



**FORUM PARA A  
COMPETITIVIDADE**

**NOTA DE CONJUNTURA Nº 32**  
DEZEMBRO DE 2018

Esta Nota de Conjuntura, da responsabilidade  
do Fórum para a Competitividade,  
inclui informação publicada até 31.12.2018

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O PATROCÍNIO DE:

**Jerónimo  
Martins**

**LUSO-AMERICAN  
DEVELOPMENT**  

---

*foundation*



## RESUMO EXECUTIVO

- A reunião da Reserva Federal dos EUA de Dezembro foi muito importante, porque diminuiu as expectativas de crescimento deste país e da economia mundial em geral, com fortes impactos nos mercados accionistas, que sofreram grandes perdas.
- Dois dos principais riscos políticos do ano são: o Brexit em Março e as eleições europeias em Maio, com provável recuo dos partidos tradicionais, dificultando reformas na UE e no euro.
- O recuo do governo italiano no diferendo orçamental com a Comissão Europeia permitiu uma redução do diferencial de taxas de juro face à Alemanha neste país, mas também noutros países periféricos (em menor grau), como é o caso de Portugal.
- Em Dezembro, o Banco de Portugal revelou novas previsões de crescimento, também mais pessimistas do que anteriormente. É de salientar que foram as exportações que foram revistas em baixa, o que aumenta os riscos para as estimativas para o corrente ano, devido à desaceleração mundial já referida.
- As perspectivas para os anos seguintes reforçam a ideia de que nada tem sido feito para aumentar o potencial de crescimento da economia portuguesa.
- O saldo externo até Outubro reforça o padrão sazonal e confirma valor positivo para o conjunto do ano.
- Saldo orçamental de 2018 um pouco melhor do que o esperado cria margem para acomodar crescimento do PIB em 2019 inferior ao previsto no OE19.
- Portugal não tem economia – nem muito menos finanças públicas – que permitam sustentar a semana das 35 horas na administração pública, que, ainda por cima, está a provocar o caos na saúde. Este horário, não só é raro, como só é aplicado em países, no mínimo, 45% mais ricos do que o nosso.

# ÍNDICE

## 1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

2019 com perspectivas fracas \_\_\_\_\_ 5

## 2. CONJUNTURA NACIONAL

Novas projecções do Banco de Portugal \_\_\_\_\_ 6

Saldo externo positivo \_\_\_\_\_ 7

Contas Públicas \_\_\_\_\_ 8

## 3. TEMA EXTRA

A excepcionalidade das 35 horas \_\_\_\_\_ 11

4. MERCADOS FINANCEIROS \_\_\_\_\_ 14

5. AGENDA \_\_\_\_\_ 17



**- Reserva Federal lança pessimismo**

**- Brexit ainda indefinido**

**- Eleições europeias preocupantes**

## 1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

Pedro Braz Teixeira <sup>1</sup>

### 2019 COM PERSPECTIVAS FRACAS

A Reserva Federal terminou o ano com pessimismo para 2019, lançando um tom genericamente menos favorável do que anteriormente esperado. O ano que agora se inicia iria ser sempre um de desaceleração, na sequência do que 2018 já tinha sido, face ao ano excepcional de 2017, o melhor dos anteriores dez anos. No entanto, as perspectivas estão agora piores, não apenas em termos económicos, mas também políticos.

Na Europa, no final de Março, teremos provavelmente o Brexit, com contornos ainda hoje não definidos, o que só pode gerar inquietação por, a menos de três meses da data, ainda haver tanta incerteza, inimiga de decisões de investimento.

A 26 de Maio, teremos as eleições europeias, em que é esperado um novo recuo dos partidos tradicionais e uma subida dos partidos de protesto, seja à esquerda, seja à direita. Uma consequência natural deste resultado será a dificuldade em avançar com reformas da UE e do euro em particular.

O eixo franco-alemão está em sérias dificuldades, com o Presidente Macron a começar o ano muito enfraquecido na frente interna, com problemas orçamentais e provavelmente sem ânimo nem autoridade para liderar qualquer tipo de reforma comunitária, que chegou a pretender protagonizar.

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



## - Exportações afectam PIB

A economia mundial, e a europeia em particular, estarão a desacelerar, como dissemos, um movimento que ocorre por via da oferta, o que o torna muito mais inevitável do que se fosse por via da procura, que poderia ser contrariada por via monetária e/ou orçamental, pelos países com margem para tal (que não é o caso português).

