



**FORUM PARA A
COMPETITIVIDADE**

NOTA DE CONJUNTURA Nº 29
SETEMBRO DE 2018

Esta Nota de Conjuntura, da responsabilidade
do Fórum para a Competitividade,
inclui informação publicada até 30.09.2018

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O PATROCÍNIO DE:



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

RESUMO EXECUTIVO

- Apesar de a guerra comercial ser um jogo de soma negativa, em que (quase) todos perdem, os mercados financeiros respiraram de alívio com o facto de as tarifas americanas sobre os produtos chineses não terem sido tão altas como inicialmente antecipado.
- O BCE reviu em baixa ligeira as expectativas de crescimento para a economia da zona euro, de 2,1% para 2,0% em 2018 e de 1,9% para 1,8% em 2019.
- Comissão Europeia publicou o seu 8º relatório de Vigilância Pós-Programa sobre Portugal, onde lança alguns avisos e faz críticas muito em linha com aquilo que tem sido o discurso do Forum para a Competitividade, sobretudo sobre o mercado de trabalho e a lei das rendas.
- A DBRS diz que a subida de rating está crucialmente dependente do aumento do potencial de crescimento, um tema que o Forum para a Competitividade tem vindo a enfatizar há muito tempo.
- Há um conjunto de indicadores preliminares sobre o 3º trimestre que apontam para a desaceleração que já tínhamos previsto, sobretudo na construção e no turismo, os dois maiores criadores de emprego.
- No ano terminado no 2º trimestre de 2018, a taxa de poupança das famílias caiu pelo segundo trimestre consecutivo, de 4,6% para 4,4% do rendimento disponível, muito próximo do mínimo de 4,0% registado no ano terminado no 3º trimestre de 2017.
- Dada a importância do turismo na nossa recuperação económica e na obtenção de excedentes externos, essenciais para reduzir o nosso elevadíssimo endividamento externo, a queda de 4,5% das dormidas de não residentes é preocupante.
- A balança corrente e de capital até Julho viu finalmente o seu défice diminuir, para 635 milhões de euros, devendo regressar a um saldo positivo até ao final do ano.
- O governo prepara-se para cumprir o défice mais baixo de sempre, próximo de zero. Mas com uma conjuntura económica favorável, o equilíbrio orçamental é feito à custa de aumento de impostos indiretos, cativações e degradação dos serviços públicos e um valor de investimento público muito baixo. Para além disso, não cremos que alguma vez tenha havido tão pouca transparência e accountability num exercício orçamental como este ano.
- O desenlace na discussão do orçamento italiano (um défice de 2,4% nos próximos três anos) quase anulou a diminuição do diferencial de taxa de juro neste país, mas também em Portugal, que tinha sido muito prejudicado em Agosto.

ÍNDICE

1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

Guerra comercial prossegue _____ 5

BCE menos optimista _____ 5

2. CONJUNTURA NACIONAL

Comissão Europeia critica o governo _____ 6

DBRS pede que se aumente o potencial de crescimento _____ 7

Perpectivas de desaceleração do PIB _____ 7

Poupança das famílias próximo de mínimos _____ 8

Inflação cai _____ 8

Défice externo diminuiu finalmente _____ 9

Análise da execução orçamental – julho 2018 _____ 10

3. MERCADOS FINANCEIROS _____ 15

4. AGENDA _____ 18



**- Guerra com China
menor do que o
esperado**

**- BCE reviu PIB em
baixa ligeira**

1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

Pedro Braz Teixeira ¹

GUERRA COMERCIAL PROSSEGUE

Apesar de a guerra comercial ser um jogo de soma negativa, em que (quase) todos perdem, os mercados financeiros respiraram de alívio com o facto de as tarifas americanas sobre os produtos chineses não terem sido tão altas como inicialmente antecipado.

