



**FORUM PARA A
COMPETITIVIDADE**

NOTA DE CONJUNTURA Nº 30
OUTUBRO DE 2018

Esta Nota de Conjuntura, da responsabilidade
do Fórum para a Competitividade,
inclui informação publicada até 31.10.2018

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O PATROCÍNIO DE:

**Jerónimo
Martins**



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

NOTA DE CONJUNTURA, Nº 30, OUTUBRO DE 2018

RESUMO EXECUTIVO

- Apesar de sinais de desaceleração na zona euro, o BCE ainda não deu sinais claros de mudança de política monetária.
- O Orçamento italiano está a alimentar um braço de ferro com Bruxelas, com um ingrediente inquietante: cada vez que a Liga Norte tem um conflito com a UE, sobe nas sondagens.
- Para Portugal, prevemos que dum crescimento homólogo de 2,3% no 2º trimestre, o PIB desacelere para entre 2,0% e 2,3% (entre 0,3% e 0,6% em cadeia) no 3º trimestre. Este abrandamento decorre quer de efeitos do lado da procura, quer da oferta, pelo que é reforçado.
- Não se deve exagerar a importância a atribuir a um único dado mensal, mas a subida, de 6,8% para 6,9%, da taxa de desemprego de Agosto de 2018 ilustra os travões ao crescimento económico do lado da oferta, referidos acima.
- Até Agosto, o saldo externo passou finalmente a positivo (125 milhões de euros), devendo continuar a aumentar até ao final do ano.
- Para 2019, o governo apresenta a mais baixa redução do défice nominal desde 2010. Nesta conjuntura muito favorável apenas se consegue equilíbrio nominal e não estrutural, e para isso é preciso degradar os serviços públicos e colocar o investimento público em mínimos históricos.
- O mês de Setembro foi marcado por uma forte queda nos mercados accionistas mundiais, alimentado por um conjunto alargado de factores, mas em que terão tido proeminência as perspectivas de maiores subidas de taxas de juro de referência pela Reserva Federal dos EUA.

ÍNDICE

1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

BCE menos optimista	5
Braço de ferro italiano	5

2. CONJUNTURA NACIONAL

Perpectivas de desaceleração do PIB	6
Desemprego subiu	7
Inflação caiu	7
Saldo externo passa finalmente a positivo	7
OE/2019 e execução orçamental de setembro	8

3. MERCADOS FINANCEIROS

4. AGENDA



- BCE reconhece efeitos de desaceleração e riscos...

- ... mas ainda não anunciou mudanças de política monetária

- “Rating” em deterioração, mas o mercado continua a classificar como muito pior

1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

Pedro Braz Teixeira ¹

BCE MENOS OPTIMISTA

Como vimos no mês passado, o BCE reviu em baixa as perspectivas de crescimento para a zona euro, embora não para a inflação. No entanto, para lá do que já se materializou, há também riscos crescentes para a economia europeia, em particular a incerteza crescente sobre o Brexit e o orçamento italiano (a que voltaremos na secção seguinte).

Assim, poderia fazer sentido algum adiamento das medidas de política monetária tendencialmente contraccionistas que estão planeadas, nomeadamente as subidas da taxa de referência em 2019. No entanto, o BCE ainda não deu sinais claros nesse sentido, que seriam extremamente bem-vindos para uma economia tão endividada como a portuguesa, sobretudo com uma tão elevada dívida externa. Apesar de tudo, o BCE não deu como adquirido que o programa quantitativo acabasse em Dezembro, embora esta não seja uma nova posição.

BRAÇO DE FERRO ITALIANO

Houve alguma deterioração no “rating” italiano, mas menos do que o esperado, já que os mercados, na prática, é como se lhe atribuíssem uma notação muito pior.

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



- Uma proposta imprudente

- Conflito penaliza taxas de juro

- Sinais generalizados de desaceleração do PIB no 3º trimestre

O governo italiano tem em curso um braço de ferro com a Comissão Europeia em relação à sua proposta de orçamento para 2019, que prevê um défice de 2,4% do PIB, uma imprudência face à muito elevada dívida pública deste país. Não é apenas imprudente, mas também inútil, porque a estagnação de Itália há mais de duas décadas não tem nada a ver com falta de procura, mas antes com problemas do lado da oferta.

É preocupante o tom desafiador do executivo italiano, que respondeu à carta europeia com um “podem enviar 12 cartas”. Há aqui um ingrediente inquietante: cada vez que a Liga Norte tem um conflito com a UE, sobe nas sondagens, pelo que não há grandes incentivos a chegar a um acordo e as taxas de juro deste país e dos restantes periféricos estão a sofrer em consequência disso.

