

ANÁLISE ECONÓMICA

Portugal: mantém-se a previsão de uma recuperação moderada

Agustín García Serrador / Miguel Jiménez

A debilidade da recuperação estendeu-se ao início deste ano pela deterioração de alguns fatores externos. Apesar de um desempenho um pouco pior do que o esperado, mantemos inalterada a previsão de crescimento para 2016 e 2017 de 1,4% e 1,6%, respectivamente, devido a uma melhoria gradual da procura externa, a uma menor incerteza interna e às novas medidas do BCE

Evolução recente

- De acordo com os dados do INE, **o PIB cresceu 0,1% t/t no 1T16, abaixo do que prevíamos no nosso modelo de curto prazo** (MICA - BBVA: 0,3% t/t; Consenso: 0,4% t/t), **o que significa que se prolonga a debilidade de recuperação experimentada desde meados de 2015 até o início de 2016**. Embora não sejam conhecidos os resultados detalhados da composição do PIB, os dados disponíveis sugerem que **este débil crescimento vai continuar a ser apoiado pelo consumo privado, enquanto o investimento terá caído novamente**, arrastado pela incerteza interna e, sobretudo, pela queda **das exportações**.
- Apesar da queda registada em março, **as vendas a retalho recuperaram em janeiro e fevereiro**, situando-se um pouco acima dos 4% da média do 4T15 (altura em que caíram 2% t/t), o que representa taxas superiores às observadas no início de 2015, quando o consumo privado progrediu a uma taxa de quase 1% t/t. **Por outro lado, a produção industrial continua a não mostrar sinais claros de recuperação**, voltando a cair em março, depois de subir no início deste ano, sendo que no primeiro trimestre caiu cerca de 1% em relação ao 4T15. Aumentou a produção de bens de consumo ao mesmo tempo que retrocedeu novamente a de bens de capital e se estagnou na de bens intermediários. **Finalmente, os dados da balança comercial até fevereiro mostram uma intensificação na queda das exportações** a um ritmo um pouco mais elevado do que as importações, de modo que se pode ter reduzido a contribuição positiva (trimestral) das exportações líquidas para o crescimento.
- **Desde meados de 2015 observou-se um claro abrandamento do ritmo de melhoria no mercado de trabalho**, com a taxa de desemprego estabilizada à volta dos 12,3% (depois ter caído mais de 17% no início de 2013) **devido, principalmente, à estagnação do emprego** durante a segunda metade do ano. **A ligeira redução da taxa de desemprego em pouco mais de 0,1 pp para os 12,1 % no 1T16 deveu-se a uma nova redução da população ativa, mais do que ao aumento do emprego**. Esta melhoria mais gradual deve continuar nos próximos meses estimulada por um crescimento muito moderado. Ligeiramente mais preocupante é o **aumento dos custos unitários de trabalho em 2015** (1,6%, uma décima mais do que a zona euro), que poderá significar o fim dos ganhos na competitividade da economia portuguesa **num contexto de fraca procura global**.
- **O índice de sentimento económico** da Comissão Europeia manteve-se estável no 1T16, acima da média histórica e melhorou claramente em abril, impulsionado pela melhoria das expectativas no sector dos serviços e, em menor grau, na indústria, que continua a refletir as dúvidas numa melhoria das expectativas de encomendas do exterior.

- O nosso modelo de MICA - BBVA, ainda que com dados escassos para o segundo trimestre, estima que o crescimento do PIB poderia manter-se à volta de 0,4 % t/t no 2T16 .

