

## ANÁLISE ECONÓMICA

# Portugal: A economia crescerá cerca do 2% em 2015

Miguel Jiménez / Agustín García / Diego Torres / Massimo Trento

## A procura interna continuará a ser o principal motor de crescimento, apoiada pelo aumento da confiança dos agentes e dos baixos preços do petróleo

- O PIB cresceu 0,4% t/t no primeiro trimestre de 2015, mantendo o ritmo de crescimento do trimestre anterior (Gráfico 1), embora abaixo das nossas previsões de aceleração até 1% t/t (Consenso: 0,5% t/t). A composição do crescimento no início do ano ainda não foi publicada, mas os dados conhecidos apontam para que por trás desta estabilização do crescimento encontra-se um aumento da procura interna, embora o consumo privado e o investimento tenham crescido abaixo do previsto. Para além disso, os inventários teriam tido uma notável contribuição negativa, junto com uma contribuição praticamente nula das exportações líquidas.
- Ao longo do primeiro trimestre de 2015 registou-se uma estabilização a níveis altos das confianças (Gráfico 3), com o indicador de sentimento económico da Comissão Europeia (ESI) acima dos níveis prévios à crise. Os primeiros valores para 2T15 mostram uma forte retoma tanto no sector dos serviços, que recupera após um primeiro trimestre um pouco mais fraco, como no sector transformador, enquanto que a confiança dos consumidores abranda ligeiramente depois de cinco trimestres consecutivos de melhora.
- Estes bons dados reflectiram-se em parte nos indicadores de actividade: a produção industrial interrompeu a queda no 1T15 após dois trimestres de contracção, enquanto que, depois da notável redução ao longo dos três meses anteriores, as vendas retalhistas aumentaram 3% t/t (Gráficos 5 e 6). A nota negativa observa-se na evolução das exportações: após registar +4% t/t no 4T14, as vendas de bens ao exterior diminuíram 2,7% t/t no primeiro trimestre do ano, apesar da desvalorização do euro, mas em linha com um menor crescimento das encomendas industriais desde o exterior (Gráficos 7 e 8) e com uma desaceleração nos mercados emergentes, especialmente em Angola, economia muito afectada pela queda dos preços do petróleo.
- A tendência da redução da taxa de desemprego foi interrompida no 1T15, após sete trimestres de rápida descida. A criação de emprego foi moderada no 4T14 (0,7% a/a após 1,9% a/a), pelo que nos próximos meses esperamos uma estabilização ou uma redução mais lenta da taxa de desemprego (Gráfico 11), que em Março se situou em 13,5% da população activa. Por outro lado, a moderação dos custos laborais no sector empresarial observada nos últimos trimestres intensificou-se (-2,9% a/a no 4T14 após -1,2% a/a), especialmente na sua componente salarial (Gráfico 12), enquanto que no sector público se regista uma forte contracção devido a um efeito base de finais de 2013.

