



**FORUM PARA A
COMPETITIVIDADE**

NOTA DE CONJUNTURA Nº 35
MARÇO DE 2019

Esta Nota de Conjuntura, da responsabilidade
do Fórum para a Competitividade,
inclui informação publicada até 31.03.2019

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O PATROCÍNIO DE:

**Jerónimo
Martins**

**LUSO-AMERICAN
DEVELOPMENT**

foundation



RESUMO EXECUTIVO

- Houve uma quase inversão da curva de rendimentos nos EUA, por vezes um indicador avançado de uma recessão, pelo que há que estar atento a este risco.
- Com as novas previsões de crescimento para a zona euro (1,0% segundo a OCDE e 1,1 de acordo com o BCE), estamos em presença de uma desaceleração claramente mais pronunciada do que o normal.
- Em 2018, o PIB de Portugal cresceu 2,1%, mas o rendimento nacional só cresceu 1,7% (considerando o mesmo deflator usado para o PIB), devido à nossa elevada dívida externa, que desvia muitos recursos para o exterior.
- Nas previsões do Banco de Portugal as alterações principais referem-se aos saldos externos. Enquanto anteriormente, estes mantinham-se inalterados, ou até a subir em 2021, agora prevê-se uma deterioração desta conta em todos os anos considerados. Considerando, que o défice e a dívida externa foram a principal razão da necessidade de pedir auxílio à “troika”, é muito importante reiterar o nosso pedido de tomada de medidas para melhoria da competitividade externa.
- Devido à clara deterioração do ambiente externo, as perspectivas para Portugal estão agora piores e, assim, o Fórum para a Competitividade prevê que a economia desacelere para entre 1,3% e 1,6% em 2019.
- Apesar da diminuição da taxa de desemprego para um novo mínimo desde Agosto de 2002, o mercado de trabalho continua a arrefecer. A variação homóloga do emprego teve, após valores superiores a 3% em 2017, uma desaceleração sucessiva no início de 2018, valores abaixo de 2% a partir do 4º trimestre do ano passado, 1,5% em Janeiro e 1,3% em Fevereiro.
- É evidente que o valor de um único mês é muito insuficiente para retirar conclusões, mas a deterioração do défice externo em Janeiro não é uma boa notícia.
- Entre 2016 e 2018, em termos acumulados, houve uma clara divergência da produtividade portuguesa em relação à média da UE (baixou 0,4%, enquanto na média da UE houve um crescimento de 2,5%). Crescer menos do que estes 2,5% seria mau, mas ter uma queda neste indicador é péssimo.
- Constatamos que entre 2015 e 2018 o défice nominal reduziu-se em 3 p.p.. Contudo, um conjunto de fatores “temporários” representam mais de metade deste esforço de consolidação orçamental. Despesa rígida financiada com receita cíclica. Os mesmos erros do passado repetidos novamente. Voltará a não dar um bom resultado seguramente.

ÍNDICE

1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

Indicador de recessão nos EUA? _____	5
Desaceleração forçada _____	6

2. CONJUNTURA NACIONAL

Rendimento nacional cresceu menos do que o PIB _____	6
Previsões do Banco de Portugal _____	7
Desaceleração do PIB _____	8
Desemprego baixa _____	9
Défice externo a agravar-se _____	9
Défice de 2018 _____	10

3. TEMAS EXTRA

Divergência com a UE _____	12
Salários e PIB _____	14
Reduzir a taxa natural de desemprego _____	15

4. MERCADOS FINANCEIROS _____ 16

5. AGENDA _____ 19



- Taxas de longo prazo mais baixas do que as de curto prazo poderiam sinalizar uma recessão

1. CONJUNTURA INTERNACIONAL

Pedro Braz Teixeira ¹

INDICADOR DE RECESSÃO NOS EUA?

A curva de rendimentos, ou seja, a sucessão de taxas de juro entre os prazos mais curtos e mais longos tem, habitualmente, uma inclinação positiva, isto é, as taxas de curto prazo são geralmente mais baixas do que as de longo prazo. Nos EUA, quando se dá a chamada inversão da curva de rendimentos, em que se passa o oposto, é geralmente considerado como um indicador avançado de uma recessão (na Europa, esta ligação não existe). No entanto, se todas as recessões são precedidas daquela inversão, nem todas as inversões acabam por ser seguidas por uma recessão.