2. CONJUNTURA NACIONAL

PERPECTIVAS DE DESACELERAÇÃO DO PIB

A deterioração da conjuntura europeia e os riscos já referidos estão a contribuir para uma desaceleração da economia portuguesa, que deverá prosseguir no 3º trimestre. Em Portugal, os sinais são generalizados, com a excepção do sector da construção.

Se a generalidade dos analistas fala nos efeitos do lado da procura, já são mais raros os que também referem os efeitos do lado da oferta, que também estão presentes e que reforçam o abrandamento da economia. Entre estes outros efeitos conta-se a total ausência de reformas estruturais e a redução da taxa de desemprego para níveis da taxa natural de desemprego, que constitui uma barreira para significativas descidas adicionais.



- PIB deve desacelerar para entre 2,0% e 2,3%

- Taxa de desemprego subiu de 6,8% para 6,9%

- A taxa de inflação caiu de 1,4% em Setembro para 1,0% em Outubro

- Saldo externo confirma padrão sazonal

Assim, prevemos que dum crescimento homólogo de 2,3% no 2º trimestre, o PIB desacelere para entre 2,0% e 2,3% (entre 0,3% e 0,6% em cadeia) no 3º trimestre.

DESEMPREGO SUBIU

Não se deve exagerar a importância a atribuir a um único dado mensal, mas a subida, de 6,8% para 6,9%, da taxa de desemprego de Agosto de 2018 ilustra os travões ao crescimento económico do lado da oferta, referidos acima.

Esta taxa estava em 6,8% há três meses e em 8,7% no mês homólogo de 2017. É também de referir que esta é a primeira vez, desde Fevereiro de 2016, que se observa um aumento mensal da taxa de desemprego.

INFLAÇÃO CAIU

A taxa de inflação caiu de 1,4% em Setembro para 1,0% em Outubro, enquanto a taxa de inflação subjacente (excluindo produtos alimentares não transformados e energéticos) passou de 0,9% para 0,6%.

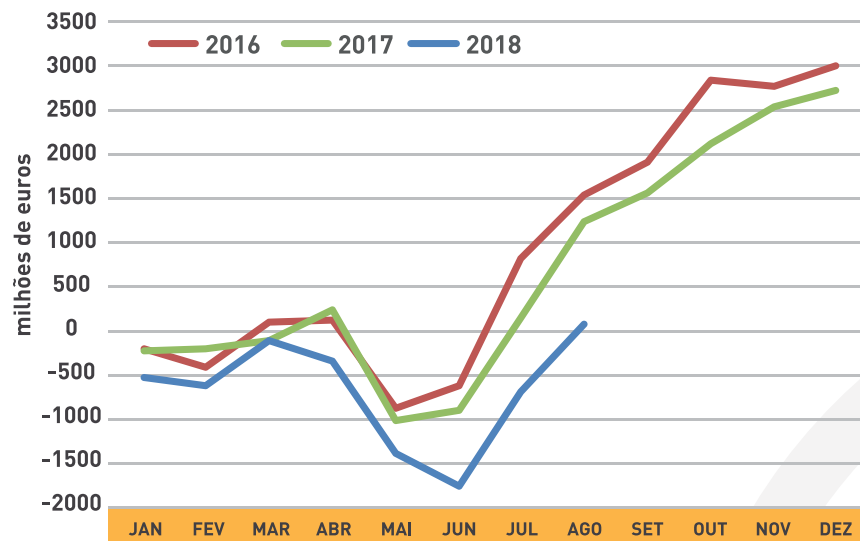
SALDO EXTERNO PASSA FINALMENTE A POSITIVO

Até Agosto de 2018, o saldo das balanças corrente e de capital foi de 125 milhões de euros, quando no período homólogo de 2017 se tinha registado um superavit de 1249 milhões. Se é verdade que o excedente é muito menor do que no ano transacto, é mais importante salientar que é agora positivo, devendo aumentar até ao final do ano, respeitando o padrão sazonal.



