

## ANÁLISE ECONÓMICA

# Portugal: ritmo de crescimento da economia estabiliza

Miguel Jiménez / Agustín García / Diego Torres / Massimo Trento / Josep Amer

**O modelo MICA-BBVA prevê um crescimento de 0,4% para o terceiro trimestre, similar ao valor do segundo trimestre publicado em Agosto, que foi algo pior do que previmos. O crescimento em 2015 ficará abaixo de 2%. A procura interna continuará a ser o principal motor de crescimento, enquanto enfraquece o apoio da procura externa**

- O PIB cresceu 0,4% t/t no segundo trimestre de 2015, mantendo o ritmo de crescimento dos dois trimestres anteriores (Gráfico 1), se bem que um pouco abaixo das nossas previsões de uma ligeira aceleração até aos 0,6% t/t (Consenso: 0,5% t/t). A composição do crescimento revela que, por detrás desta estabilização, se encontra um considerável aumento do consumo interno, especialmente privado mas também público, enquanto o investimento se contrai depois de quatro trimestres com sinal positivo (lastrado principalmente pela construção, depois da retoma no 1T15), tendo tido as exportações líquidas um contributo negativo no crescimento, com o forte aumento das importações a anular a recuperação das vendas ao exterior.
- Durante o segundo trimestre de 2015 manteve-se a tendência de melhoria das *confianças* (Gráfico 3), com o indicador de sentimento económico da Comissão Europeia (ESI) acima de níveis anteriores à crise. Os primeiros valores para o 3T15 mostram um aumento da confiança tanto no sector dos serviços, que continua a recuperar depois de um primeiro trimestre débil, como a dos consumidores, enquanto que o sector transformador abranda ligeiramente depois de três trimestres consecutivos de recuperação, ainda que se mantenha acima da sua média histórica.
- Estes dados estão a influenciar os indicadores de actividade: a produção industrial diminui ligeiramente depois da recuperação no 2T15, enquanto as vendas no retalho estão a aumentar em relação ao trimestre passado, depois da redução verificada nos três meses anteriores (Gráficos 5 e 6). Embora não se disponha de dados da balança comercial para o terceiro trimestre, a diminuição das encomendas industriais do exterior poderia resultar numa moderação das exportações de bens, que no 2T15 cresceram 3,4% t/t, já que poderia revelar uma moderação da procura global. Por outro lado, é provável que as importações sofram uma correcção em baixa no 3T15, depois de registar um incremento de 9,4% t/t no trimestre anterior (Gráficos 7 e 8).
- A taxa de desemprego, cuja tendência de redução se tinha interrompido no 1T15 depois de sete trimestres de descida, voltou a diminuir notavelmente no 2T15, tendo-se situado em Julho em 12,1%, dois pontos menos que doze meses antes (Gráfico 11). A criação de emprego acelerou ligeiramente no 2T15 (1,7% a/a depois de 1,5% a/a), crescendo aproximadamente ao ritmo registado durante 2014. Por outro lado, os custos laborais no sector privado aumentaram menos que no trimestre anterior (0,8% a/a no 2T15 depois de 4,5% a/a), especialmente na sua componente salarial (1,2% a/a depois de 4,9% a/a), enquanto que no sector público os custos laborais reduziram 2% a/a (Gráfico 12). Em Julho, a inflação geral (IPCA) desacelerou uma décima até aos 0,7% a/a, devido à queda dos preços dos produtos energéticos e à moderação do ritmo de crescimento dos preços dos alimentos não transformados. Por outra parte, a inflação subjacente regista um aumento de 0,1pp em Julho até 0,7% a/a (Gráficos 13 e 14).