Nas últimas semanas, houve o que se considerou uma inversão da curva de rendimentos, mas não nos prazos entre 2 e 10 anos, aqueles que são considerados decisivos. No entanto, como a curva está quase horizontal, é muito fácil assistir à sua inversão nos próximos tempos. Uma coisa é certa: os investidores estão nervosos e este é um tema que deverá ser acompanhado de perto.

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



- A desaceleração da zona euro já é mais forte do que seria a evolução natural do ciclo económico

- Rendimento nacional só cresceu 1,7%

DESACELERAÇÃO FORÇADA

Até ao final do ano passado, havia a confiança de que 2019 seria um ano de desaceleração da economia, em linha com a evolução natural do ciclo económico, em que a diminuição da taxa de desemprego para o seu nível natural levaria a economia a abrandar até à sua tendência de médio prazo.

Neste momento, com as novas previsões para a zona euro (1,0% segundo a OCDE e 1,1 de acordo com o BCE) estamos em presença de uma desaceleração claramente mais pronunciada do que o normal. E isto acontece, quando ainda estamos apenas em Março e ainda nenhum dos grandes riscos do ano se materializou: guerra comercial, Brexit, eleições europeias, etc.

Ou seja, é muito provável que haja novas revisões em baixa das estimativas de crescimento para o conjunto do ano.

2. CONJUNTURA NACIONAL

RENDIMENTO NACIONAL CRESCEU MENOS DO QUE O PIB

Em 2018, o PIB cresceu 2,1%, mas o rendimento nacional só cresceu 1,7% (considerando o mesmo deflator usado para o PIB), devido à nossa elevada dívida externa, que desvia muitos recursos para o exterior.

Esta é uma evolução que tem acontecido de forma frequente, o que fez que o rendimento nacional tivesse baixado de 100,8% do PIB em 1995, para apenas 97,5% do PIB em 2018.



- Saldo externo a deteriorar-se todos os anos

- Reiteramos o nosso pedido de tomada de medidas para melhoria da nossa competitividade externa

PREVISÕES DO BANCO DE PORTUGAL

O Banco de Portugal reviu as suas previsões, com uma ligeiríssima alteração no PIB de 2019, revisto uma décima em baixa, para 1,7%. Prevê um maior crescimento do consumo privado, mas também do investimento, com ligeira revisão em baixa das exportações, conduzindo a uma queda do saldo externo, que deverá passar a negativo nos anos seguintes.

Previsões do Banco de Portugal

	2018	2019	2020	2021
PIB	2,1	1,7	1,7	1,6
Consumo privado	2,5	2,7	1,9	1,6
Consumo público	0,8	0,3	0,2	0,2
Investimento	4,4	6,8	5,8	5,2
Exportações	3,7	3,8	3,7	3,6
Importações	4,9	6,3	4,7	4,1
Saldo externo (% PIB)	1,0	0,2	-0,2	-0,4
Taxa de desemprego	7,0	6,1	5,5	5,2
Inflação	1,2	0,8	1,2	1,3

Esta será porventura, a maior alteração face ao cenário anterior. Enquanto anteriormente, os saldos externos mantinham-se inalterados, ou até a subir em 2021, agora prevê-se uma deterioração desta conta em todos os anos considerados. Considerando, que o défice e a dívida externa foram a principal razão da necessidade de pedir auxílio à “troika”, é muito importante sublinhar isto e reiterar o nosso pedido de tomada de medidas para melhoria da nossa competitividade externa.



- Economia deve desacelerar, de 2,1% em 2018, para entre 1,3% e 1,6% em 2019

DESACELERAÇÃO DO PIB

Com a clara deterioração do ambiente externo, as perspectivas para Portugal estão agora piores e já se torna mais difícil antecipar uma recuperação do mau desempenho das exportações no 4º trimestre de 2018.

