

Brexit – Que impactos para Portugal?

Julho 2016

Paula Gonçalves Carvalho

A decisão de saída do Reino Unido da União Europeia terá certamente consequências directas e indirectas, tanto para Portugal, como para cada um dos países da UE e também a nível global. Todavia, a maior parte destas consequências são nesta altura impossíveis de quantificar, na medida em que dependem de questões de ordem política, do tempo e da forma como se desenrolar o processo e as negociações com a União Europeia e, finalmente, do modelo adoptado na relação futura entre os dois blocos económicos. Não vamos pois, especular neste domínio. Ainda assim, apesar de ser imprevisível o desfecho, parece estar assegurado pelo menos um período de instabilidade nos mercados financeiros e aumento da incerteza, com impacto negativo no crescimento global, e em particular, no Reino Unido. Ainda que esse impacto possa ser minimizado pela atitude pró-activa e atempada dos principais bancos centrais.

Relativamente a Portugal podemos, pelo menos, quantificar a exposição e vulnerabilidade da economia nacional na eventualidade de se concretizarem cenários mais extremos (aos quais atribuímos pouca probabilidade). Desta forma, é importante ter presente a relevância do Reino Unido enquanto parceiro comercial, fonte de investimento directo estrangeiro, destino de emigração e origem de receitas relevantes no sector do Turismo. O que não significa que cada uma destas áreas venha, efectivamente, a ressentir-se. Por enquanto, está sim assegurado um período de maior incerteza e aversão ao risco, com impacto visível nos custos de financiamento externos. Esta envolvente económica e financeira externa mais adversa aliada à acumulação de sinais que sugeriam abrandamento da actividade económica, justificam a decisão de ligeiro ajustamento em baixa da nossa previsão de crescimento do PIB, para 1.3% e 1.5% respectivamente em 2016 e 2017.

□ Crescimento global deverá ressentir-se ...mas sem recessão à vista

Para já, os contornos dos acontecimentos políticos no Reino Unido, onde se perspectivam algumas rupturas e realinhamentos, e a necessidade de implementação de processos complexos do ponto de vista da reorganização e alteração de (possivelmente quase) toda a arquitectura legislativa, aliados a alguma perturbação que se instalou nos meios empresariais, deverão assegurar algum arrefecimento económico na região. Dadas as relações directas e indirectas com os restantes estados membros da UE, e face ao peso do Reino Unido na economia global e na UE em particular, parece estar também assegurado, por esta via, um impacto negativo no crescimento económico global e da própria União Europeia, sobretudo em 2017 e anos seguintes.

Não cremos, contudo, que este seja um evento com consequências semelhantes às da crise financeira de 2007-08, dada a sua origem e também pela resposta atempada das autoridades monetárias à volatilidade e instabilidade nos mercados financeiros. Contudo, **a incerteza é inimiga do crescimento. Num ambiente de dúvidas e incertezas acrescidas face ao futuro, os agentes económicos tendem a agir de forma mais cautelosa, adiando consumos e investimentos.** Uma envolvente que nos mercados financeiros habitualmente se caracteriza pelo aumento do grau de aversão ao risco; isto é, os investidores desconfiam dos activos mais vulneráveis e exigem um maior prémio de risco, ou seja, um reforço da remuneração. A contrapartida é o aumento da procura por activos percepcionados como sendo mais seguros, a designada fuga para a qualidade. (Numa nota anexa elaboramos sob o impacto dos resultados do referendo no RU a este nível.)

Tendo em conta este enquadramento, **o impacto do resultado do referendo no Reino Unido no resto do mundo surge potenciado pelo facto de a economia global atravessar um período de crescimento anormalmente baixo e produtividade reduzida, estando em curso alterações estruturais importantes – no modelo de crescimento da China, por exemplo – e decorrendo a recomposição de balanços em algumas regiões e sectores onde os níveis de endividamento permanecem elevados, e em simultâneo, as políticas económicas (sobretudo a política monetária) operam no limiar de actuação.** Só assim se compreende que a decisão de saída do Reino Unido da UE possa vir a ter impacto, por exemplo, na agenda de política monetária da Reserva Federal; ou que se reflecta na revisão no sentido da baixa do cenário de crescimento esperado nos principais blocos económicos mundiais.