- Em Abril, a inflação global (IPCA) acelerou uma décima até 0,5% a/a, devido a um abrandamento da queda dos preços dos produtos energéticos e também ao aumento dos alimentos não manufacturados. Por outro lado, a significativa desaceleração da inflação nos serviços supõe uma moderação da inflação subjacente em duas décimas até ao 0,6% a/a em Abril (Gráficos 13 e 14).
- Para este segundo trimestre, os dados mais recentes sugerem que a economia poderia estar a crescer a um ritmo relativamente constante. Dos dois factores que proporciona o nosso modelo MICA-BBVA, um mais estável e um mais volátil, o factor mais estável aponta, com disponibilidade de dados ainda muito limitada, para um ritmo de crescimento de cerca de 0.5% t/t<sup>1</sup>.
- Esta estabilidade no ritmo de expansão da economia contrasta com a nossa previsão de uma retoma da actividade no início do ano, para se moderar significativamente no 2T15. No entanto, não supõe uma mudança significativa no nosso cenário. Esperamos um crescimento relativamente robusto e estável que deverá resultar num crescimento médio anual de cerca de 2% no conjunto do ano.
- No horizonte de previsão, os factores que subjazem à evolução dos vários componentes da procura continuam a ser positivos. A confiança das famílias e a baixa inflação deveriam impulsionar a recuperação do consumo privado, para crescer a um ritmo sólido perto de 0,5% t/t nos próximos trimestres. Como resultado, o consumo privado crescerá em 2015 cerca do 2%, abrandando ligeiramente em 2016 até ao 1,7%. Os fundamentais por trás do aumento do investimento, que se viram já em 2014, mantêm-se (melhora da procura doméstica e recuperação da procura externa, sobre tudo da zona euro, a par com a redução dos custos de financiamento e de uma melhora gradual do acesso ao crédito). A isto acresce menores custos de produção (ligados ao petróleo) e a melhora da confiança empresarial, o que deverá reflectir-se no aumento do investimento, que crescerá cerca do 3,9% em 2015 e que prevemos que acelere até 4,2% em 2016. Por sua vez, a melhora da procura doméstica continuará a ser suportada do aumento das importações (5,2% em 2015 e 4,8% em 2016), em paralelo com um maior incremento das vendas ao exterior (5,9% em 2015 e 5% em 2016) animadas pela taxa de câmbio favorável, pelo que as exportações líquidas deveriam ter uma contribuição ligeiramente positiva no horizonte da previsão. A única componente que continuará a contrair será o consumo público, sujeito ao processo de ajustamento fiscal (-0,8% em 2015), mas poderia aumentar ligeiramente em 2016 (0,4%). Contudo, estimamos que a economia crescerá cerca de 2% em 2015 e 2016. Existem, no entanto, baixos riscos para esta previsão, ligados principalmente a uma possível moderação da procura externa e, em especial, da consolidação da recuperação da zona euro, da qual continua muito dependente o sector exportador português e cuja evolução também é fundamental para reforçar a recuperação do investimento (Gráfico 9).
- A execução orçamental do primeiro trimestre mostra um saldo deficitário de 874 M€, acima dos 835 M€ no mesmo período do ano anterior. Este facto deve-se principalmente ao aumento em Fevereiro da despesa com juros e em infraestruturas (embora este último seja devido a uma questão de calendário), enquanto as receitas cresceram a menor ritmo. O governo previu para o ano de 2015 um défice orçamental do 2,7%, em linha com as nossas estimativas (Gráfico 18).

<sup>1</sup> O nosso modelo de curto prazo MICA-BBVA é um modelo factorial dinâmico que aproveita a informação dos indicadores de curto prazo para captar a componente cíclica comum que partilham com o PIB. O objectivo principal é proporcionar um indicador sintético mensal em tempo real da actividade económica. Dada a particular volatilidade das séries na economia portuguesa, o modelo inclui dois factores, um que recolhe a evolução da componente ciclo-tendência da actividade e outro que captura a volatilidade de alta frequência. O dado do PIB do primeiro trimestre (0,4% t/t) está muito mais em linha com a componente ciclo-tendência (0,7%) que com a soma de ambas as componentes (1%), pelo que utilizar somente essa componente parece ser o mais indicado para recolher a evolução tendencial da economia, e assim o reportaremos a partir de agora.

**Portugal**

**Contas nacionais: crescimento de 0,4% t/t no 1T15**

O PIB regista um crescimento de 0,4% t/t no 1T15, tal como no 4T14, devido principalmente ao aumento da procura interna. Para além disso, os inventários teriam tido uma notável contribuição negativa, junto com uma contribuição praticamente nula das exportações líquidas. O nosso modelo MICA BBVA, com muito poucos indicadores disponíveis para o 2T15, aponta para que a economia continuaria a avançar a um ritmo relativamente estável ou acelerando ligeiramente neste trimestre.