Algumas empresas, como a Ford, já se começaram a queixar dos prejuízos causados pelo conflito comercial, mas, a nível macroeconómico, ainda não há sinais de abrandamento da actividade nem impacto sobre o ritmo previsto de subidas de taxas pela Reserva Federal.

BCE MENOS OPTIMISTA

O BCE reviu PIB em baixa ligeira para 2018 e 2019, devido a menores expectativas sobre a procura externa. Não havendo nada de dramático nesta revisão, ela reforça o sentimento de abrandamento da economia europeia, que é o enquadramento de fundo da economia portuguesa.

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



Previsões do BCE para a zona euro, 2018-2020

Indicador	2018	2019	2020
PIB	2,0 (2,1)	1,8 (1,9)	1,7
Emprego	1,4	0,9 (1,1)	0,8
Desemprego	8,3 (8,4)	7,8	7,4 (7,3)
Inflação	1,7	1,7	1,7

Fonte: BCE (entre parêntesis os valores das previsões de Julho, quando diferentes)

De notar ainda, que em relação à variável mais importante para o BCE, a inflação, ela se mantém em linha com o objectivo deste banco central “abaixo mas próximo de 2%”.

2. CONJUNTURA NACIONAL

COMISSÃO EUROPEIA CRITICA O GOVERNO

No início de Setembro, a Comissão Europeia publicou o seu [8º relatório de Vigilância Pós-Programa sobre Portugal](#), onde lança alguns avisos e faz críticas muito em linha com aquilo que tem sido o discurso do Forum para a Competitividade.

A Comissão começa por avisar sobre a conjuntura económica, de desaceleração, com mais riscos negativos do que positivos e com crescente incerteza.

Como temos vindo a insistir, não tem havido consolidação estrutural: “the assessment of Stability and Growth Pact (SGP) compliance points to some deviation from the requested structural adjustment effort in 2017 and to a risk of significant deviation for both 2018 and 2019” (p. 5).

**- Pensamento da
Comissão Europeia
alinhado com o
do Forum para a
Competitividade**

**- Não tem havido
consolidação estrutural**



- 12% do total de habitações estão devolutas

- DBRS pede o mesmo que o Forum para a Competitividade tem vindo a pedir há muito tempo

- Sinais de desaceleração do PIB na construção e no turismo

Em relação às reformas estruturais, que a Comissão compreende que são essenciais, parece-nos que está a ser demasiado benevolente com as mudanças cosméticas anunciadas pelo governo, embora, ainda assim, critique as alterações na legislação laboral.

Em relação ao mercado habitacional, refere que há 12% do total de habitações que estão devolutas, devido a vários problemas, entre os quais avulta o enquadramento legal e administrativo.

DBRS PEDE QUE SE AUMENTE O POTENCIAL DE CRESCIMENTO

A DBRS diz que a subida de rating está crucialmente dependente do aumento do potencial de crescimento, um tema que o Forum para a Competitividade tem vindo a enfatizar há muito tempo.

Só um maior crescimento do PIB permitirá reduzir o nível de endividamento, público e externo, que continuam em valores demasiado elevados.

PERSPECTIVAS DE DESACELERAÇÃO DO PIB

Há um conjunto de indicadores preliminares sobre o 3º trimestre que apontam para a desaceleração que já tínhamos previsto, sobretudo na construção e no turismo, os dois maiores criadores de emprego. Também os indicadores de confiança, sobretudo dos consumidores, estão em queda, tal como na indústria.

As dormidas nos estabelecimentos hoteleiros e similares de não residentes caíram 4,5% em Julho, quando já tinham caído 5,5% em Junho. Dada a importância do turismo na nossa recuperação económica e na obtenção de excedentes externos,



**- Crédito ao consumo
diminui poupança das
famílias**

**- Recuperação do
investimento pode não
ser sustentável**

**- A taxa de inflação
subiu de 1,2% em
Agosto para 1,4% em
Setembro**

essenciais para reduzir o nosso elevadíssimo endividamento externo, estes dados são preocupantes.