Assim, prevemos que a economia desacelere, de 2,1% em 2018, para entre 1,3% e 1,6% em 2019. É possível que o crescimento seja ainda algumas décimas acima da média da UE, mas isso não corresponderá a qualquer tipo de convergência se, como até aqui, a produtividade continuar a divergir, como detalhamos no primeiro Tema Extra deste mês.

<https://observador.pt/2019/03/26/354-do-pib-carga-fiscal-atingiu-novo-maximo-historico-em-2018/>

<https://www.tsf.pt/economia/interior/novo-banco-vai-ao-bolso-dos-contribuintes-o-alerta-e-do-conselho-das-financas-publicas-10678452.html?fbclid=IwAR0C29hFJSntgouETWeqSsGIbCz0l9xjDIItTNznT9FUWW5AUXmA0VcdM6U>

<https://jornaleconomico.sapo.pt/noticias/ocde-indice-composito-para-portugal-cai-em-janeiro-para-minimo-desde-marco-de-2013-420645>



- A taxa de desemprego passou finalmente barreira dos 6,5%

- Défice externo quase duplica

DESEMPREGO BAIXA

A taxa de desemprego estava com uma grande dificuldade em cair abaixo dos 6,5% e no mês de Fevereiro a taxa (provisória) foi de 6,3%. No entanto, isto deveu-se sobretudo à diminuição de 0,3% da população activa, já que o emprego também caiu (0,1%).

A variação homóloga do emprego é uma variável mais confiável para medir o que se está a passar. Em 2017, tivemos valores superiores a 3%, uma desaceleração sucessiva no início de 2018, valores abaixo de 2% a partir do 4º trimestre do ano passado, 1,5% em Janeiro e 1,3% em Fevereiro. Ou seja, apesar da diminuição da taxa de desemprego para um novo mínimo desde Agosto de 2002, o mercado de trabalho continua a arrefecer.

DÉFICE EXTERNO A AGRAVAR-SE

É evidente que o valor de um único mês é muito insuficiente para retirar conclusões, mas a deterioração do défice externo (balanças corrente e de capital), de 456 milhões de euros em Janeiro de 2018 para 700 milhões no mês homólogo deste ano, não é uma boa notícia.

Vem, aliás, em linha com o que já vínhamos avisado, de que em 2019 poderíamos deixar de ter saldos externos positivos.



**- Sem Novo Banco,
défice seria de 0,1% do
PIB**

**- 2/3 do crescimento do
PIB foram “capturados”
como receita do Estado**

DÉFICE DE 2018

Joaquim Miranda Sarmiento ²

No âmbito da 1ª notificação do Procedimento dos Défices Excessivos (PDE) (no passado dia 26 de março), foi divulgado pelo INE que o défice em contas nacionais (isto é, na ótica relevante para o reporte ao Eurostat e a Bruxelas) de 2018 ficou em 0.5% PIB (a 2ª notificação, que pode rever este valor do défice para 2018, será divulgado no final de setembro³), sendo que a dívida pública ficou em 121.5% do PIB.

O défice ficou assim em 913 M€, sendo que sem o Novo Banco o valor seria de 120 M€ (o que significa um valor abaixo de 0.1% - na prática um equilíbrio orçamental nominal).

Sem “one-offs” o défice de 2017 tinha ficado em 0.9% do PIB. Isso significa que entre 2017 e 2018 houve uma redução do défice nominal de 0.8 p.p. Para isso contribuiu um aumento de 4.6 mil M€ na receita das AP´s (de 83.1 mil M€ para 87.7 mil M€).

Refira-se que o PIB nominal aumentou entre 2017 e 2018 cerca de 7.2 mil M€, o que significa que 2/3 do crescimento do PIB foram “capturados” como receita do Estado. Não havendo nenhum efeito “extraordinário” nas receitas (por exemplo algum tipo

² ISEG, Universidade de Lisboa.