□ A envolvente de maior aversão ao risco perspectiva-se como o factor mais penalizador para Portugal

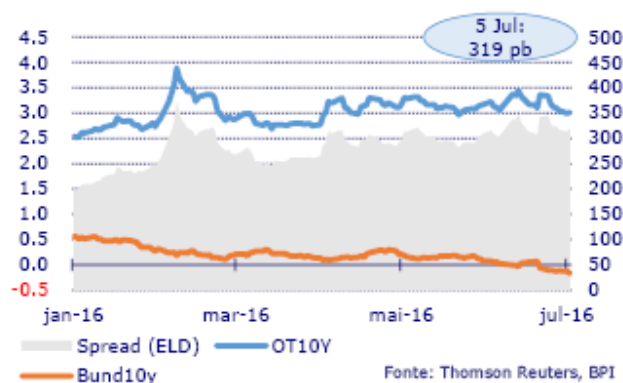
Como já referimos, uma das consequências mais imediatas, na sequência do resultado do referendo, tornou-se evidente no comportamento dos mercados financeiros internacionais, que registaram aumentos de volatilidade e de aversão ao risco. Perante o súbito aumento da incerteza, registou-se procura por investimento e aplicações de refúgio em activos considerados de qualidade, levando ao alargamento dos prémios de risco dos activos percepcionados como mais vulneráveis, entre os quais os títulos de dívida pública portuguesa. O alargamento

do prémio de risco, que vem acontecendo desde há alguns meses de forma algo sistemática – o *spread* das OT's de 10 anos situava-se em cerca de 250 pontos base no início do ano e actualmente supera 300 p.b. – apresenta uma tendência de consolidação em valores relativamente elevados nos dias que se seguiram ao referendo no Reino Unido.

Na prática, este movimento significa um aumento do custo potencial de financiamento do Estado: o custo de emissão de dívida com maturidade de 10 anos, avaliado aos níveis do mercado secundário, tem-se situado entre os 2.9% e os 3.5% desde meados de Junho, que compara com custo de financiamento negativo no caso da Alemanha, para o mesmo prazo. É certo que a existência de uma almofada financeira confortável – suficiente para fazer face às necessidades de cerca de 1 ano, segundo o Ministro das Finanças – minora este impacto, na medida em que, se o Tesouro português não necessitar de ir ao mercado para se financiar, o custo da dívida em mercado secundário não se reflectirá no agravamento dos encargos, logo, nas contas públicas. Todavia, esta é uma postura que não poderá ser mantida por muito tempo, dadas as exigências de presença regular num mercado que é bastante líquido e competitivo.

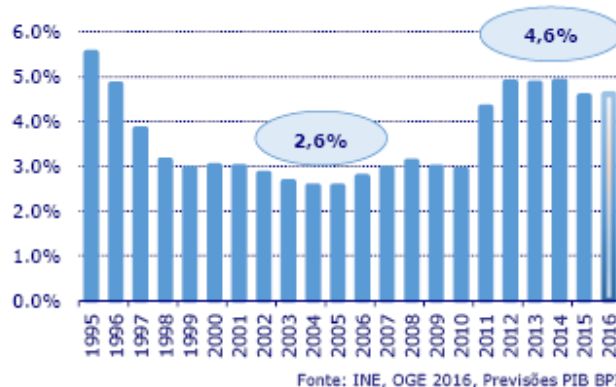
A reacção da YTM da OT 10 anos e respectivo *spread* ilustram vulnerabilidade

(%, pontos base)



Encargos com a Dívida Pública

(% do PIB)



Neste contexto recordamos que, segundo a última nota divulgada aos investidores pelo IGCP no início de Julho, Portugal regista necessidades de financiamento na ordem de 23 mil milhões de euros (MME) em 2016 (excluindo o *roll-over* de Bilhetes do Tesouro), cerca de 12% do PIB, dos quais 6.6 MME respeitam ao pagamento antecipado de empréstimos ao FMI. **Acresce referir que à data de execução da referida nota, o financiamento já executado ascendia a 14.9 MME, cerca de 91% do total necessário para o ano** (excluindo o pagamento antecipado ao FMI de 6.6 MME, os quais assumimos que podem ser eventualmente reescalados em caso de necessidade). **Finalmente, assinala-se uma almofada financeira adicional (que em Dezembro era de 6.6 MME) em depósitos do Tesouro (e que excluem depósitos que funcionam como colateral).** A curto prazo, a situação parece estar pois controlada.