POUPANÇA DAS FAMÍLIAS PRÓXIMO DE MÍNIMOS

No ano terminado no 2º trimestre de 2018, a taxa de poupança das famílias caiu pelo segundo trimestre consecutivo, de 4,6% para 4,4% do rendimento disponível, muito próximo do mínimo de 4,0% registado no ano terminado no 3º trimestre de 2017. A este facto não será alheio o forte crescimento registado no crédito ao consumo.

Em relação ao conjunto da economia, a capacidade de financiamento baixou de 1,1% para 0,7% do PIB no final do 2º trimestre de 2018. O investimento recuperou dos mínimos de 14,9% do PIB em 2013, para 17,1% do PIB, um valor mais compatível com a reposição do equipamento. Ou seja, parece que o total de capital utilizado na economia terá parado de cair, mas isto estará a ser feito à custa da diminuição do excedente externo, podendo colocar em causa a sua sustentabilidade. De qualquer forma, o aumento do investimento vem criar as bases para o necessário aumento da produtividade.

INFLAÇÃO SUBIU

A taxa de inflação subiu de 1,2% em Agosto para 1,4% em Setembro, enquanto a taxa de inflação subjacente (excluindo produtos alimentares não transformados e energéticos) aumentou de 0,6% para 0,9%.

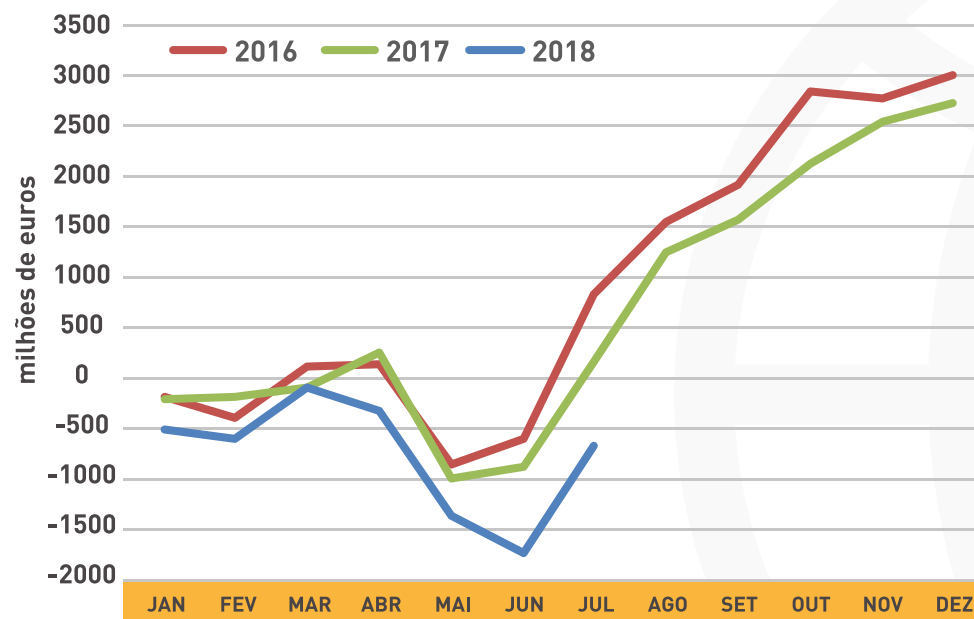


**- Saldo externo
regressa ao padrão
sazonal**

DÉFICE EXTERNO DIMINUIU FINALMENTE

Até Julho de 2018, o saldo das balanças corrente e de capital foi de -635 milhões de euros, quando no período homólogo de 2017 se tinha registado um superavit de 173 milhões. No entanto, é mais importante salientar que déficit diminuiu face ao mês anterior, devendo regressar a um saldo positivo até ao final do ano, já que se regressou ao padrão sazonal.

Balanças corrente e de capital (milhões de euros)



Fonte: Banco de Portugal



- Os números apontam para o cumprimento do objetivo de déficit para 2018 de 0.7%

- Do lado da despesa, existem riscos que decorrem do descongelar das carreiras na função pública.