³ As revisões de défice entre notificações do PDE ocorrem com alguma frequência, embora por regra de variação muito limitada. Contudo, pode não ser o caso do valor a ser apurado em setembro, dado que como refere o próprio INE, esta notificação tem como referência a base 2011 das Contas Nacionais. A próxima (a enviar em setembro de 2019 ao Eurostat) será efetuada tendo como referência uma nova base das Contas Nacionais Portuguesas (base 2016), em preparação. Entre as alterações com a implementação da nova base, incluem-se as relativas à delimitação setorial que, de acordo com a informação disponível, apontam para um pequeno efeito positivo sobre o saldo das AP em 2018.



- O investimento público ainda está abaixo do valor de 2015

- Fatores “temporários” representam mais de metade deste esforço de consolidação orçamental

de venda de ativos não financeiros, ou como antes da revisão do SEC 2010, em 2014, que se contabilizava como receita do ano a incorporação de fundos de pensões na Segurança Social), mostra bem a “voracidade” com que o Estado precisa de receitas.

Estes 4.6 mil M€ a mais de receita vieram do aumento da receita com impostos diretos no valor de 1.2 mil M€, no aumento da receita com impostos indiretos (+1.8 mil M€), das receitas de contribuições (+1.2 mil M€) e do aumento de outra receita corrente e de capital (+400 M€).

O aumento de receita em 4.6 mil M€ no ano de 2018 há que somar a redução de despesa com juros (-500 M€), dando assim uma “margem orçamental” de 5 mil M€.

A despesa corrente primária aumentou no ano de 2018 cerca de 2.5 mil M€. Esse aumento resultou de mais despesas com pessoal (+ 450 M€), mais consumos intermédios (+400 M€) e mais 1.1 mil M€ de prestações sociais. A outra despesa corrente e os subsídios (UE, com contrapartida do lado da receita) aumentaram cerca de 500 M€. O investimento público aumentou 400 M€, embora ainda esteja abaixo do valor de 2015. Em 2015 o investimento público foi de 4 mil M€ (valor agora atingido em 2018), mas representando 2.3% PIB (sendo que em 2018 representa cerca de 2% PIB).

Desta forma, constatamos que entre 2015 e 2018 o défice nominal reduziu-se em 3 p.p.. Contudo, um conjunto de fatores “temporários” representam mais de metade deste esforço de consolidação orçamental. A saber:

- Redução de despesa com juros entre 2015 e 2018: 0.7 p.p. do PIB
- Efeito dos dividendos e do IRC do Banco de Portugal (BdP): 0.4 p.p.
- Redução do investimento público: 0.3 p.p. do PIB
- Aumento do efeito das cativações: 0.2 p.p. do PIB

Total: 1.6 p.p do PIB



**- Despesa rígida
financiada com receita
cíclica**

Entre 2015 e 2018 a receita fiscal e contributiva subiu 9.3 mil M€. A receita dos dividendos e IRC do BdP representa cerca de mil M€. A redução dos juros representa 1.5 mil M€. Tudo somado, um “dividendo orçamental” de quase 12 mil M€.

Mas apenas uma redução do défice em 4.5 mil M€. Em simultâneo um aumento da despesa corrente primária em 5 mil M€.

Despesa rígida financiada com receita cíclica. Os mesmos erros do passado repetidos novamente. Voltará a não dar um bom resultado seguramente.