Gráfico 1  
**PIB (%t/t) e contribuição por componentes (pp)\***

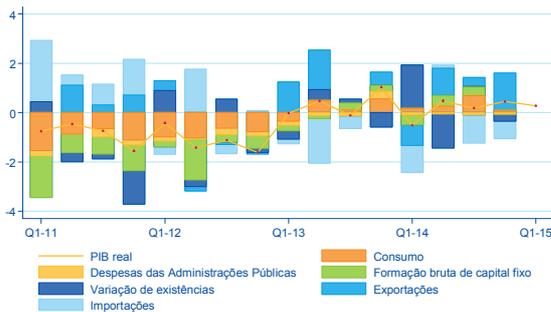
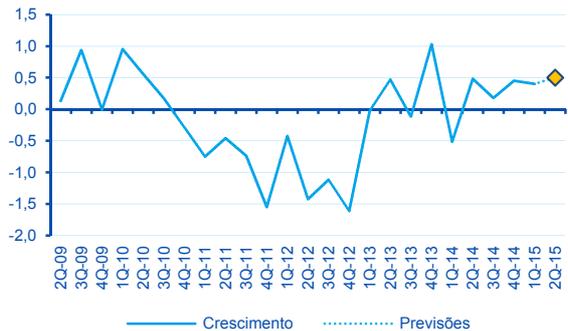


Gráfico 2  
**MICA-BBVA: Crescimento do PIB e previsões (%t/t)\***



**Confiança: o índice de sentimento económico melhora em Abril**

Segundo o ESI, a confiança empresarial volta a aumentar em Abril. A indústria continua com a sua evolução positiva, enquanto que nos serviços viu-se uma clara retoma na confiança, após o abrandamento no 4T14 e 1T15.

Gráfico 3  
**Confiança (ESI) e indicador coincidente de actividade\***

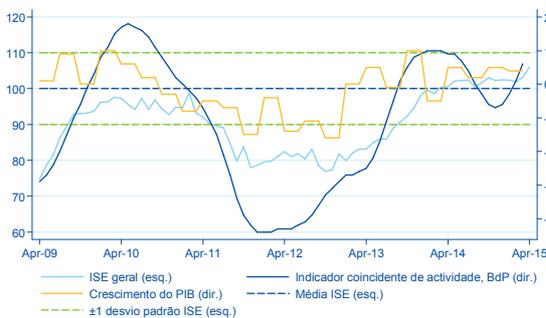
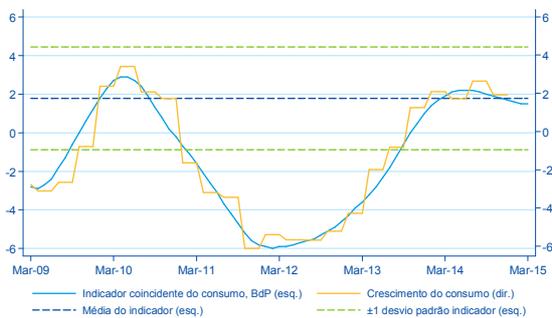


Gráfico 4  
**Indicador coincidente de consumo e consumo privado (%a/a)\***



**Actividade: produção industrial estável e retoma das vendas retalhistas no 1T15**

A produção industrial aumenta em Março (1,4% m/m) e continua estável em relação à média do 4T14, quando caiu 0,6% t/t. O comércio retalhista regista +3% relativamente ao trimestre anterior (-1,8% t/t no 4T14).