EXECUÇÃO ORÇAMENTAL: 1º SEMESTRE EM CONTAS NACIONAIS E AGOSTO EM CONTABILIDADE PÚBLICA

Joaquim Miranda Sarmiento²

Este mês de setembro teve a divulgação em contas nacionais (ótica de reporte do déficit e da dívida pública a Bruxelas) da execução do 1º semestre de 2018 e a divulgação em contabilidade pública da execução orçamental mensal até agosto.

Os números, embora tenham alguma incerteza, apontam para o cumprimento do objetivo de déficit para 2018 de 0.7% (que será de 0.3% sem “one-offs”).

Em contas nacionais, o déficit do 1º semestre ficou em 1.9%. Este valor pode parecer elevado, mas tem um conjunto de “one-offs” que agravam o déficit em 0.4%. Desta forma, para chegar a um valor de déficit anual de 0.7%, obriga a que o 2º semestre tem de ser bastante favorável. De fato, para se atingir 0.7%, o 2º semestre tem de ter um superavit em torno de 0.2%-0.3%.

Existem contudo riscos em torno da execução orçamental. Do lado da despesa, existem riscos que decorrem do descongelar das carreiras na função pública. Acresce a pressão para aumentar o investimento público. Do lado da receita, existe incerteza em torno da recuperação de garantias do BPP (+0.2%), cuja receita chegou a estar prevista para 2017 e teve de ser adiada, em grande parte, para 2018.

É possível um excedente orçamental de 0.2%-0.3% no 2º semestre? Note-se que este valor pressupõe a medida “one-off” do BPP, que melhora o déficit em 0.2%. Ou seja, o déficit do 2º semestre sem “one-offs” tem de ficar em torno de zero. Para isso há que considerar que o 2º semestre tem sempre uma execução orçamental mais favorável.

²ISEG, Universidade de Lisboa.

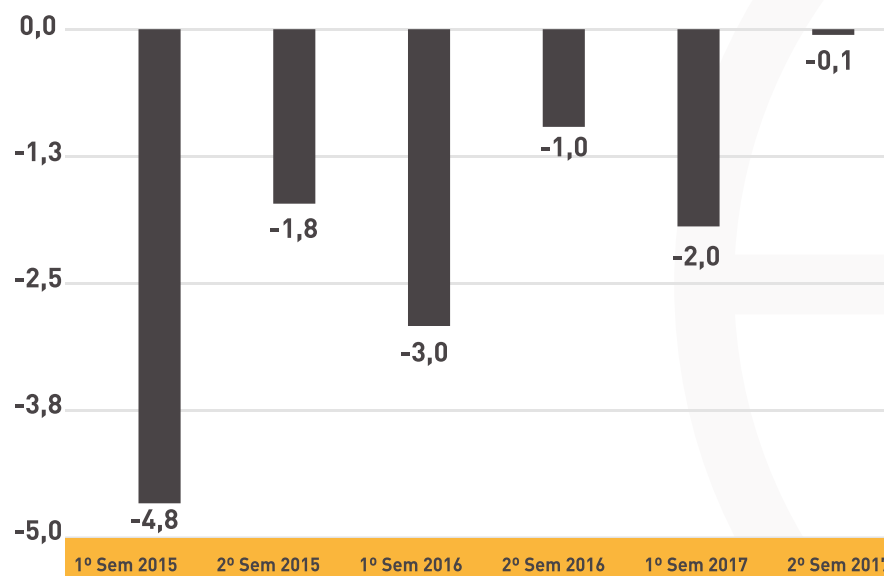


- Já em 2017 o défice do 2º semestre tinha ficado muito próximo do equilíbrio

Do lado dos impostos, o IRS abrange 2 subsídios e o IVA é beneficiado pelo verão (férias, turistas, emigrantes) e o Natal. Por outro lado, este ano há 50% do subsídio de natal dos funcionários públicos e dos pensionistas a ser pago em novembro (em 2017 foi tudo pago em duodécimos – ver também comentário na contabilidade pública). Ou seja, esses 50%, em 2017, metade foi despesa do 1º semestre, metade do 2º semestre. Este ano, os 50% são despesa do 2º semestre, o que agrava a despesa do 2º semestre em 25% do valor total dos subsídios (salários e pensões) (algo em torno dos 400-500 M€).