3. TEMAS EXTRA

Pedro Braz Teixeira

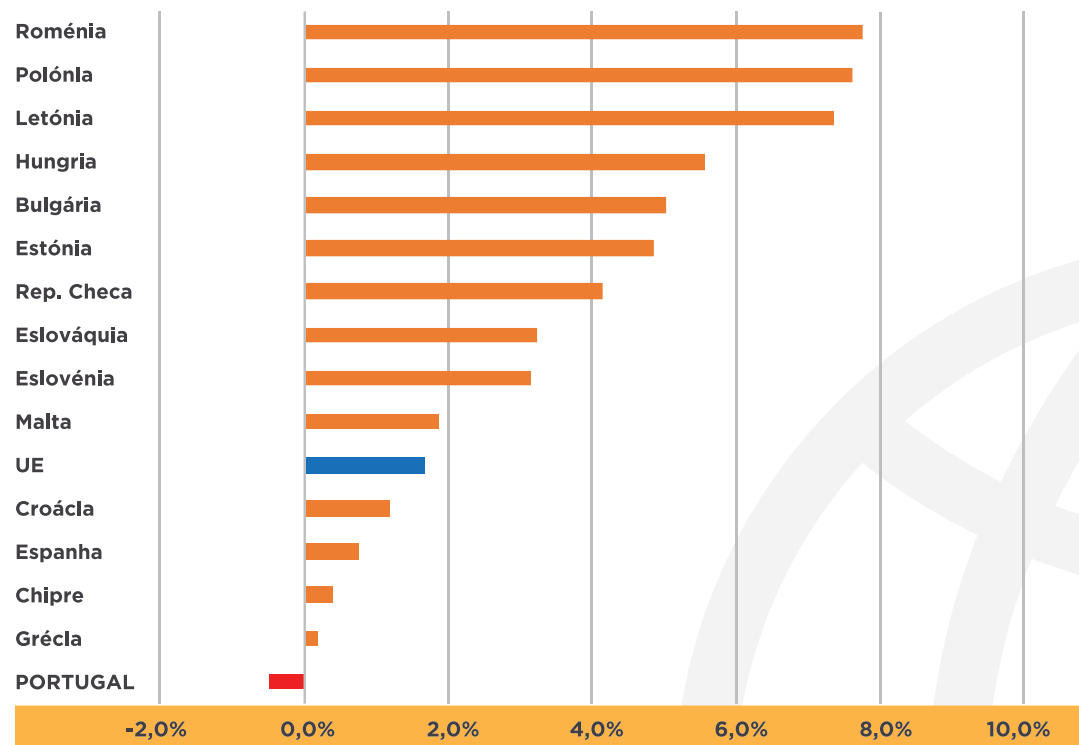
DIVERGÊNCIA COM A UE

Não pode haver equívocos quanto à evolução recente da economia portuguesa. Apesar de ter crescido duas décimas acima da média da UE em 2018, Portugal viu a sua produtividade cair, divergindo da média da UE.



- Só em Portugal a produtividade caiu

Variação acumulada da produtividade, 2017-2018



Fonte: INE, Ameco

Mas esta evolução não foi um movimento fortuito, antes a continuação de uma tendência. Entre 2017 e 2018, em termos acumulados, a produtividade baixou 0,5%, enquanto na média da UE houve um crescimento de 1,7%. Crescer menos do que estes 1,7% seria mau, mas ter uma queda neste indicador é péssimo.

Enquanto não se assumir - politicamente - que temos este problema, não serão tomadas medidas para o resolver.



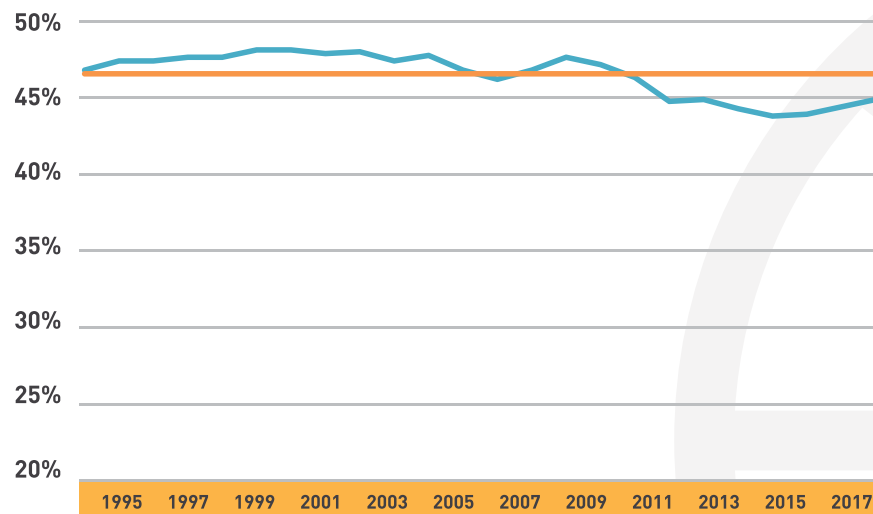
- Em média, a massa salarial representa 47% do PIB

- A descida da massa salarial deve-se ao aumento de impostos

SALÁRIOS E PIB

A massa salarial apresenta uma relação muito estável com o PIB, sendo que nos últimos quase 25 anos flutuou entre um máximo de 48,2% do PIB e um mínimo de 43,7%, com uma média de 46,5%. Em 2018, apresentou um valor 44,9%, um pouco abaixo da média.