- Para o terceiro trimestre, ainda que a informação fiável seja limitada, o nosso modelo MICA-BBVA aponta para que a economia possa estar a crescer cerca de 0,4% t/t. Esta estabilidade no ritmo de expansão, juntamente com um crescimento algo menor que o previsto no 2T15, induz uma tendência de baixa no nosso cenário de previsões (veja-se [Europe Economic Outlook 3Q15](#)) de 0,3pp no crescimento anual para o conjunto de 2015, até cerca de 1,7%. Para 2016 mantemos a nossa previsão de crescimento de 2%.
- Para o horizonte de previsão, esperamos que os factores que subjazem à evolução das diferentes componentes da procura interna continuem positivos. A confiança das famílias, a baixa inflação e a melhoria do mercado de trabalho deveriam continuar a impulsionar a recuperação do consumo privado, que cresceria a ritmos sólidos tanto em 2015 como em 2016. Os *fundamentais* que sustentam o aumento do investimento - melhoria da procura interna, redução dos custos de financiamento e melhoria paulatina do acesso ao crédito – que se verificaram já em 2014, continuam robustos, ainda que algo mais débeis que há três meses, devido à moderação da procura global. Ainda assim, se a isto acrescentarmos menores custos de produção (devido ao preço do petróleo) e a confiança empresarial em níveis elevados, o investimento poderia registar um incremento notável este ano e no próximo. A melhoria da procura interna continuará a impulsionar as importações, a par de um incremento das exportações animadas por uma taxa de câmbio favorável; por esta razão, as exportações líquidas deveriam ter um contributo nulo ou ligeiramente negativo no horizonte de previsão, tal como o consumo público, que continua sujeito ao processo de consolidação orçamental.
- O deficit das Administrações Públicas até Julho de 2015 situou-se em torno de 3,2% do PIB (EUR - 5Mm) no acumulado anual, duas décimas menos que o registado no ano anterior, mas cinco décimas<sup>1</sup> acima do objectivo fixado para todo o ano de 2015 (Governo: 2,7%, BBVA: 2,6%). O desvio relativo ao orçamentado para 2015 deve-se principalmente ao facto de o crescimento das receitas efectivas estar a ser mais lento que o previsto (+0,1% a/a para a uma previsão de +1,4%). A queda das receitas não correntes (receitas de capital) estão drenando parte da boa evolução das receitas correntes (impostos e contribuições sociais), as quais estão praticamente em linha com as previsões oficiais (0,6% contra os 0,9% previstos). Por outra parte, a despesa efectiva acumulada até Julho de 2015 diminui mais lentamente que o previsto oficialmente (-0,8% a/a contra -1,2% a/a previsto nos orçamentos), influenciada pela evolução dos gastos com pessoal, que diminuem moderadamente (-0,6% contra -4,8% previsto). Prevê-se que se verifique uma reversão desta tendência nos últimos meses do ano devido ao efeito da decisão do Tribunal Constitucional sobre a reversão parcial da redução dos salários da função pública<sup>2</sup>. Assim, se esta tendência não reverter substancialmente na segunda metade do ano, Portugal poderá continuar sujeito ao procedimento de deficit excessivo ao não ser capaz de reduzir o seu deficit orçamental abaixo do limiar de 3%. Os nossos cálculos indicam que a probabilidade de alcançar o objectivo do deficit para este ano seja baixa, dado que o esforço orçamental necessário para o alcançar deverá ser maior do que o registado historicamente nos meses de Agosto-Dezembro. Sobretudo se incorporarmos o eventual efeito negativo resultante da impossibilidade de se chegar a um acordo aceitável na venda do *Novo Banco*.

1: Cabe destacar que existem receitas e despesas que afectam a comparabilidade dos dados acumulados a Julho por terem sido efectuados em períodos distintos nos dois anos. Se se incorporam estes dados e no segundo semestre não há uma melhoria substancial do perfil, o deficit poderia inclusivamente ser maior que 3,2% do PIB.

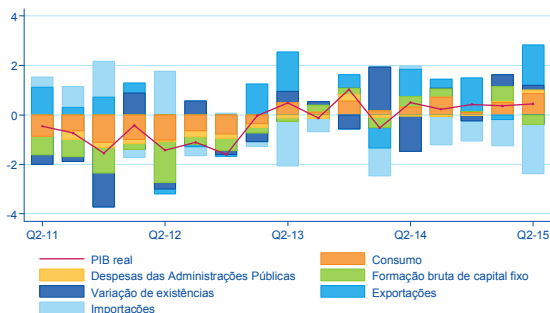
2: Em 2015 volta a aplicar-se, parcialmente, a redução dos salários dos funcionários públicos enquanto que em 2014 o Tribunal Constitucional suspendeu a sua aplicação a partir do mês de Junho.