Já em 2017 o défice do 2º semestre tinha ficado muito próximo do equilíbrio. Conforme é visível no gráfico abaixo, existe uma substancial melhoria no défice entre o 1º e o 2º semestre (excluindo “one-offs” naturalmente).

Défice em Contas Nacionais por semestre (% PIB)





- Já em contabilidade pública o mês de agosto trouxe uma melhoria significativa do défice

- Não creio que alguma vez tenha havido tão pouca transparência e Accountability num exercício orçamental como este ano

Já em contabilidade pública o mês de agosto trouxe uma melhoria significativa do défice. Quer em termos homólogos (passou de um défice de 2 mil M€ para cerca de 577 M€) quer em termos mensais (o défice de julho tinha sido de 2.6 mil M€). Esta melhoria de julho para agosto de cerca de 2 mil M€ deve-se a um aumento da receita de 7.9 mil M€ (passou de 46.6 mil M€ para quase 54.6 mil M€) que mais que compensou o aumento da despesa em 5.9 mil M€ (passou de 49.2 mil M€ para 55.1 mil M€).

Esta melhoria do saldo coloca-o bastante abaixo do objetivo para o ano todo. Embora o objetivo do défice em contabilidade pública no OE/2018 fosse de 3.5 mil M€, é necessário considerar que esse objetivo reportava a um défice em contas nacionais de 1.1%. Tendo o défice sido revisto para 0.7% (no Programa de Estabilidade em abril), os nossos cálculos (ver detalhe na nota de [agosto](#)) apontam para um objetivo de défice em contabilidade pública em torno dos 2.6 mil M€.

Saliente-se no entanto a falta de informação que decorre da revisão do défice do OE/2018 para o Programa de Estabilidade. Não creio que alguma vez tenha havido tão pouca transparência e Accountability num exercício orçamental como este ano.

No entanto, o défice de 577 M€ em contabilidade pública em agosto tem “em falta” cerca de mil M€. Ou seja, na realidade, o défice “comparável” de 2018 com 2017 seria de 1.6 mil M€ (estando assim em 60% da meta final). Isto porque em 2017 o pagamento do subsídio de natal dos vencimentos dos funcionários públicos e dos pensionistas foi feito totalmente em duodécimos, enquanto que este ano 50% é feito em duodécimos e 50% em novembro.

Temos assim que a despesa com pessoal na Administração Central e Segurança Social tem uma diferença, em agosto, face a 2017 (resultante desta alteração da forma de pagamento) de cerca de 400 M€. A nossa estimativa para todas as Administrações Públicas é de um valor em torno dos 500-600 M€. Isso implica que ao invés de estar



**- Adicionalmente,
a receita fiscal está
a crescer abaixo
daquilo que é a nossa
estimativa**

a descer, a despesa com pessoal está a crescer 1.5%, quando o objetivo do OE é de 0.9%. Quanto ao valor das pensões, anualmente são cerca de 16.7 mil M€. Isso significa um valor de 50% de subsidio de natal de cerca de 600 M€. O que implica que caso o modelo de pagamento de 2017 se tivesse mantido, a despesa com pensões estaria mais elevada em mais 400 M€.

Adicionalmente, a receita fiscal está a crescer abaixo daquilo que é a nossa estimativa para o novo objetivo de défice (cresce 5.1% quando deveria estar a crescer em torno dos 6%). Mas por outro lado, o investimento (FBCF) está a crescer 7% quando a previsão do OE era um crescimento em torno dos 30%.