## 2. CONJUNTURA NACIONAL

### NOVAS PROJECCÕES DO BANCO DE PORTUGAL

Em Dezembro, o Banco de Portugal revelou novas previsões de crescimento, também mais pessimistas do que anteriormente. É de salientar que foram as exportações que foram revistas em baixa, o que aumenta os riscos para as estimativas para o corrente ano, devido à desaceleração mundial já referida.

#### Projeções do Banco de Portugal, 2018-2021

	2017	2018	2019	2020	2021
<b>PIB</b>	2,8	2,1	1,8	1,7	1,6
<b>Consumo privado</b>	2,3	2,3	2,0	1,8	1,6
<b>Consumo público</b>	0,2	0,7	0,1	0,0	0,2
<b>FBCF</b>	9,2	3,9	6,6	5,9	4,9
<b>Exportações</b>	7,8	3,6	3,7	4,0	3,6
<b>Importações</b>	8,1	4,1	4,7	4,9	4,2
<b>Emprego</b>	3,3	2,2	1,2	0,9	0,4
<b>Desemprego</b>	8,9	7,0	6,2	5,5	5,3
<b>Balança corrente e de capital (% PIB)</b>	1,4	1,3	1,3	1,3	1,6



**- Nada tem sido feito para aumentar o nosso potencial de crescimento económico**

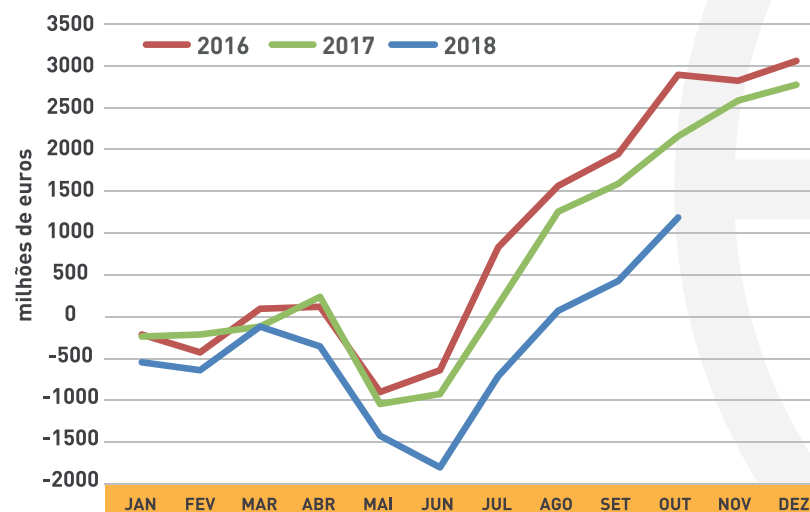
**- Saldo externo reforça padrão sazonal**

Outro aspecto que merece atenção é o facto de, para 2021, se prever um crescimento de apenas 1,6%, mas ainda uma redução da taxa de desemprego (embora pequena, de 5,5% para 5,3%). Isso diria que nesse ano ainda estaríamos a crescer acima da tendência, implicando um potencial inferior àquele valor. Não se pode dizer que isto seja uma surpresa, mas apenas que confirma que nada tem sido feito para aumentar o nosso potencial de crescimento económico.

### SALDO EXTERNO POSITIVO

Até Outubro de 2018, o saldo das balanças corrente e de capital foi de 1175 milhões de euros, quando no período homólogo de 2017 se tinha registado um superavit de 2111 milhões. Fica assim reforçado o padrão sazonal, que permite antever um saldo positivo para o conjunto do ano, mas inferior em cerca de mil milhões de euros ao registado no ano anterior.

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



Fonte: Banco de Portugal



**- No conjunto dos três primeiros trimestres de 2018, o saldo global das AP fixou-se 0,7% do PIB**

**- Aumento da receita do IVA devido a alterações metodológicas**

## CONTAS PÚBLICAS

Joaquim Miranda Sarmiento<sup>2</sup>

O INE divulgou o défice em contas nacionais para os primeiros 3 trimestres de 2018 (execução a terminar em 30 de setembro de 2018).

No conjunto dos três primeiros trimestres de 2018, o saldo global das AP fixou-se em 1 111,2 milhões de euros, representando 0,7% do PIB. Isto implicou uma melhoria face ao período homólogo de 2.5 p.p. do PIB. Para esse fato há contudo um conjunto de efeitos pontuais.