**Portugal**

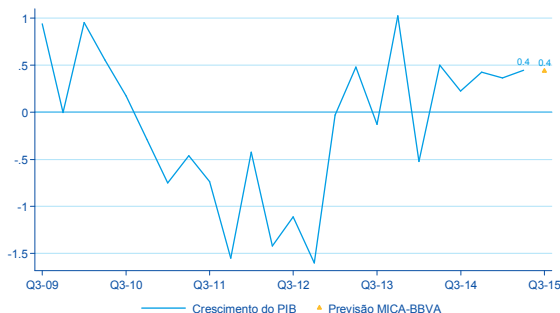
**Contas nacionais mantêm o crescimento de 0,4% t/t no 2T15**

No 2T15, o PIB regista um crescimento idêntico ao do trimestre anterior de 0,4% t/t, devido principalmente ao aumento da procura interna. Mesmo assim, as exportações líquidas terão tido uma contribuição negativa. O nosso modelo MICA BBVA, com muito poucos indicadores disponíveis para o 3T15, aponta para que a economia continue a avançar a um ritmo relativamente estável de 0,4% t/t.

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



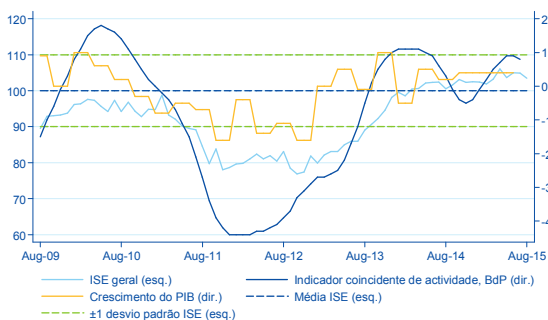
**Gráfico 2**  
**MICA-BBVA: Crescimento do PIB e previsões (%t/t)\***



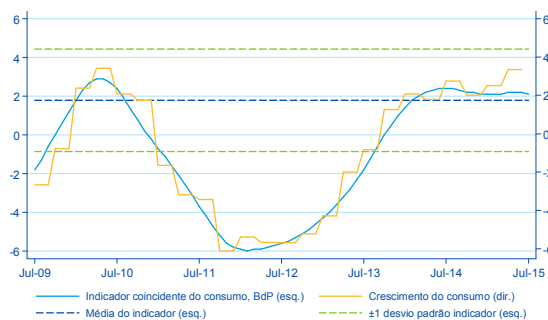
**Confiança: o índice de sentimento económico suaviza em Agosto**

Segundo o ESI, a confiança empresarial diminuiu em Agosto, ainda que se mantenha acima da sua média histórica. No 3T15, melhora a confiança das famílias e do sector dos serviços, enquanto que se modera na indústria

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



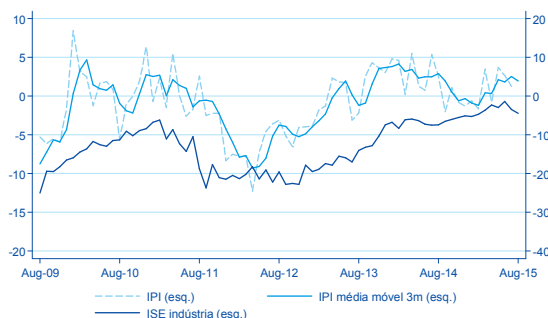
**Gráfico 4**  
**Indicador coincidente de consumo e consumo privado (%a/a)\***



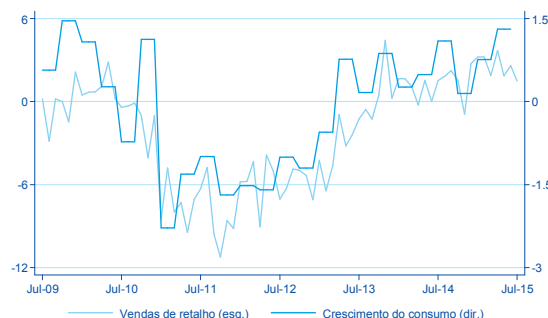
**Actividade: produção industrial estável e subida das vendas a retalho**

A produção industrial cresceu 0,1% m/m em Julho e estanca relativamente à média do 2T15, quando cresceu 2,9% t/t. Pela sua parte, o comércio a retalho regista um aumento de 1,1% m/m em Julho depois de uma queda de 1,5% t/t em 2T15.