- A mais baixa redução do défice nominal desde 2010

Balanças corrente e de capital (milhões de euros)



Fonte: Banco de Portugal

OE/2019 E EXECUÇÃO ORÇAMENTAL DE SETEMBRO

Joaquim Miranda Sarmento²

O OE/2019 prevê para 2018 um défice orçamental (sem “one-offs”) de 0.2% do PIB (dado incluir 0.5% PIB de medidas pontuais) e para 2019 um défice de 0.2%. Mas este défice de 0.2% em 2019 aparece com medidas pontuais (de 0.4 % PIB - que o relatório não esclarece, mas que deverá ter a ver com o NovoBanco). Temos assim, sem “one-offs” um ligeiro superavit nominal.

² ISEG, Universidade de Lisboa.



- O cenário macro do OE/2019 é francamente otimista

- OE para agradar à extrema-esquerda e depois executado para cumprir com Bruxelas

Trata-se contudo de uma redução nominal de 0.4 p.p., a mais baixa redução do défice nominal desde 2010. Num período de expansão económica e quebra do desemprego, bem como de redução da fatura de juros e aumento muito significativo dos dividendos e do IRC do Banco de Portugal, o governo opta por não fazer consolidação orçamental em 2019. Curiosamente o ano de eleições. Reduz o défice apenas na medida da redução da despesa com juros e no aumento dos dividendos do Banco de Portugal e da CGD.

O cenário macro do OE/2019 é francamente otimista para 2019, prevendo um crescimento de 2%, quando a maioria das entidades internacionais e nacionais (sobretudo aquelas cujas previsões são mais recentes), aponta para um crescimento abaixo dos 2%.

Algo que é visível nos OE apresentados por este governo, desde 2016 a 2018, é que o Doutor Centeno faz um OE para agradar à extrema-esquerda que sustenta a “geringonça” e depois executa para cumprir com Bruxelas. Ao colocar as cativações em valores nunca antes usados e ao reduzir fortemente o investimento público o Doutor Centeno cumpre as metas do défice. Mas no papel, para enganar o Bloco e o PCP, diz sempre que vai gastar muito nos serviços públicos e no investimento público. Três anos depois ainda há quem caia nesta conversa.

A Tabela apresenta para as principais rúbricas os desvios na execução orçamental, em contas nacionais, em milhões de euros. Ou seja, compara-se a execução de 2016 e 2017 com o que estava no respetivo OE e compara-se a previsão de 2018 (do OE/2019) com o que estava orçamentado inicialmente no OE/2018.



- Desvios na execução orçamental

Tabela - Desvios na execução orçamental (em contas nacionais – M€)

Rúbrica	2016	2017	2018
Receita fiscal	-564	962	1320
Receita contributiva	-301	189	390
Despesa juros	-689	-728	-158
Despesa Consumo intermédios	-1208	92	-456
Despesa Prestações Sociais	230	442	-64
Despesa capital	-910	-456	729
Despesa total	-2783	-911	-125

Por outro lado, metade da redução do défice nominal resultou da redução da despesa com juros e do aumento dos dividendos do Banco de Portugal (bem como do pagamento de IRC do BdP) e em 2019 dos dividendos da CGD.

- Redução do défice

Tabela – Redução do défice em M€

(valores aproximados em M€)	2016	2017	2018	2019	Total
Défice sem "one-offs" (valores aproximados para 2018 e 2019, dada a falta de informação do relatório do OE/2019 para os "one-offs")	4.400	1.500	500	0	n.a
Varição do défice nominal sem "one-offs" (2016 é versus o défice de 2015 que sem "one-offs" ficou em 5.4 mil M€)	1.000	2.900	1.000	500	5.400
Redução da despesa com juros	500	300	700	100	1.600
Aumento dos dividendos do Banco de Portugal e em 2019 também a CGD	200	200	300	300	1.000
Saldo (redução do défice menos redução dos juros e dividendos do Banco de Portugal e CGD)	300	2.500	0	100	2.800



- Quer a redução dos juros, quer o efeito do Banco de Portugal são temporários

O Gráfico mostra como teria sido a evolução do défice estrutural se estes dois efeitos não tivessem sido considerados.

E de facto, quer a redução dos juros, quer o efeito do Banco de Portugal são temporários. Por um lado, enquanto o stock da dívida pública não se reduzir substancialmente, o efeito da redução dos juros é um efeito da descida das taxas de juro nos mercados internacionais. Ora esse efeito terminou. As taxas de juro já começaram a subir e espera-se que nos próximos anos voltem para valores acima dos 3%-4% para 10 anos (estão para Portugal em torno dos 2% na maturidade a 10 anos).