Em termos homólogos, a receita total aumentou 9,5%, enquanto a despesa total aumentou 1,0%. Para o comportamento da receita contribuiu essencialmente o aumento da receita fiscal (10,8%) e das contribuições sociais (5,0%). Parte deste crescimento resulta da atividade económica, mas também de alterações metodológicas, sobretudo no caso do IVA. A receita do Imposto sobre o Valor Acrescentado (IVA) aumentou 9,1% no 3º trimestre em termos homólogos (que compara com 1,9% no trimestre anterior). Isto resultou não apenas do crescimento económico, mas sobretudo da alteração o regime do IVA sobre as importações extracomunitárias, que deixou de ser cobrado no ato do desalfandegamento, passando a ser liquidado no momento da venda no mercado interno. Esta medida determinou um desfasamento na receita líquida de IVA entre o 2º e 3º trimestres de 2018. No caso do IRS e IRC também houve um desfasamento, dado que as declarações passaram a ser entregues mais tarde. Já a receita de capital apresentou um aumento de 115,7% (173 milhões de euros), maioritariamente explicado pela recuperação de parte da garantia (166,3 milhões de euros) prestada ao Banco Privado Português em 2010.

---

<sup>2</sup>ISEG, Universidade de Lisboa.





**- O saldo acumulado não reflete o efeito do pagamento do subsídio de Natal**

**- Saldo de 2018 sem as medidas “one-off” implica um equilíbrio orçamental**

O saldo acumulado até ao 3º trimestre de 2018 não reflete o efeito do pagamento do subsídio de Natal, que em 2018 voltou a ser pago integralmente no 4º trimestre o que se refletirá, tudo o resto constante, num aumento significativo da despesa com pessoal e das prestações sociais (pensões) no quarto trimestre de 2018.

Recorde-se que o OE/2019 prevê para 2018 um défice orçamental de 0.7%, que sem “one-offs” será 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 Novo Banco). Temos assim, sem “one-offs” um ligeiro superavit nominal.

Sendo assim, o que podemos esperar até ao final do ano, considerando que os primeiros 3 trimestres apresentam um défice de 0.7%, que já incorpora (no 2º trimestre) os efeitos “one-off” referidos atrás?

Que provavelmente, como referimos várias vezes nos últimos meses (vide por exemplo, a nota de outubro), o défice ficará abaixo dos 0.7%. O défice do 4º trimestre de 2017 foi de 0.1%. Mesmo considerando o efeito do pagamento dos subsídios (que valerá 0.7%-0.8%), o défice do 4º trimestre ficará abaixo dos 0.4%, trazendo o défice do ano para um valor em torno dos 0.5%. O que sem as medidas “one-off” implica um equilíbrio orçamental.

Conforme dissemos na nota de outubro, a verificar-se um cenário destes para 2018, 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”).



**- A execução em contabilidade pública até novembro reforça esta análise**

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, olhando para as 3 eleições, mais mil M€.

A execução em contabilidade pública até novembro reforça esta análise. Apesar de a receita em 2018 estar a crescer ligeiramente abaixo do previsto no OE/2019, isso é compensado pelo controlo da despesa, quer da despesa primária, quer da menor despesa com juros que o previsto. Refira-se que em dezembro de 2017 o défice mensal foi de cerca de 400 M€, pelo que a margem existente no saldo das AP's para dezembro de 2018 (quase 700 M€) afigura-se suficiente para cumprir o objetivo do défice em CP.

Itens	Execução em Milhões €			Execução em var. homol	
	Exec Novembro	Valor anual (OE/2019)	Diferença (obj para dezembro)	Var homol Nov. 2018]	Obj 2018 (OE/2019)
Saldo AP's	-624	-1 304	-680	n.a	n.a
Receita AP's	76 029	86 140	10 111	5,4%	6,2%
Despesa AP's	76 653	87 444	10 791	3,3%	4,5%
Saldo Adm. Central	-1 005	-3 604	-2 599	n.a	n.a
Saldo Seg. Social	2 277	1 986	-291	n.a	n.a
Saldo Regional e Local	382	314	-68	n.a	n.a
Despesa juros	7 999	8 696	697	1,5%	4,8%
Saldo primário	7 375	7 392	17	n.a	n.a
Despesa primária	68 654	78 748	10 094	3,5%	4,5%
Despesa de capital	4 498	5 624	1 126	6,8%	6,7%
Receita IRS	11 286	12 790	1 504	4,3%	0,7%
Receita IRC	5 108	6 275	1 167	11,3%	2,7%
Receita IVA	15 626	16 776	1 150	5,6%	4,5%
Despesa com pessoal	18 782	20 577	1 795	1,8%	2,1%



**- Não é um acaso que a redução do horário de trabalho tenha parado nas 40 horas durante décadas**

### 3. TEMA EXTRA

#### A EXCEPCIONALIDADE DAS 35 HORAS

A redução do horário de trabalho para 8 horas diárias é uma conquista do final do século XIX e a redução para um horário semanal de 40 horas iniciou-se na primeira metade do século XX.

