento público deve ficar abaixo do orçamentado

- No PE a redução do défice estrutural é de apenas 0,4 pp em 2018 e 0,3 pp em 2019, o que é inferior ao recomendado pela Comissão Europeia

- A redução do défice estrutural no PE estará sobrestimada, o que a afasta ainda mais do recomendado

como provavelmente não haverá o aumento da despesa de investimento de 1.7% para 2.3%. Ou seja, os 0.6 p.p. de consolidação orçamental passarão também muito por aqui.

Como temos referido, a consolidação orçamental entre 2016 e 2018, passando de um défice de 3% para 0.4%, resulta sobretudo de efeitos cíclicos: medidas “one-off”, redução da despesa com juros, aumento dos dividendos do Banco de Portugal e uma conjuntura económica muito favorável.

No PE a redução do défice estrutural é de apenas 0,4 pp em 2018 e 0,3 pp em 2019, o que é inferior ao recomendado pela Comissão Europeia (redução não inferior a 0,5% PIB para países que ainda não atingiram o objetivo orçamental de médio prazo que no caso de Portugal é um saldo estrutural de 0,25% do PIB, o que no PE é atingido em 2020).

Contudo, temos dúvidas sobre estes valores. Na ausência de medidas de consolidação orçamental estrutural a explicação pode estar uma revisão da série do PIB potencial. Essa revisão terá de se iniciar em 2013-2014, com o efeito cascata de melhoria do défice estrutural dos últimos 4-5 anos a explicar a diferença de 1 p.p. de défice estrutural para 2018 quando se compara o OE/2018 com o PE.

Contudo, os nossos números apontam para uma ausência de redução do défice estrutural entre 2017 e 2019. Nesse caso, a redução do défice estrutural no PE estará sobrestimada porque o Governo prevê crescimentos do PIB potencial muito acima do previsto pelas instituições internacionais (1,9%/2,3%/2,2% em 2018/19/20, quando por exemplo o FMI prevê crescimentos do PIB potencial de 1,4%/1,4%/1,2%) – com maior PIB potencial, a componente estrutural das receitas é maior e o défice estrutural menor.



- Os objetivos para o défice são mais ambiciosos (sobretudo para 2020), o que decorre do efeito “carry over”

- A consolidação orçamental vai ser feita baseada quase exclusivamente no crescimento económico

Veremos que avaliação a Comissão Europeia fará em Maio do PE⁴.

Relativamente ao défice, o PE prevê 0.7% para 2018, -0.2% em 2018, atingindo um excedente de 1.3% em 2022. Mas note-se que quando comparado com o previsto no PE apresentado em 2017, os objetivos para o défice são mais ambiciosos (sobretudo para 2020), o que decorre do tal efeito “carry over” atrás referido, mas também de uma maior redução da despesa corrente em % do PIB.

	Programa Estabilidade apresentado em 2017				Programa Estabilidade apresentado em 2018			
	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
Saldo Orçamental	-1.0	-0.3	0.4	1.3	-0.7	-0.2	0.7	1.4
Despesa Corrente	41.5	40.6	39.8	39.1	40.9	40.1	39.3	38.8

A consolidação orçamental vai ser feita baseada quase exclusivamente no crescimento económico. Como a economia cresce, a receita fiscal e total vão crescer 13 mil M€ e 16 mil M€ respetivamente. Reduz-se o peso em percentagem do PIB, mas apenas porque crescem menos que o previsto para o PIB. Mas haverá mais 16 mil M€ de receita para gastar e reduzir o défice.

⁴ Nos termos do Tratado Orçamental, em Maio a Comissão propõe Recomendações Específicas por País (REP), um aconselhamento político adaptado à situação de cada estado membro com base nas prioridades identificadas na Análise Anual do Crescimento e na informação sobre os planos recebidos em abril. Em maio, a Comissão publica também as suas previsões económicas da primavera. Em junho, O Conselho Europeu aprova as REP, que são discutidas pelos Ministros da UE



- O crescimento do PIB dá margem do lado da despesa (mais 11 mil M€)

Por outro lado, o crescimento do PIB dá margem do lado da despesa (mais 11 mil M€). Afinal, a redução da despesa com pessoal implica que o governo “apenas” poderá gastar mais 2 mil M€ em 2021 face ao que gastou em 2016. O mesmo com as prestações sociais. O governo terá de manter a despesa com um aumento de “apenas” 5.5 mil M€. E nos consumos intermédios, onde o efeito inflação se faz sentir mais (compra de bens e serviços), há 1.2 mil M€ de margem, mas que na realidade, são quase mil M€, dado que os pagamentos com as PPPs rodoviárias iniciaram em 2016 a sua curva descendente, e em 2022 representaram menos uns 500 M€ face a 2017 (excluindo futuras decisões sobre renegociações), apesar de o PE ser omissivo sobre isto. ●