Por outro lado, o programa de QE do BCE está a terminar (já se reduziu), pelo que não será possível continuar a aumentar os dividendos do Banco de Portugal. Eles poderão manter-se em torno dos mil M€/ano nos próximos anos. Mas não permitirão acomodar mais consolidação orçamental. E com o passar do tempo os dividendos vão começar a baixar, dado que após o fim do programa é expeável que surja o momento de redução do balanço dos Bancos Centrais. Isso está a ocorrer nos EUA. Os programas de QE da FED terminaram há mais de 2 anos e a FED já começou, embora ainda ligeiramente, quer a reduzir o seu balanço, quer a subir as taxas de juro.

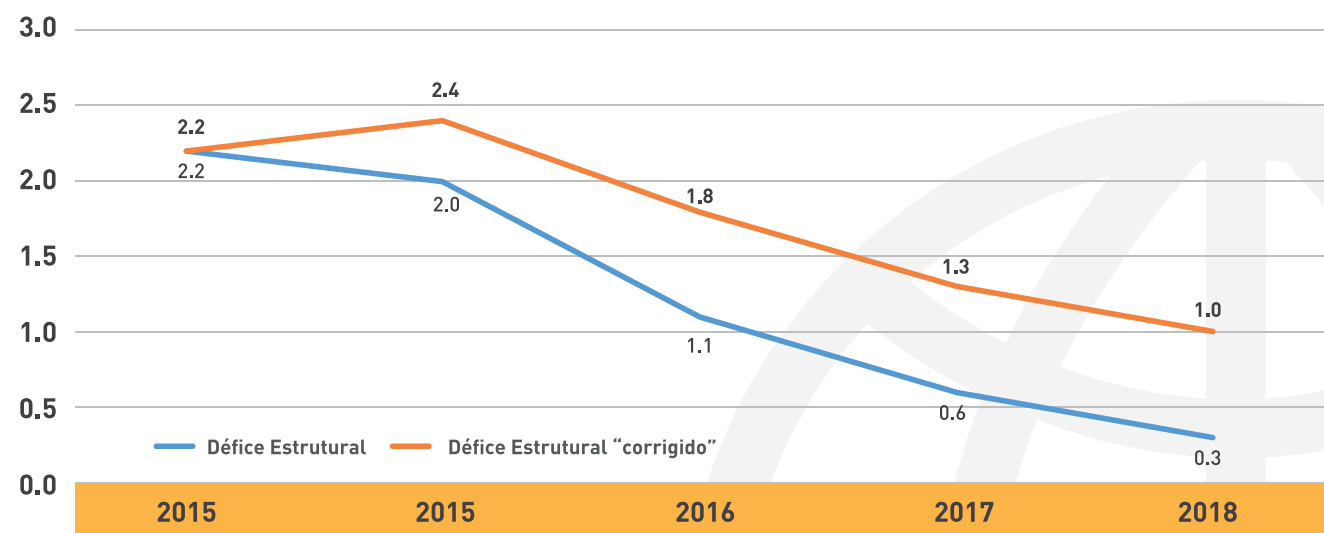


- O défice estrutural reduziu-se muito pouco entre 2015 e 2019

- A execução está bastante em linha com o projetado

E olhando para o gráfico o que é visível é que o défice estrutural reduziu-se muito pouco entre 2015 e 2019.

Gráfico – Déficit estrutural sem redução juros e dividendos BdP



A tabela abaixo compara a previsão (em contabilidade pública) do governo para 2018 com a execução até setembro (últimos dados disponíveis). É possível ver o que é necessário executar do lado da receita para se atingir os objetivos e o que existe de margem do lado da despesa para os últimos 3 meses de 2018.

Verifica-se que a execução está bastante em linha com o projetado. O saldo positivo será contudo um pouco enganador (tal como a variação homóloga de -0,9% nas despesa com pessoal), dado que o pagamento do subsídio de Natal será efetuado em 50% em novembro (o ano passado foi em duodécimos, afetando a despesa ao longo do ano).



- O investimento público continua muito baixo

- Governo poderá ter mil milhões para gastar até às próximas 3 eleições

Constata-se no entanto que o investimento público continua muito baixo. No OE/2018 previa-se quase 6 mil M€ de investimento, e a execução de setembro mostra um valor em torno de 2.8 mil M€ (na formação bruta de capital fixo).