Não é um acaso que a redução do horário de trabalho tenha parado nas 40 horas durante décadas. É que oito horas de trabalho é exactamente um terço da duração do dia e permite a criação muito regular de turnos de trabalho, o que é muito importante em actividades de ciclo permanente, como é o caso de algumas indústrias e da saúde. Gerir 24 horas com turnos de sete horas cria dificuldades brutais de gestão.

A semana das 35 horas é uma raridade na UE e no mundo, sendo claramente um luxo de país rico, com actividades muito concentradas nos serviços. Como se pode ver no quadro abaixo, só países muito mais ricos do que Portugal o podem sustentar.



**-A semana das 35 horas  
é uma raridade na UE e  
no mundo**

### Horário mais frequente de trabalho, OCDE, 2017

País	Rendimento por habitante*	Horário mais frequente
Luxemburgo	345	40
Irlanda	240	40
Noruega	236	35-39
Suíça	204	40
EUA	196	40
Holanda	177	40
Suécia	168	40
Alemanha	167	40
Austrália	165	40
Dinamarca	164	35-39
Áustria	164	40
Canadá	159	40
Bélgica	153	35-39
Finlândia	146	35-39
Reino Unido	145	40
França	145	35-39
Espanha	126	40
Itália	125	40
Israel	119	40
Rep. Checa	117	40
Eslovénia	113	40
Eslováquia	108	40
Estónia	104	40
PORTUGAL	100	40

Fonte: OCDE, FMI

\* em percentagem do valor para Portugal



**- Só países, no mínimo 45% mais prósperos do que o nosso país é que podem oferecer esse benefício**

**- Não temos economia para isto**

Só países, no mínimo 45% mais prósperos do que o nosso país, como a França, é que podem oferecer esse benefício a um grupo significativo dos seus trabalhadores. Mesmo assim, no conjunto de países que são tão ou mais ricos do que os gauleses, em apenas cinco existe este tipo de horário. Dos nove países mais desenvolvidos da OCDE, só na Noruega existe este benefício, o que indica que a prosperidade não torna as 35 horas inevitáveis. Países tão desenvolvidos como o Luxemburgo, a Irlanda, a Suíça, a Holanda, a Suécia e a Alemanha não a praticam.

Por seu turno, a economia portuguesa está quase estagnada há quase duas décadas, tendo sido ultrapassada por muitos países de Leste e passado ser a quarta mais pobre do euro.

Ou seja, a instituição, em Portugal, da semana das 35 horas na administração pública é uma anormalidade, em total desacordo com o nosso nível e evolução de desenvolvimento económico. Aliás, sendo um privilégio da administração pública, não se percebe porque não foi decretada inconstitucional.

E se situarmos a nossa situação em termos de contas públicas? Aí, a anormalidade ainda é maior.

Portugal é o quarto país mais endividado do mundo dentro dos países desenvolvidos, só ultrapassado pela Grécia, Itália e Japão, sendo que a dívida portuguesa tem a particularidade de estar muito mais na posse de investidores estrangeiros, o que a torna muito mais vulnerável. Em contrapartida, a dívida japonesa está, em larga medida, nas mãos da banca nacional, o que faz que se transaccione a taxas de juro mínimas: durante quase todo o ano de 2018, a dívida a 10 anos teve uma taxa de juro quase sempre inferior a 0,1% (!).

Em suma, a dívida pública portuguesa é a mais perigosa no mundo desenvolvido (talvez com a excepção da Grécia), um sinal claríssimo de que as nossas contas públicas estão muito longe de estar minimamente saudáveis, ainda que o défice seja já baixo.



**- Nem muito menos  
finanças públicas para  
este luxo**

**- Fed marcou os  
mercados**

**- Itália recua**

Em resumo, Portugal não tem economia – nem muito menos finanças públicas – que permitam sustentar a semana das 35 horas na administração pública, que, ainda por cima, estão a provocar o caos na saúde.