Em contrapartida, nos próximos dois anos, as maturidades previstas de títulos de dívida pública de médio e longo prazo – OT's e reembolsos antecipados ao FMI, maioritariamente – ascendem respectivamente em 2017 e 2018 a 9.4 e 11.8 MME (ver tabela), valores aos quais importa acrescentar o défice público (saldo do sector Estado, em sede de contabilidade pública) esperado nos respectivos anos (em 2016 ascende a 6.1 MME), ao que acresce a rubrica relativa à Aquisição líquida de Outros activos Financeiros¹ por forma a obter as necessidades brutas de financiamento.

¹ Esta rubrica aparentemente, para 2016, não incorpora a possibilidade de haver necessidade de recapitalização da CGD. Todavia, este efeito poderá ser eventualmente compensado pela decisão de adiar a totalidade ou parte dos reembolsos ao FMI, pelo que as necessidades líquidas de financiamento estimadas poderão não sofrer ajustamento significativo.

Necessidades de Financiamento do Estado

Mil Milhões de Euros

	2015	2016E	2017P	2018P	2019P	2020P
1. Necessidades Líquidas de Financiamento (*)	11.8	6.4	6.1	4.5	4.8	2.8
2. Reembolsos	32.2	24.2	22.1	22.5	24.4	24.9
Bilhetes do Tesouro (***) - roll-over	15.0	14.2	14.2	14.2	14.2	14.2
Obrigações do Tesouro	8.8	8.0	7.9	8.3	10.2	10.7
FMI, reembolsos realizados	8.4	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0
FMI, reembolsos a executar	0.0	6.6	1.5	3.5	0.5	1.5
p.m. PAEF, reembolsos de acordo maturidade original	0.0	0.0	0.0	1.8	4.8	4.8
3. Necessidades de Financiamento Brutas (1+2)	44.0	30.6	28.2	27.0	29.2	27.7
Em % do PIB	24.5%	16.6%	14.9%	13.7%	14.3%	13.1%
Disponibilidade de depósitos no final do ano	6.6	6.5	6.5	5.5	4.5	4.5

Fonte: IGCP, Bloomberg, BPI

Notas: (*) - Em 2016 não deverá considerar a possibilidade de capitalização da CGD, pelo que a rubrica Outras aquisições líquidas de activos financeiros poderá exceder as estimativas oficiais. Em 2017 e seguintes o valor respeitante ao défice da AP reflecte o objectivo para o saldo org. inscrito no Prog. de Estabilidade, pelo que também deverá estar sub-estimado. Os valores correctos deveriam reflectir o saldo esperado em contabilidade pública do sector Estado (em 2016 as diferenças entre estas duas rubricas estimam-se em cerca de 2.3 MME); (***) - 2016 e seguintes: Saldo vivo de BT's no final de Jun. 2016, segundo informação do IGCP.

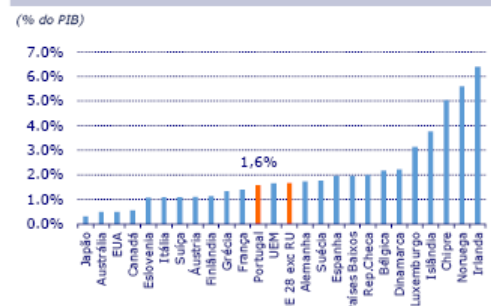
Em resumo, apesar da situação confortável no imediato, conclui-se que a exposição ou vulnerabilidade da economia portuguesa a eventuais aumentos da aversão ao risco, como o movimento que se verifica desde o referendo no Reino Unido, vai continuar a médio prazo. De referir ainda que a factura dos juros da dívida pesa já cerca de 4.7% do PIB (compara com uma média de 2.6% na década de 2000), ilustrando o peso significativo dos encargos com a dívida e a necessidade de assegurar que a trajetória de redução do stock da Dívida Pública se consolide no futuro.