Gráfico 5  
**Produção industrial (%a/a) e confiança industrial\***

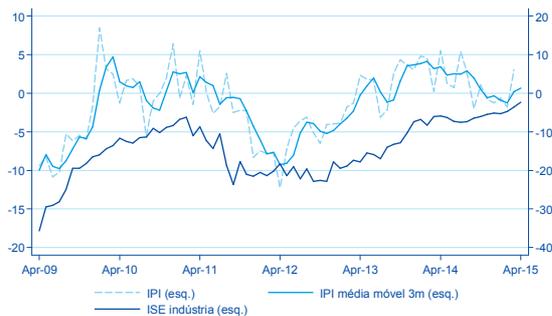


Gráfico 6  
**Vendas retalhistas (% a/a) e consumo privado (%t/t)\***



\* Fonte: HAVER e BBVA Research

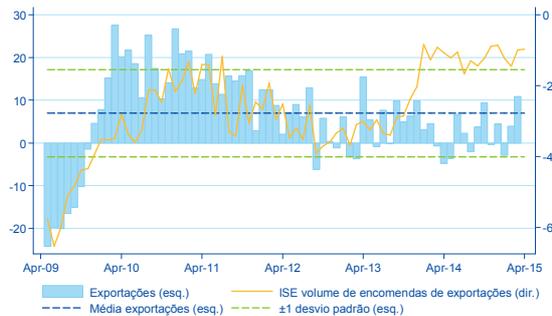
**Sector exterior: os dados da balança comercial e as encomendas industriais apontam para uma menor contribuição das exportações líquidas**

Apesar do notável aumento em Março, as exportações diminuíram (-2,7% t/t) relativamente à média do 4T14 devido à forte queda observada em Janeiro. Por outro lado, as importações também diminuíram relativamente ao 4T14 (-3,7% t/t)

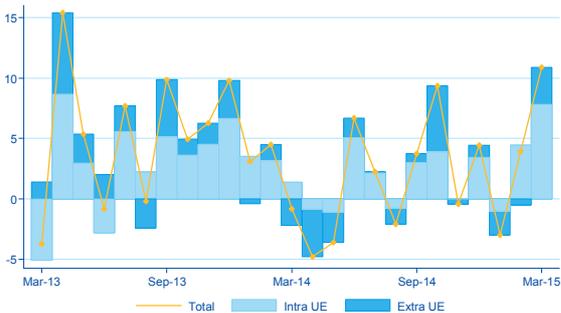
**Gráfico 7**  
**Exportações e importações (% a/a, MM3p)\***



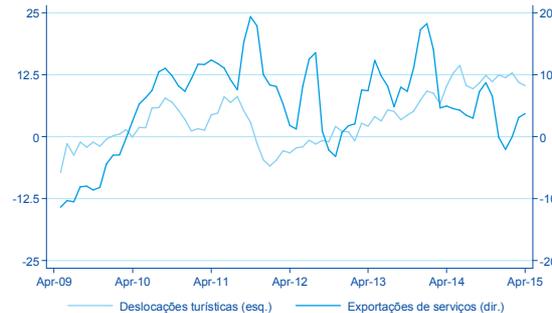
**Gráfico 8**  
**Exportações (% a/a) e encomendas de exportação\***



**Gráfico 9**  
**Comércio internacional por destino (% a/a, sa)\***



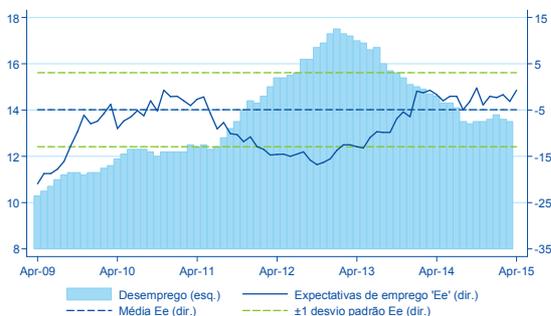
**Gráfico 10**  
**Turismo e exportação de serviços (% a/a, MM3p)\***



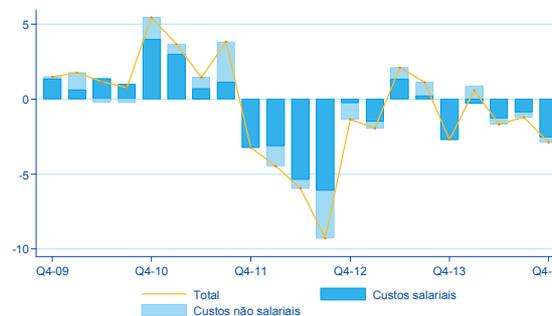
**Mercado laboral: interrompe-se a redução do desemprego**