Massa salarial (% do PIB)



Fonte: INE, cálculos do autor

No quinquénio 1995-1999, a massa salarial representava 47,5% do PIB e baixou 3,3% do PIB para 44,2% do PIB no quinquénio 2014-2018. A principal razão para esta evolução foi o aumento dos impostos (líquidos de subsídios), que foi de 3,5% do PIB.



- A melhor forma de aumentar os salários é fomentar o crescimento do PIB

- Todos os atrasos do Estado são obstáculos ao crescimento da produtividade

- Estamos na conjuntura ideal para diminuir a taxa natural de desemprego

É inteiramente compreensível que os trabalhadores e os seus representantes não gostem que, neste momento, os salários, em percentagem do PIB, estejam um pouco abaixo da média, mas é muitíssimo mais importante perceber que a melhor forma de aumentar os salários é fomentar o crescimento do PIB. Até porque beneficiam directamente com isso, como também porque um PIB maior permite baixar impostos.

Como já vimos anteriormente, se Portugal tivesse crescido como Espanha desde 2000, o nosso PIB poderia ser 22% superior ao que é hoje, ou seja, a massa salarial também poderia ser 22% superior ao que é. Mas não basta aumentar o PIB, é também preciso que cresça com qualidade, com melhoria da produtividade.

Já expusemos aqui, com detalhe, as nossas propostas para o aumento da produtividade, mas relembramos que todos os atrasos do Estado são obstáculos ao crescimento da produtividade: os atrasos nos licenciamentos e na burocracia, os atrasos nos pagamentos a fornecedores, os atrasos na justiça e todos os restantes.

REDUZIR A TAXA NATURAL DE DESEMPREGO

Com a actual taxa de desemprego (6,3%) ao nível das estimativas da taxa natural de desemprego (entre 6% e 7%), não faz qualquer sentido tentar diminuir o desemprego com promoção da procura, sendo imperioso tomar medidas para diminuir a própria taxa natural de desemprego.

Dado que a razão principal para esta ser tão elevada (na Alemanha é muito menor, compatível com uma taxa de desemprego de 3,2% actualmente) é o desencontro entre qualificações dos desempregados e as pedidas pelas empresas, é aqui que se devem concentrar os esforços.



- Fiscalizar melhor o trabalho não declarado

- Reserva Federal não deverá subir as taxas em 2019

É necessário rever a forma como se faz a formação profissional, sendo necessário promovê-lo dentro das empresas, que são quem mais sabe o que lhes faz falta.

Têm vindo a público alguns exemplos de más práticas e de descontrolo dos serviços administrativos do Ministério da Segurança Social. No caso da segurança privada, o desinteresse, talvez por falta de informação e de organização interna, permite que a ausência de fiscalização promova uma fuga aos pagamentos em sede de TSU, que pode representar cerca de 30 milhões de euros/ano em receitas e deixa de contribuir para a criação de 4000 postos de trabalho.

A enfermidade do Trabalho Não Declarado será transversal a outros sectores de actividade de mãos de obra intensiva, mas não se compreende que um Sector tão regulado e com tantas exigências de reporte de informação às autoridades não esteja no domínio das acções inspectivas.

4. MERCADOS FINANCEIROS

Com as perspectivas moderadas para a economia americana, a Reserva Federal não deverá subir as taxas de referência durante todo o ano de 2019 e talvez só uma em 2020.