□ **Mas há que contar também com a exposição via comércio externo, receitas do turismo, investimento directo e emigração, entre outros**

O Reino Unido é um parceiro histórico de Portugal, pelo que as relações comerciais são significativas. Tendo em conta a informação estatística relativa à Balança Corrente e as diversas principais sub-rubricas (ver tabela em anexo), **verifica-se que, em termos agregados, as relações externas bilaterais entre Portugal e o Reino Unido são favoráveis a Portugal:** o saldo total da balança corrente relativa ao ano de 2015 cifrou-se em 813 milhões de euros, dos quais 3.7 mil milhões de euros (MME) reflectiram as transacções efectuadas com o RU (incluindo as transacções de Bens, Serviços, Rendimentos primários e Secundários). Observa-se ainda que **o contributo é particularmente relevante na Balança de Serviços:** o saldo total (excedentário) cifrou-se em 12.3 MME dos quais cerca de 18% reflectiram a balança de serviços com o RU. Neste capítulo salientam-se os serviços de Viagens e Turismo bilaterais, que geraram um excedente de 1.5 MME em 2015, pouco menos de metade de todo o saldo da Balança Corrente portuguesa, facto que evidencia a relevância das receitas provenientes do RU.

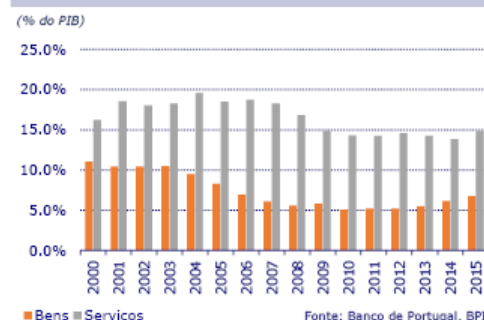
A relação comercial externa, favorável a Portugal (exporta mais do que importa), significa que o país é relativamente mais sensível a um eventual abrandamento da economia britânica por comparação com uma situação em que houvesse uma relação deficitária. Todavia, no conjunto das economias da OCDE, e considerando as exportações directas e indirectas, através de outros países, (ou seja, considerando a origem do valor acrescentado que é consumido no RU), a exposição de Portugal respeitante ao ano de 2011 era relativamente modesta, surgindo as exportações para o RU calculadas desta forma com um peso de 1.6% do PIB nacional. Outras economias estão significativamente mais

Bens e Serviços exportados para o RU (por origem de valor acrescentado), peso no PIB respectivo, 2011



Fonte: OCDE, Trade in Value Added (TIVA) database, BPI calc

Bens e Serviços exportados para o RU, peso nas exportações totais



Fonte: Banco de Portugal, BPI

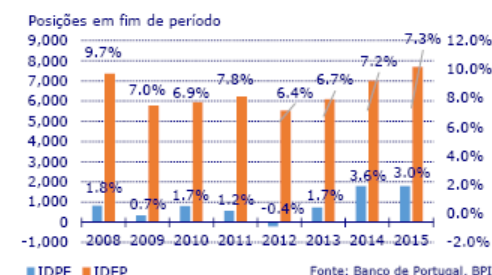
vulneráveis, designadamente a Irlanda, Noruega ou Islândia. Repare-se, contudo, que esta é uma medida que no caso português subestima a avaliação do grau de exposição da economia portuguesa ao cenário de um arrefecimento mais acentuado no RU; por um lado, porque o grau de abertura ao exterior aumentou de forma significativa desde 2011 (o peso das exportações no PIB excede actualmente os 40% face a cerca de 35% em 2011); por outro lado, porque o posicionamento

do RU como parceiro comercial, destino de exportações de bens e serviços, também se tem vindo a reforçar nos últimos anos. De facto, como se comprova pela análise do gráfico respectivo, em 2011 o RU absorveu apenas cerca de 5% das exportações nacionais de bens, mínimo desde 2000, tendo esta proporção vindo a au- mentar ligeiramente nos últimos dois a três anos (em 2015, representavam 6.7% das exportações de bens e 14.8% das exportações de serviços).