#### 4. MERCADOS FINANCEIROS

A reunião da Reserva Federal foi muito importante, decidindo uma há muito esperada subida da taxa de referência. Estavam previstas mais três em 2019 e 2020, mas agora nem sequer está uma descontada, devido à diminuição das expectativas de

Taxas de juro a 10 anos (nível)

País	30-Jun-18	30-Set-18	31-Out-18	30-Nov-18	31-Dez-18
EUA	2,86	3,06	3,14	2,99	2,68
ALEMANHA	0,30	0,47	0,39	0,31	0,24

Fonte: Bloomberg

O governo italiano reduziu a perspectiva de défice orçamental, também ajudado pelas novas despesas em França, resultando em menores diferenciais de taxa de juro face à Alemanha, recuando a nível de há quase seis meses.



## - Câmbios tranquilos

## - Preço do petróleo a acompanhar abrandamento mundial

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

País	30-Jun-18	30-Set-18	31-Out-18	30-Nov-18	31-Dez-18
ESPAÑA	102	103	116	119	117
ITÁLIA	238	268	304	290	250
PORTUGAL	149	141	149	151	148

Fonte: Bloomberg

O mês foi calmo em termos cambiais, incluindo a libra esterlina, apesar de toda a perturbação em curso.

### Taxas de câmbio (nível)

Moedas	30-Jun-18	30-Set-18	31-Out-18	30-Nov-18	31-Dez-18
EUR/USD	1,168	1.160	1,131	1,132	1,145
CAD/USD	0,761	0.775	0,760	0,752	0,734
GBP/USD	1,321	1.303	1,275	1,275	1,275

Fonte: Bloomberg

O preço do petróleo desceu, a acompanhar o abrandamento da economia mundial, a par do facto de a produção americana ter batido records e a OPEP não conseguir chegar a acordo sobre cortes na produção.



## - Mercados accionistas ressentiram-se fortemente do pessimismo da Reserva Federal

### Matérias primas (nível)

Matéria-prima	30-Jun-18	30-Set-18	31-Out-18	30-Nov-18	31-Dez-18
Brent	79,4	82,7	75,5	58,7	53,8
Gás Natural	2,9	3,0	3,3	4,6	2,9
Ouro	1 253,2	1,192,5	1 214,8	1 222,5	1 282,5

Fonte: Bloomberg

Os mercados accionistas americanos ressentiram-se fortemente do pessimismo da Reserva Federal, tendo estado, por alguns dias, em mercado “bear”, representando uma queda de mais de 20% face ao máximo anterior. Na Europa, já não há dúvida de que se entrou num período difícil.

### Mercados bolsistas (taxas de variação)

Moedas	30-Jun-18	30-Set-18	31-Out-18	30-Nov-18	31-Dez-18
Dow Jones	-0,6%	1,8%	-6,0%	1,7%	-8,7%
S&P 500	0,5%	0,4%	-7,9%	1,8%	-9,2%
NASDAQ 100	1,0%	-0,3%	-10,7%	-0,3%	-8,9%
STOXX 600	-0,8%	1,1%	-7,2%	-1,1%	-5,5%
STOXX 50	-0,3%	1,7%	-7,4%	-0,8%	-5,4%
FTSE 100	-0,5%	1,5%	-6,3%	-2,1%	-3,6%
DAX	-2,4%	0,6%	-7,8%	-1,7%	-6,2%
CAC40	-1,4%	2,5%	-9,4%	-1,8%	-5,5%
MIB	-0,7%	6,1%	-8,3%	0,7%	-4,5%
IBEX35	1,7%	1,4%	-6,2%	2,1%	-5,9%
PSI20	1,1%	0,0%	-6,6%	-2,3%	-3,7%

Fonte: Bloomberg





## 5. AGENDA

Data	Evento	Expectativa/observações
4-Jan	Inflação – Estimativa Rápida (Dez)	
7-Jan	Parlamento britânico decide Brexit	
8-Jan	Estimativas Mensais de Emprego e Desemprego (Nov)	
9-Jan	Vol. Negócios Indústria (Nov)	
9-Jan	Comércio Internacional (Nov)	
10-Jan	Produção Construção (Nov)	
11-Jan	Vol. Negócios Serviços (Nov)	
11-Jan	Inflação (Dez)	
15-Jan	Actividade turística (Nov)	
24-Jan	Reunião BCE	manutenção das taxas
25-Jan	Inquérito de Conjuntura ao Investimento (2º semestre)	
30-Jan	Reserva Federal dos EUA	manutenção das taxas
30-Jan	Produção Industrial (Dez)	
30-Jan	Vol. Negócios Comércio a Retalho (Dez)	
30-Jan	Inquéritos de Conjuntura (Jan)	
31-Jan	Inflação – Estimativa Rápida (Jan)	

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O APOIO DE:



ORDEM  
DOS  
ENGENHEIROS