Taxas de juro a 10 anos (nível)

País	30-Jun-18	31-Dez-18	31-Jan-19	28-Fev-19	31-Mar-19
EUA	2,86	2,68	2,63	2,72	2,41
ALEMANHA	0,30	0,24	0,15	0,18	-0,07

Fonte: Bloomberg



- Libra imperturbada

Os Bunds reforçaram a uma posição de activo de refúgio e regressaram a valores negativos.

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

País	30-Jun-18	31-Dez-18	31-Jan-19	28-Fev-19	31-Mar-19
ESPAÑA	102	117	105	99	117
ITÁLIA	238	250	244	257	256
PORTUGAL	149	148	147	129	132

Fonte: Bloomberg

A falta de clareza sobre o Brexit tem permitido que a cotação da libra siga sem perturbações de maior.

Taxas de câmbio (nível)

Moedas	30-Jun-18	31-Dez-18	31-Jan-19	28-Fev-19	31-Mar-19
EUR/USD	1,168	1,145	1,145	1.138	1.122
CAD/USD	0,761	0,734	0,761	0.760	0.749
GBP/USD	1,321	1,275	1,312	1,327	1.304

Fonte: Bloomberg

A deterioração das perspectivas económicas deveria ter feito descer os preços do petróleo, mas a Venezuela impediu que isso acontecesse.



- Recuperação dos mercados accionistas

Matérias primas (nível)

Matéria-prima	30-Jun-18	31-Dez-18	31-Jan-19	28-Fev-19	31-Mar-19
Brent	79,4	53,8	61,9	66,0	68,4
Gás Natural	2,9	2,9	2,8	2,8	2,7
Ouro	1 253,2	1 282,5	1 321,2	1 313,3	1 292,3

Fonte: Bloomberg

A recuperação nos mercados accionistas americanos foi, desta feita, liderada pelas empresas tecnológicas, que tinham sofrido muito anteriormente.

Mercados bolsistas (taxas de variação)

Moedas	30-Jun-18	31-Dez-18	31-Jan-19	28-Fev-19	31-Mar-19
Dow Jones	-0,6%	-8,7%	7,2%	3,7%	0,0%
S&P 500	0,5%	-9,2%	7,9%	3,0%	1,8%
NASDAQ 100	1,0%	-8,9%	9,1%	2,8%	4,0%
STOXX 600	-0,8%	-5,5%	6,2%	3,9%	1,7%
STOXX 50	-0,3%	-5,4%	5,3%	4,4%	1,6%
FTSE 100	-0,5%	-3,6%	3,6%	1,5%	2,9%
DAX	-2,4%	-6,2%	5,8%	2,7%	0,2%
CAC40	-1,4%	-5,5%	5,5%	5,0%	2,1%
MIB	-0,7%	-4,5%	7,7%	5,4%	4,2%
IBEX35	1,7%	-5,9%	6,1%	2,4%	-0,4%
PSI20	1,1%	-3,7%	8,4%	1,1%	0,4%

Fonte: Bloomberg



5. AGENDA

Data	Evento	Expectativa/observações
9-Abr	Vol. Negócios Indústria (Fev)	
9-Abr	Comércio Internacional (Fev)	
10-Abr	Reunião BCE	manutenção das taxas
10-Abr	Produção Construção (Fev)	
10-Abr	Inflação (Mar)	
11-Abr	Vol. Negócios Serviços (Fev)	
15-Abr	Actividade turística (Fev)	
28-Abr	Eleições legislativas em Espanha	
29-Abr	Inquéritos de Conjuntura (Abr)	
29-Abr	Estimativas Mensais de Emprego e Desemprego (Mar)	
30-Abr	Inflação – Estimativa Rápida (Abr)	
30-Abr	Produção Industrial (Mar)	
30-Abr	Vol. Negócios Comércio a Retalho (Mar)	
1-Mai	Reserva Federal dos EUA	manutenção das taxas
8-Mai	1º Workshop Exportadoras Outstanding, organizado pelo Forum para a Competitividade. Vantagens comparativas das empresas exportadoras com base nacional	
26-Mai	Eleições europeias	

ESTA NOTA DE CONJUNTURA TEM O APOIO DE:



ORDEM
DOS
ENGENHEIROS