Em termos de Investimento Directo, o Reino Unido é a terceira maior origem de IDE (em termos de stock), excluindo a Holanda e o Luxemburgo (que por razões de fiscalidade têm uma posição cimeira); em 2015 representava 7.3% do stock de IDE em Portugal, sendo esta presença crescente desde 2012 quando se fixava em 6.4%. Em valores absolutos o **IDEP com origem no Reino Unido ascendia a valores próximos de 7.5 MME no ano transacto.**

Investimento Directo de/para o Reino Unido (IDEP e IDPE)

(Milhões de euros; peso no total de Investimento Directo)


Investimento Directo

Milhões de Euros

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
IDPE - Investimento Directo de Portugal no Exterior								
Holanda	11,138	11,316	9,026	17,031	14,867	12,559	14,501	23,077
Espanha	7,267	7,301	6,145	5,542	5,463	7,181	8,864	9,676
Angola	2,125	1,710	2,598	3,325	3,977	3,571	3,956	4,053
Brasil	1,252	2,823	3,889	4,474	3,762	2,859	3,536	2,888
Luxemburgo	1,245	1,312	1,928	2,908	1,502	1,701	2,920	2,618
Reino Unido	826	337	805	558	-193	724	1,793	1,778
EUA	644	960	1,142	1,100	1,114	1,485	1,244	1,359
Itália	337	961	968	1,110	1,142	1,004	1,227	1,241
Polónia	733	851	1,626	981	1,201	1,807	2,020	1,238
Macau	417	130	396	412	622	498	802	942
França	245	350	337	341	-9	376	769	831
IDEP - Investimento Directo do Exterior em Portugal								
Holanda	10,103	14,710	16,781	16,864	22,628	24,756	24,005	26,149
Espanha	19,481	20,375	19,873	19,795	20,896	23,341	24,563	23,742
Luxemburgo	5,681	7,054	9,804	10,148	10,916	10,411	13,465	19,425
Reino Unido	7,355	5,774	5,937	6,233	5,529	6,082	7,007	7,694
França	4,552	4,918	4,580	4,565	4,470	4,618	5,282	5,151
Bélgica	729	773	958	1,046	811	2,746	2,079	2,382
Brasil	1,125	1,418	2,079	2,498	1,948	1,613	3,282	2,362
Alemanha	2,901	2,441	2,676	2,730	2,864	2,434	2,572	2,105
Angola	106	224	604	413	1,030	1,437	1,676	1,676
Suiça	530	670	430	1,243	1,364	1,322	1,677	1,632
EUA	1,144	1,331	1,539	1,348	1,611	1,279	1,402	1,628
China	2	4	3	4	9	142	879	1,216

Fonte: Banco de Portugal.

Quanto aos destinos de investimento directo português (IDPE), a posição do Reino Unido surge menos destacada, representando em 2015 apenas 3% do stock total de investimento directo de Portugal no exterior. Em valores absolutos, menos de 2 MME.

O Reino Unido destaca-se também como **destino preferencial de emigração** portuguesa e esta pode ser a realidade mais afectada na sequência dos resultados do referendo. Efectivamente, **segundo o Observatório da Emigração, desde 2011 o número de estrangeiros nascidos em Portugal a residir no Reino Unido aumentou cerca de 50% para 127 mil pessoas.** Mas este é provavelmente um número que subestima o número de emigrantes portugueses naquele país. Efectivamente, segundo os registos da segurança social do Reino Unido², o qual é essencial para quem pretenda exercer uma actividade profissional, o número de entradas de estrangeiros

² National Insurance Recording System (sistema de segurança social)

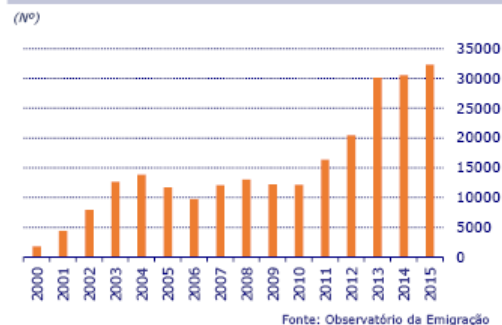
com nacionalidade portuguesa ultrapassou os 15 mil em 2011, situando-se nos últimos três anos em valores que excedem os 30 mil indivíduos/ano.