Já a dívida financeira das AP's, desde o final de 2018 cresceu quase 500 M€.

Em síntese, o governo prepara-se para cumprir o défice mais baixo de sempre, próximo de zero. Mas com uma conjuntura económica favorável, que tem feito crescer a receita fiscal e contributiva acima dos 5%/ano nos últimos 3 anos, com 2 mil M€ de “windfall revenues” decorrentes da política monetária do BCE (menos 1.2 mil M€ de juros e mais 700 M€/ano de dividendos e IRC do Banco de Portugal), o equilíbrio orçamental é feito à custa de aumento de impostos indiretos (contrabalançados pela redução do IRS- sobretaxa e escalões – e pela redução do IVA da restauração), cativações e degradação dos serviços públicos e um valor de investimento público muito baixo.

Se nem com todas estas condições favoráveis há um superavit orçamental robusto, como será sem política monetária do BCE e com a economia a desacelerar?



- Em síntese, o governo prepara-se para cumprir o défice mais baixo de sempre, próximo de zero, à custa de aumento de impostos indiretos

Execução orçamental CPAgosto 2018(valores em M€) - Boletim DGO

Itens	Valor Agosto 2017	Valor Agosto 2018	Variação homóloga	Objetivo OE/2018 (M€)	Objetivo OE/2018 (Var)	Taxa execução
Saldo AP's - OE/2018	-2 001	-577	n.a	-3 536	n.a	16%
Saldo AP's - estimativa PE2018	-2 001	-577	n.a	-2 600	n.a	22%
Saldo AP's - valores comparáveis 2017-2018	-2 011	-1 577	n.a	-2 599	n.a	61%
Receita AP's	51 937	54 561	5,1%	86 354	5,2%	63%
Despesa AP's	53 937	55 138	2,2%	89 890	6,3%	61%
Saldo Adm. Central	-3 905	-2 738	n.a	-5 256	n.a	52%
Saldo Seg. Social	1 434	1 550	n.a	974	n.a	159%
Saldo Regional e Local	471	573	n.a	929	n.a	62%
Saldo primário	3 766	5 426	n.a	4 890	n.a	111%
Despesa primária	48 170	49 135	2,0%	81 464	5,8%	60%
Despesa com juros	5 767	6 003	4,1%	8 426	2,1%	71%
Despesa de capital	3 141	3 267	4,0%	6 840	22,1%	48%
Receita IRS	7 643	7 979	4,4%	12 143	-0,7%	66%
Receita IRC	3 196	3 577	11,9%	5 585	-2,7%	64%
Receita IVA	10 559	10 970	3,9%	16 548	4,5%	66%
Despesa com pessoal	13 328	13 174	-1,2%	20 176	0,9%	65%

Nota: Todos os valores do objetivo OE/2018 são os constantes do OE/2018, exceto a nova estimativa para o PE2018. ●



- Nos EUA, nova subida de taxa de juro esperada em Dezembro

- Défice público italiano menor do que o temido

3. MERCADOS FINANCEIROS

Tal como esperado, a Reserva Federal dos EUA subiu as taxas de referência para 2,25%, esperando-se nova subida em Dezembro. Talvez a parte mais significativa do comunicado monetário seja a de que não se registam pressões inflacionistas.

Taxas de juro a 10 anos (nível)

País	31-Dez-17	30-Jun-18	31-Jul-18	31-Ago-18	29-Set-18
EUA	2,41	2,86	2,96	2,86	3,05
ALEMANHA	0,43	0,30	0,44	0,33	0,53

Fonte: Bloomberg

A discussão em torno do orçamento italiano centrou as atenções, tendo-se temido mesmo uma proposta com um défice próximo ou mesmo acima dos 3% do PIB. O valor final acabou por ser 2,4%, mais do que os mercados esperavam e, pior ainda, para ser repetido nos dois anos seguintes. Este resultado destruiu quase por completo as melhorias registadas durante o mês, tal como aconteceu com Portugal.