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



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



\* Fonte: HAVER e BBVA Research

**Mercado externo: a menor procura global pode afectar as exportações de bens no 3T15**

Depois do notável incremento em Julho e apesar das quedas de Abril e Maio, as exportações aumentam (3,4% t/t) no 2T15 relativamente ao 1T15. Por outro lado, as importações podem diminuir depois do notável aumento no 2T15 (9,4% t/t).

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



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

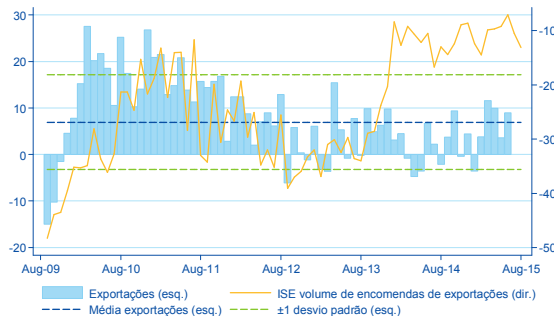


Gráfico 9  
**Comércio internacional por destino (% a/a, sa)\***

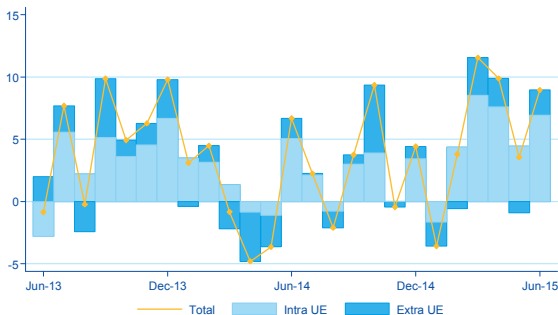
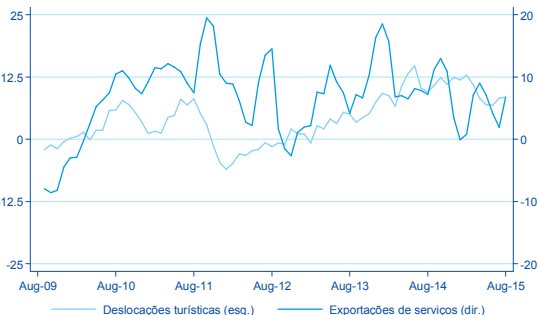


Gráfico 10  
**Turismo e exportação de serviços (% a/a, MM3p)\***



**Mercado laboral: continua a redução do desemprego**

Depois da notável diminuição da taxa de desemprego do 2T15 (12,5%), a taxa continuou a cair em Julho até 12,1%, graças a uma ligeira aceleração na criação de emprego (1,7% a/a depois de 1,5% a/a no 1T15). Os salários do sector privado continuam a aumentar a um menor ritmo no 2T15 (0,8% a/a depois de 4,5% a/a no 1T15).

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

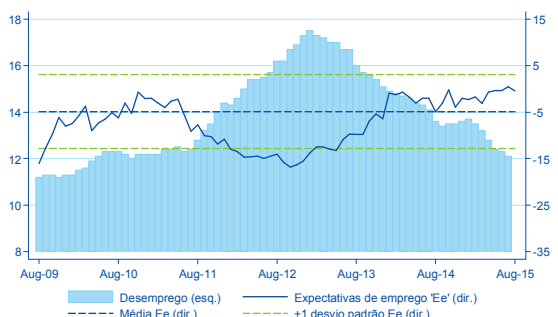
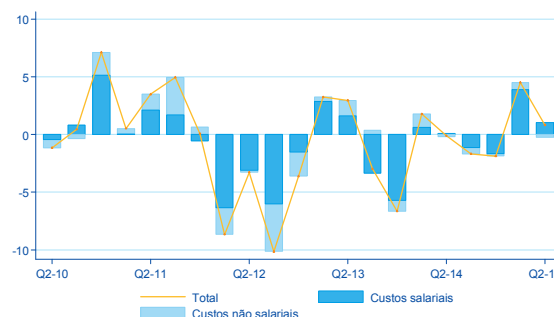