□ Conclusão

Esta breve avaliação das principais relações comerciais entre Portugal e o Reino Unido sugere que, existe, efectivamente, alguma vulnerabilidade da economia nacional caso o cenário económico/político se venha a degradar de forma mais séria em terras britânicas. Recordando as ideias principais, o RU é um destino importante das exportações de bens e serviços portugueses – 4º maior destino das exportações de bens; principal origem das receitas do sector de Turismo nacional (cerca de 17% em 2015), semelhante ao posicionamento de França³³; o saldo das relações bilaterais no âmbito da Balança Corrente é favorável a Portugal e determinante para a manutenção de um saldo externo superavitário global; é a terceira maior origem de Investimento Directo (excluindo Holanda e Luxemburgo) e um destino também importante de investimento para os empresários portugueses. Finalmente, tem sido destino privilegiado do fluxo de emigração portuguesa.

Todos estes factores comprovam o facto de Portugal registar exposição à economia britânica; i.e., não é indiferente para o cenário macroeconómico interno o estágio de evolução económica daquela região. Todavia, reforçamos a ideia de que tal não significa que as consequências deste referendo se traduzam num resultado desfavorável para Portugal. Não há dúvida que é mais um desafio, mas pode ser encarado como oportunidade. Por exemplo, caso se concretize um movimento de deslocalização de empresas do RU (designadamente do sector financeiro, mas eventualmente extensível a outros sectores), Portugal pode vir a afirmar-se como alternativa de localização, caso se consiga capitalizar em factores que se traduzem, na prática, em vantagens comparativas importantes: a centralidade geográfica no eixo Europa-América e África; o bom posicionamento comparativo internacional numa relação que equacione o custo e a qualidade da mão-de-obra especializada; a disponibilidade de redes de infra-estruturas viárias de qualidade; a rede de telecomunicações e comunicações digitais, considerada por empresários como factor importante; para além de factores como a segurança e a qualidade de vida. Recordamos que Portugal é o 23º país onde é mais fácil fazer negócio (num universo de 189 países), segundo o índice *Doing Business* de 2016 elaborado pelo Banco Mundial, situando-se melhor posicionado que a média dos países da OCDE e numa posição cimeira comparativamente a França, Espanha ou Itália. O que significa que existem condições para capitalizar, no caso de um pior cenário no RU; há que garantir que essas condições se traduzam em possibilidades reais de atracção de IDE gerador de valor acrescentado e de emprego.

Registos de estrangeiros com nacionalidade portuguesa na Segurança Social do RU



³ Ver artigo Turismo nacional, incluído em "Mercados Financeiros de Julho de 2016.

Esta publicação destina-se exclusivamente a circulação privada. A informação nela contida foi obtida de fontes consideradas fiáveis, mas a sua precisão não pode ser totalmente garantida. As recomendações destinam-se exclusivamente a uso interno, podendo ser alteradas sem aviso prévio. As opiniões expressas são da inteira responsabilidade dos seus autores, reflectindo apenas os seus pontos de vista e podendo não coincidir com a posição do BPI nos mercados referidos. O BPI, ou qualquer afiliada, na pessoa dos seus colaboradores, não se responsabiliza por qualquer perda, directa ou potencial, resultante da utilização desta publicação ou seus conteúdos. O BPI e seus colaboradores poderão deter posições em qualquer activo mencionado nesta publicação. A reprodução de parte ou totalidade desta publicação é permitida, sujeita a indicação da fonte. Por opção própria, os autores não escrevem segundo o novo Acordo Ortográfico. Os números são apresentados na versão anglo-saxónica, ou seja, utilizando a vírgula como separador de milhares e o ponto como separador decimal e utilizando a designação de “milhar de milhão” para 10^9 .

BANCO BPI S.A.

Rua Tenente Valadim, 284 4100 – 476 PORTO
Telef.: (351) 22 207 50 00 Telefax: (351) 22 207 58 88

Largo Jean Monnet, 1 – 9º 1269-067 LISBOA
Telef.: (351) 21 724 17 00 Telefax: (351) 21 353 56 94