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

País	31-Dez-17	30-Jun-18	31-Jul-18	31-Ago-18	29-Set-18
ESPANHA	114	102	96	115	98
ITÁLIA	159	238	228	291	236
PORTUGAL	152	149	130	160	134

Fonte: Bloomberg



- Brexit a prejudicar a libra

- Subida temporária do preço do petróleo

O impasse nas negociações do Brexit tem prejudicado a cotação da libra, dada a ainda significativa probabilidade de uma saída sem acordo.

Taxas de câmbio (nível)

Moedas	31-Dez-17	30-Jun-18	31-Jul-18	31-Ago-18	29-Set-18
EUR/USD	1,201	1,168	1,171	1,160	1,167
CAD/USD	0,796	0,761	0,769	0,767	0,768
GBP/USD	1,351	1,321	1,313	1,296	1,310

Fonte: Bloomberg

Os preços do petróleo subiram de forma significativa, devido a um prémio geopolítico, associado às sanções ao Irão e às dificuldades de produção na Venezuela. Olhando para as cotações accionistas deste sector verifica-se que não consideram estes aumentos sustentáveis.

Matérias primas (nível)

Matéria-prima	31-Dez-17	30-Jun-18	31-Jul-18	31-Ago-18	29-Set-18
Brent	66,9	79,4	74,3	77,4	81,7
Gás Natural	3,0	2,9	2,8	2,9	3,06
Ouro	1 303,1	1 253,2	1 224,1	1 201,4	1 182,9

Fonte: Bloomberg



- Os mercados accionistas italianos em montanha russa

O reacender das dúvidas sobre Itália, impediu que também os seus mercados accionistas conhecessem uma forte recuperação. Nos restantes mercados europeus, o mês foi moderadamente positivo.

Mercados bolsistas (taxas de variação)

Moedas	31-Dez-17	30-Jun-18	31-Jul-18	31-Ago-18	29-Set-18
Dow Jones	1,8%	-0,6%	4,7%	2,2%	1,8%
S&P 500	1,0%	0,5%	3,6%	3,0%	0,4%
NASDAQ 100	0,5%	1,0%	2,7%	5,8%	-0,3%
STOXX 600	0,6%	-0,8%	3,1%	-2,4%	1,1%
STOXX 50	-1,8%	-0,3%	3,8%	-3,8%	1,7%
FTSE 100	4,9%	-0,5%	1,5%	-4,1%	1,5%
DAX	-1,1%	-2,4%	4,1%	-3,4%	0,6%
CAC40	-1,1%	-1,4%	3,5%	-1,9%	2,5%
MIB	-2,3%	-0,7%	2,7%	-8,8%	6,1%
IBEX35	-1,6%	1,7%	2,6%	-4,8%	1,4%
PSI20	0,5%	1,1%	1,7%	-3,5%	0,0%

Fonte: Bloomberg



4. AGENDA

Data	Evento	Expectativa/observações
9-Out	Vol. Negócios Indústria (Ago)	
10-Out	Produção Construção (Ago)	
10-Out	Comércio Internacional (Ago)	
11-Out	Inflação (Set)	
11-Out	Vol. Negócios Serviços (Ago)	
15-Out	Actividade turística (Ago)	
18-Out	Seminário OE 2019 - Fórum para a Competitividade	
25-Out	Execução Orçamental (Set)	
25-Out	Reunião BCE	manutenção das taxas
30-Out	Inquéritos de Conjuntura (Out)	
30-Out	Estimativas Mensais de Emprego e Desemprego (Set)	
30-Out	Vol. Negócios Comércio a Retalho (Set)	
30-Out	Produção Industrial (Set)	
31-Out	Inflação – Estimativa Rápida (Out)	
8-Nov	Reserva Federal dos EUA	manutenção das taxas

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O APOIO DE:



ORDEM
DOS
ENGENHEIROS