Gráfico 12  
**Custos laborais no sector empresarial (%a/a)\***



\* Fontes: HAVER e BBVA Research

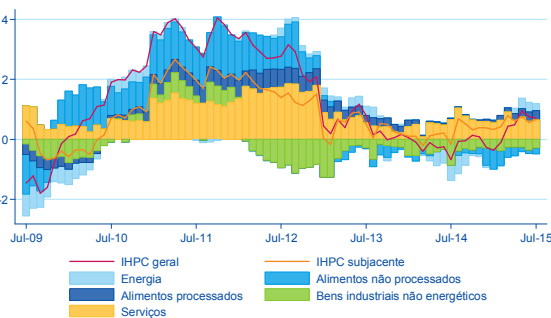
**Preços: a inflação geral modera em Julho, a subjacente sobe**

A inflação geral (IPCA) modera o seu ritmo de expansão em uma décima no mês de Julho, situando-se em 0,7% a/a, devido a uma moderação da queda dos preços dos produtos energéticos. A inflação subjacente aumenta 0,1pp até +0,7% a/a.

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



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



**Sector público: o deficit acumulado até Julho coloca riscos ao cumprimento do objectivo oficial de 2,7%**

O desvio com respeito ao orçamentado para 2015 deve-se principalmente a que o incremento das receitas efectivas e a redução das despesas com pessoal estejam a ser mais lentos que o previsto.

Gráfico 15  
**Gastos orçamentais (comparação ano anterior) \***

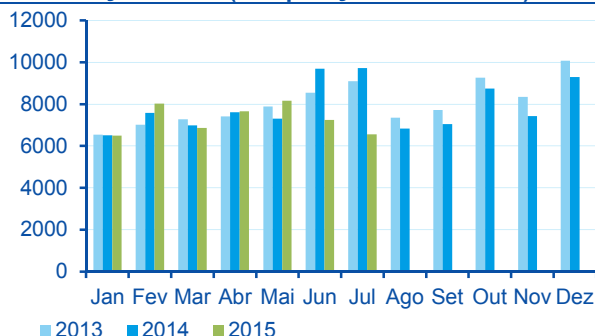


Gráfico 16  
**Receitas orçamentais (comparação ano anterior) \***

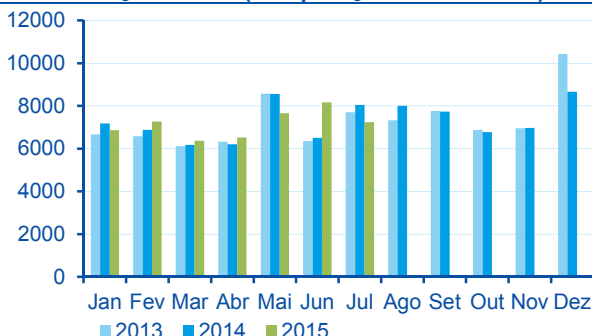


Gráfico 17  
**Dívida pública e privada (% do PIB)\***

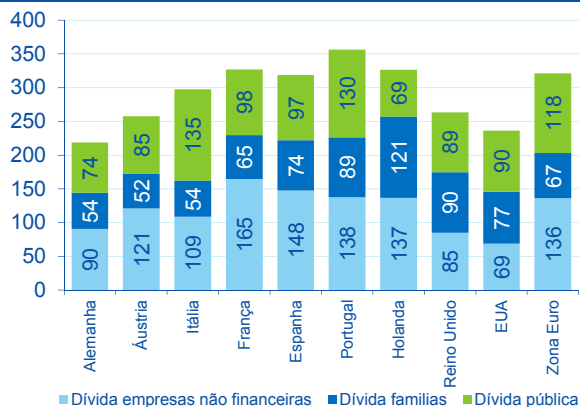
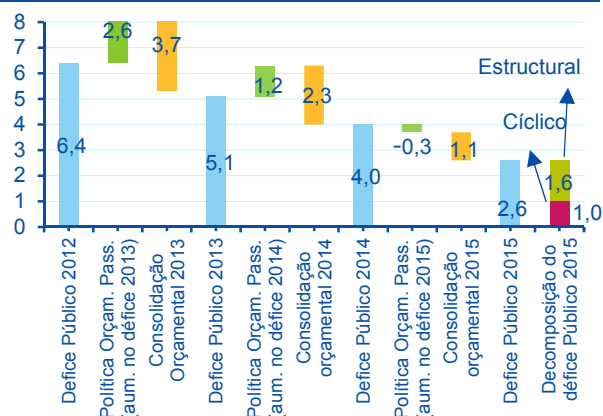


Gráfico 18  
**Decomposição do deficit orçamental (cíclico e estrutural) \***



\* 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.