Olhando para a execução orçamental em contabilidade pública, e mesmo considerando o efeito do pagamento de 50% do subsídio de Natal em novembro, é possível que, mesmo em contabilidade pública, o défice de 2018 fique abaixo do previsto no OE/2019. E em contas nacionais poderá ficar em torno de zero (excluindo os “one-offs”). Caso tal suceda, uma de três hipóteses coloca-se:

1. O governo aproveita esse efeito carry-over e em abril, na apresentação do programa de estabilidade, revê o objetivo de défice para 2019, melhorando o objetivo (o que já fez no PE de abril de 2018 face ao OE/2018, no défice de 2018, que passou de 0.9% para 0.3% sem “one-offs”).
2. Ou o governo não acredita na previsão de crescimento de 2.2%, e este feito carry-over é usado para acomodar um crescimento inferior, abaixo dos 2%.
3. Ou o governo mantém o objetivo do défice e do crescimento, e então terá para gastar, entre maio e outubro



- Governo usou margem para aumentar os custos operacionais fixos

Execução em Contabilidade Pública 2018						
Itens	Execução em Milhões €			Execução últimos 3 meses de 2017	Execução em var. homol	
	Exec Setembro	Valor anual (OE/2019)	Diferença (obj para 3 meses)		Var homol Set. 2018	Obj 2018 (OE/2019)
Saldo AP's	1,338	-1,304	-2,642	-2,004	n.a	n.a
Receita AP's	62,518	86,140	23,622	21,715	5.4%	6.2%
Despesa AP's	61,180	87,444	26,264	23,720	2.2%	4.5%
Saldo Adm. Central	-1,107	-3,604	-2,497	-220	n.a	n.a
Saldo Seg. Social	1,845	1,986	141	415	n.a	n.a
Saldo Regional e Local	600	314	-286	-122	n.a	n.a
Despesa juros	6,365	8,696	2,331	2,170	3.8%	4.8%
Saldo primário	7,703	7,392	-311	-533	n.a	n.a
Despesa primária	54,815	78,748	23,933	26,451	2.0%	4.5%
Despesa de capital	3,634	5,624	1,990	1,785	4.8%	6.7%
Receita IRS	9,150	12,790	3,640	3,478	4.5%	0.7%
Receita IRC	4,884	6,275	1,391	1,379	11.7%	2.7%
Receita IVA	12,326	16,776	4,450	4,264	5.1%	4.5%
Despesa com pessoal	14,696	20,577	5,881	5,307	-0.9%	2.1%

Permitam-me assim uma analogia do que têm sido este 4 anos de “geringonça”:

Imaginem uma empresa que passou por um crise terrível (2008-2014), muito pouco competitiva, com “prejuízos” todos os anos e altamente endividada. Após esse período, essa empresa apanha um período de algum crescimento económico e dividendos de uma participada que lhe permite subir a receita. Simultaneamente vê os seus custos de financiamento reduzir-se por via de uma descida das taxas de juro nos mercados. E o que faz essa empresa? Aproveita essa bonança e folga financeira e reestrutura-se, de forma a ser mais competitiva e simultaneamente reduzir o seu endividamento? Não, pelo contrário, usa essa margem e aumenta os seus custos operacionais fixos!



- Este défice quase zero do ponto de vista nominal é uma ilusão

- Temos de ser mais exigentes

Este défice quase zero do ponto de vista nominal é uma ilusão. Uma ilusão por três razões principais:

Primeiro é que a economia Portuguesa continua muito pouco competitiva, muito exposta e pouco resistente face a choques assimétricos externos;

Segundo, dado que a consolidação orçamental é sobretudo conjuntural e não estrutural um excedente nominal em 2019 é manifestamente pouco;

Terceiro, porque o nível elevado da dívida pública (e externa), bem como a pressão demográfica sobre as contas públicas (em particular saúde e segurança social).

Tudo isto mostra uma situação muito frágil das Finanças Públicas Portuguesas. Temos de ser mais exigentes.

Se nesta conjuntura muito favorável apenas se consegue equilíbrio nominal e não estrutural, e para isso é preciso degradar os serviços públicos e colocar o investimento público em mínimos históricos, como vai ser quando a economia arrefecer e os efeitos sobre os juros e o Banco de Portugal desaparecerem? ●



- Nos EUA, Fed mostrou-se mais “agressivo”

- Orçamento italiano faz subir taxas

3. MERCADOS FINANCEIROS

Nos EUA, o Fed mostrou-se mais “agressivo”, indicando que as taxas de juro de referência terminariam o actual ciclo de subidas a um nível superior ao neutral, o que surpreendeu os mercados, reagindo de forma significativa, sobretudo os accionistas.