Nos últimos meses observou-se uma estabilização da taxa de desemprego (13,5% em Março), com a criação de emprego moderando o seu ritmo de crescimento no 4T14 (0,7% a/a após 1,9% a/a). Os salários privados voltaram a diminuir (-2,9% a/a após -1,2% a/a no 3T14).

**Gráfico 11**  
**Taxa de desemprego (%) e expectativas de emprego\***



**Gráfico 12**  
**Custos laborais no sector empresarial (%a/a)\***



\* Fontes: HAVER e BBVA Research

**Preços: a inflação global aumenta em Abril, a inflação subjacente abranda**

A inflação global (IPCA) acelerou uma décima até 0,5% a/a, devido a uma mais moderada queda dos preços dos produtos energéticos. Por outro lado, o abrandamento da inflação nos serviços supõe uma moderação da inflação subjacente em duas décimas até 0,6% a/a em Abril.

Gráfico 13  
**Inflação, global e subjacente (%a/a)\***

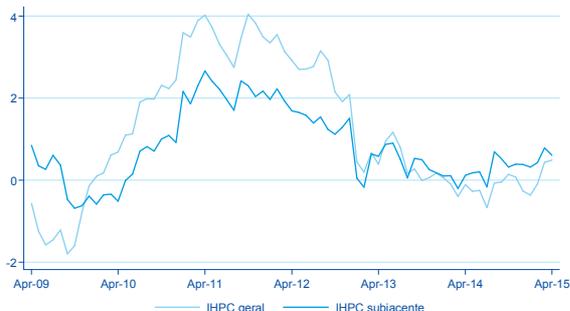
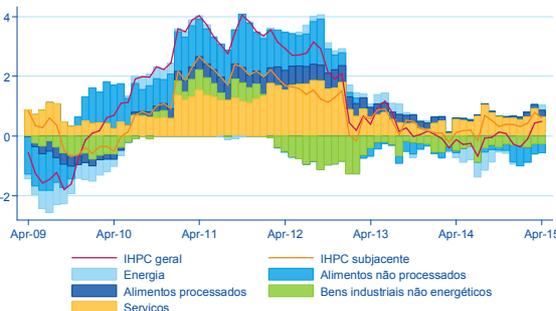


Gráfico 14  
**Inflação por componentes (contribuição em %)\***



**Sector público: aumentam as despesas no início do ano**

Os dados da execução orçamental de Março sinalizam um aumento das despesas superior ao das receitas. As estimativas do governo assinalam uma redução do défice no conjunto de 2015 até 2,7% del PIB, desde os 3,7% de 2014.