- Receios de inflação fizeram subir as taxas de juro de longo prazo

- BCE mostrou-se dividido em relação a uma possível subida das taxas de juro

3. MERCADOS FINANCEIROS

Nos EUA, houve subida das taxas de longo prazo, devido a queixas na subida de preços de inputs, não só de matérias primas, o que suscitou receios de inflação. Da parte da Reserva Federa também houve comentários “hawkish”, que reforçaram aquele movimento.

Taxas de juro a 10 anos (nível)

País	31-Dez-17	31-Jan-18	28-Fev-18	31-Mar-18	30-Abr-18
EUA	2,41	2,71	2,86	2,74	2,95
ALEMANHA	0,43	0,70	0,66	0,50	0,56

Fonte: Bloomberg

O BCE mostrou-se dividido em relação a uma possível subida das taxas de juro antes do fim do programa de expansão quantitativa, com dissonância nos comunicados difundidos. Para o mercado, isso acabou por ser interpretado como representando um maior risco de subida das taxas de referência.

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

País	31-Dez-17	31-Jan-18	28-Fev-18	31-Mar-18	30-Abr-18
ESPAÑA	114	73	88	67	72
ITÁLIA	159	133	132	129	123
PORTUGAL	152	127	134	111	112

Fonte: Bloomberg



- Os preços das matérias primas estiveram pressionados pelo risco de guerra comercial

O euro apresentou alguns sinais de enfraquecimento, o que é uma boa notícia para a Europa.

Taxas de câmbio (nível)

Moedas	31-Dez-17	31-Jan-18	28-Fev-18	31-Mar-18	30-Abr-18
EUR/USD	1,201	1,242	1,221	1,229	1,210
CAD/USD	0,796	0,812	0,781	0,775	0,780
GBP/USD	1,351	1,418	1,379	1,402	1,377

Fonte: Bloomberg

Os preços das matérias primas estiveram pressionados pelo risco de guerra comercial. O petróleo, em particular, atingiu o máximo de quatro anos, por uma conjugação de factores: corte na produção da OPEP e Rússia; tensão na Síria e eventuais sanções ao Irão.

Matérias primas (nível)

Matéria-prima	31-Dez-17	31-Jan-18	28-Fev-18	31-Mar-18	30-Abr-18
Brent	66,9	69,1	65,8	70,3	75,2
Gás Natural	3,0	3,0	2,7	2,7	2,8
Ouro	1 303,1	1 345,2	1 318,4	1 325,5	1 315,4

Fonte: Bloomberg

Os mercados accionistas europeus evoluíram melhor que os restantes. Beneficiaram com queda do euro, porque tinham expectativas demasiado baixas com medo da guerra comercial, que não se materializou. Os semicondutores tiveram vendas limitadas e afectaram as tecnológicas, mais importantes nos EUA.



**- Os mercados
accionistas europeus
evoluíram melhor que
os restantes**

Mercados bolsistas (taxas de variação)

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

Fonte: Bloomberg



4. AGENDA

Data	Evento	Expectativa/observações
2-Mai	Reserva Federal dos EUA	manutenção das taxas
9-Mai	Estimativas de Emprego (1T)	
10-Mai	Comércio Internacional (Mar)	
10-Mai	Vol. Negócios Indústria (Mar)	
11-Mai	Produção Construção (Mar)	
11-Mai	Inflação (Abr)	
14-Mai	Vol. Negócios Serviços (Mar)	
14-Mai	Índice de Custo do Trabalho (1T)	
15-Mai	PIB – Estimativa Rápida (1T)	entre 2,0% e 2,3%
15-Mai	Actividade turística (Mar)	
25-Mai	Execução Orçamental (Abr)	
29-Mai	Inquéritos de Conjuntura (Mai)	
30-Mai	PIB (1T)	entre 2,0% e 2,3%
30-Mai	Inflação – Estimativa Rápida (Mai)	
30-Mai	Estimativas Mensais de Emprego e Desemprego (Abr)	
30-Mai	Vol. Negócios Comércio a Retalho (Abr)	
30-Mai	Produção Industrial (Abr)	
14-Jun	Reunião BCE	manutenção das taxas

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O APOIO DE:



ORDEM
DOS
ENGENHEIROS