Taxas de juro a 10 anos (nível)

País	31-Dez-17	30-Jun-18	31-Ago-18	30-Set-18	30-Out-18
EUA	2,41	2,86	2,86	3,06	3,12
ALEMANHA	0,43	0,30	0,33	0,47	0,37

Fonte: Bloomberg

O braço de ferro entre o governo italiano e Bruxelas, já referido, tem penalizado as taxas de juro deste país, mas também as dos restantes países periféricos.

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

País	31-Dez-17	30-Jun-18	31-Ago-18	30-Set-18	30-Out-18
ESPAÑA	114	102	115	103	120
ITÁLIA	159	238	291	268	311
PORTUGAL	152	149	160	141	151

Fonte: Bloomberg



- Spread transatlântico a aumentar

A subida das taxas de juro nos EUA está a alargar o diferencial de taxas de juro transatlântico, o que tem enfraquecido o euro face ao dólar.

Taxas de câmbio (nível)

Moedas	31-Dez-17	30-Jun-18	31-Ago-18	30-Set-18	30-Out-18
EUR/USD	1,201	1,168	1,160	1.160	1.135
CAD/USD	0,796	0,761	0,767	0.775	0.761
GBP/USD	1,351	1,321	1,296	1.303	1.271

Fonte: Bloomberg

- Preço do petróleo corrigiu

O preço do petróleo corrigiu das subidas significativas que tinha tido recentemente, conseguindo passar incólume aos problemas diplomáticos envolvendo a Arábia Saudita.

Matérias primas (nível)

Matéria-prima	31-Dez-17	30-Jun-18	31-Ago-18	30-Set-18	30-Out-18
Brent	66,9	79,4	77,4	82.7	75.9
Gás Natural	3,0	2,9	2,9	3.0	3.2
Ouro	1 303,1	1 253,2	1 201,4	1,192.5	1,222.9

Fonte: Bloomberg



- Os mercados accionistas em forte queda

Para além das novas perspectivas do Fed, houve um outro conjunto alargado de factores que provocou uma forte correcção accionista: a guerra comercial em curso, dados americanos mais fracos, resultados menos positivos, tecnológicas com forte queda, conduzindo a vendas indiscriminadas. Para além disso, a possibilidade de os Democratas poderem ganhar uma das câmaras e reverter a fiscalidade de Trump, que beneficiou muito as empresas, também fez cair os mercados.

Moedas	31-Dez-17	30-Jun-18	31-Ago-18	30-Set-18	30-Out-18
Dow Jones	1,8%	-0,6%	2,2%	1,8%	-6.0%
S&P 500	1,0%	0,5%	3,0%	0,4%	-7.9%
NASDAQ 100	0,5%	1,0%	5,8%	-0,3%	-10.7%
STOXX 600	0,6%	-0,8%	-2,4%	1,1%	-7.2%
STOXX 50	-1,8%	-0,3%	-3,8%	1,7%	-7.4%
FTSE 100	4,9%	-0,5%	-4,1%	1,5%	-6.3%
DAX	-1,1%	-2,4%	-3,4%	0,6%	-7.8%
CAC40	-1,1%	-1,4%	-1,9%	2,5%	-9.4%
MIB	-2,3%	-0,7%	-8,8%	6,1%	-8.3%
IBEX35	-1,6%	1,7%	-4,8%	1,4%	-6.2%
PSI20	0,5%	1,1%	-3,5%	0,0%	-6.6%

Fonte: Bloomberg



4. AGENDA

Data	Evento	Expectativa/observações
7-Nov	Estatísticas do Emprego (3T)	
8-Nov	Reserva Federal dos EUA	manutenção das taxas
9-Nov	Vol. Negócios Indústria (Set)	
9-Nov	Comércio Internacional (Set)	
12-Nov	Vol. Negócios Serviços (Set)	
12-Nov	Produção Construção (Set)	
13-Nov	Inflação (Out)	
14-Nov	PIB (3T) – Estimativa Rápida	entre 2,0% e 2,3%
14-Nov	Índice de Custo do Trabalho (3T)	
15-Nov	Actividade turística (Set)	
29-Nov	Inquéritos de Conjuntura (Nov)	
29-Nov	Estimativas Mensais de Emprego e Desemprego (Out)	
29-Nov	Vol. Negócios Comércio a Retalho (Out)	
30-Nov	PIB (3T)	entre 2,0% e 2,3%
30-Nov	Produção Industrial (Out)	
30-Nov	Inflação – Estimativa Rápida (Nov)	
13-Dez	Reunião BCE	manutenção das taxas

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O APOIO DE:



ORDEM
DOS
ENGENHEIROS