Gráfico 15  
**Despesas (comparação ano anterior)\***

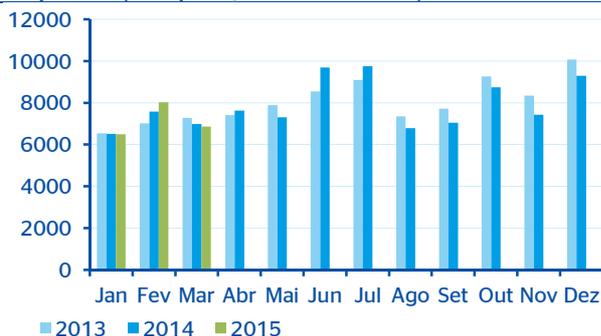


Gráfico 16  
**Receitas (comparação ano anterior)\***



Gráfico 17  
**Dívida pública e privada (% do PIB)**

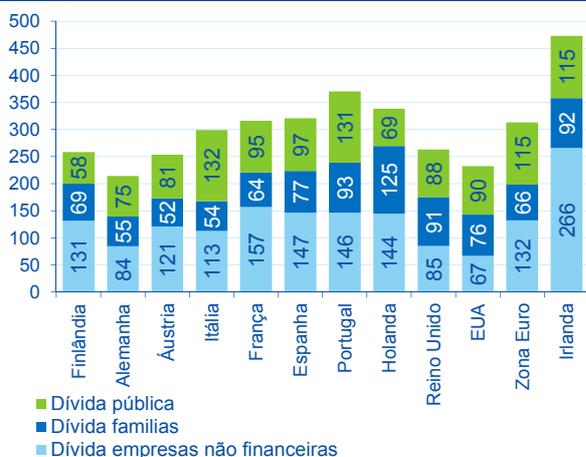
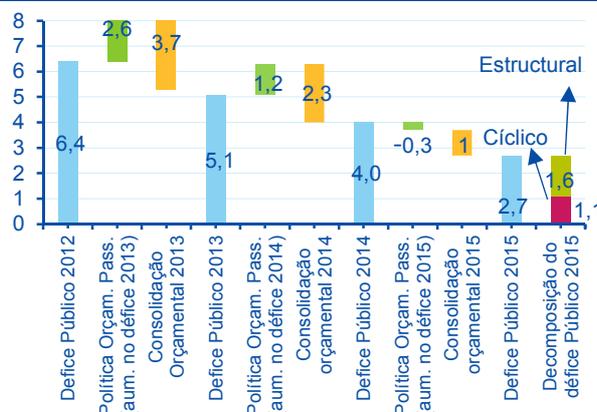


Gráfico 18  
**Decomposição do défice orçamental (cíclico e estrutural)\***



\* Fontes: HAVER e BBVA Research

**AVISO LEGAL**

O presente documento, elaborado pelo Departamento de BBVA Research, tem carácter divulgativo e contém dados, opiniões ou estimativas referidas à data do mesmo, de elaboração própria ou procedentes ou baseadas em fontes que consideramos fiáveis, sem que tenham sido objecto de verificação independente pelo BBVA. O BBVA, portanto, não oferece garantia, expressa ou implícita, relativamente à sua precisão, integridade ou correcção.

As estimativas que este documento pode conter foram realizadas conforme metodologias geralmente aceites e devem ser tomadas como tais, ou seja, como previsões ou projecções. A evolução histórica das variáveis económicas (positiva ou negativa) não garante uma evolução equivalente no futuro.

O conteúdo deste documento está sujeito a alterações sem aviso prévio em função, por exemplo, do contexto económico ou as flutuações do mercado. O BBVA não assume compromisso algum de actualizar o dito conteúdo ou comunicar essas alterações.

O BBVA não assume responsabilidade alguma por qualquer perda, directa ou indirecta, que possa resultar do uso deste documento ou do seu conteúdo.

Nem o presente documento, nem o seu conteúdo, constituem uma oferta, convite ou pedido para adquirir, desinvestir ou obter interesse algum em activos ou instrumentos financeiros, nem podem servir de base para nenhum contrato, compromisso ou decisão de nenhum tipo.

Especialmente no que se refere ao investimento em activos financeiros que possam estar relacionados com as variáveis económicas que este documento pode desenvolver, os leitores devem estar conscientes de que em caso algum devem tomar este documento como base para a tomada de decisões de investimento e que as pessoas ou entidades que potencialmente lhes possam oferecer produtos de investimento serão obrigadas legalmente a fornecer toda a informação de que precisem para tomar esta decisão.

O conteúdo do presente documento está protegido pela legislação de propriedade intelectual. Fica expressamente proibida a sua reprodução, transformação, distribuição, comunicação pública, disponibilização, extracção, reutilização, reenvio ou utilização de qualquer natureza, por qualquer meio ou procedimento, excepto nos casos em que esteja legalmente permitido ou seja autorizado expressamente pelo BBVA.