Previsões sem alterações em 2016-2017

- Durante os últimos três meses, produziu-se um ligeiro agravamento de alguns dos fatores globais subjacentes ao crescimento, como o menor apoio dos preços das matérias-primas e um Euro mais apreciado, assim como a moderação da procura externa, embora os dados mais recentes sugeriram que os riscos de um acentuado abrandamento da procura global sejam limitados. **A nível interno, embora a incerteza em torno da política económica continue a ser significativa, reduziu-se depois da aprovação do OE para 2016 e da manutenção da notação da dívida soberana, pelo que deveria beneficiar das novas medidas do BCE** extraordinárias para impulsionar crédito e ajudar a mitigar os problemas associados ao sistema bancário. Por tudo isto, **mantemos a previsão de crescimento do PIB em 1,4% para 2016 e 1,6% para 2017**, o que representa um **crescimento modesto e relativamente estável, mas mais equilibrado**, com as exportações líquidas a dificultar muito menos a atividade, juntamente com uma moderação do contributo da procura interna (Quadro 1).
- **O consumo privado deverá perder força em 2016 e 2017, por um lado, devido aos impostos indiretos mais elevados e à recuperação esperada da inflação, mas também por uma melhoria muito mais moderada no mercado de trabalho.** No entanto, poderá continuar a crescer 1,7% em 2016 e 1,5% em 2017, devido às contínuas medidas de curto prazo para aumentar os rendimentos mais baixos e ao aumento do salário mínimo. **Também se espera um crescimento mais moderado do investimento em 2016** (2,1% depois de quase 4% em 2015), principalmente devido à queda significativa do investimento em máquinas e equipamentos no segundo semestre do ano passado e ainda à débil procura externa. **Para 2017, esperamos um impulso do investimento até quase 4%**, apoiado pela melhoria gradual do entorno global, e da zona euro em particular, assim como no mais fácil acesso às condições de financiamento. **O consumo público poderia moderar ligeiramente devido à política fiscal contractiva** depois das novas medidas propostas pelo governo. Foi anunciado um ajustamento orçamental de cerca de 0,3 pp do PIB, a par com uma melhoria cíclica e descontando os efeitos one-off (cerca de 1,2 pp em 2015), deveriam reduzir o défice para -2,2% do PIB em 2016. Atendendo ao nosso cenário de crescimento mais moderado do que o do governo, esperamos que o défice se situe à volta de -2,6% do PIB. Apesar de uma maior resistência do que outros países da zona do euro, as exportações vão sofrer uma menor procura global e crescer um pouco menos do que as importações, de modo que **as exportações líquidas poderiam subtrair algum crescimento em 2016-17, mas longe do que provocaram em 2014-15.**
- Os preços baixos do petróleo, juntamente com a moderação do consumo privado serão os principais responsáveis pela baixa inflação que prevemos, **em média de 0,5% para 2016, ligeiramente mais elevado do que na zona euro, devido ao aumento dos impostos indiretos**, e que aumentará para 1,3% em 2017.

Portugal

Contas nacionais: estende-se a debilidade da recuperação no 1T16 (0,1% t/t)

O débil crescimento poderá ter continuado a ser apoiado no consumo privado e público, enquanto as exportações caíram, também pesando sobre o investimento. O nosso modelo de MICA BBVA estima que o crescimento do PIB poderá ganhar algum impulso para 0,4% t / t no 2T16.

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

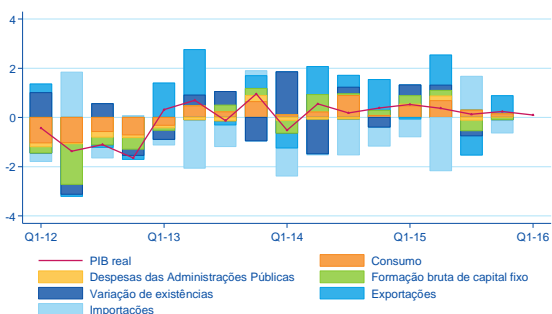
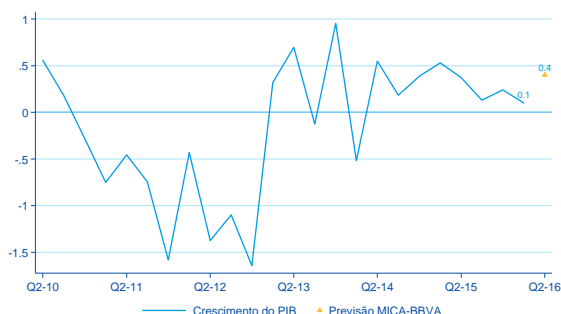


Gráfico 2
MICA-BBVA: crescimento do PIB e previsões (%t/t)*



Confiança: estável no 1T16 e clara melhoria em abril

Segundo o ESI, a confiança empresarial manteve-se estável no 1T16 acima da sua média histórica. A melhoria em abril foi impulsionada pelo sector dos serviços e contrasta com a deterioração da confiança industrial que se atribui a uma menor procura externa.

Gráfico 3
Confiança (ESI) e indicador coincidente de atividade*

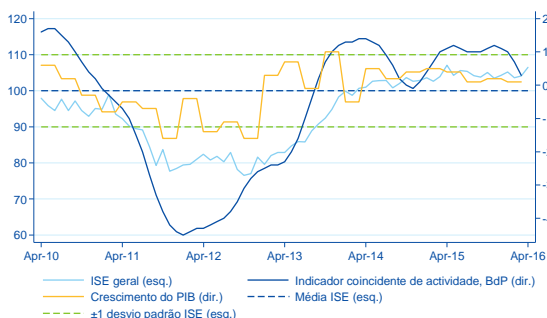
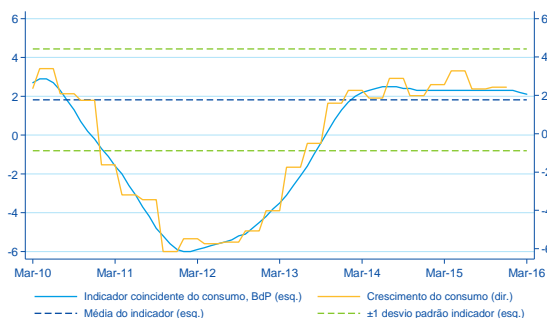


Gráfico 4
Indicador coincidente de consumo e consumo privado (%a/a)*



Atividade: recuperação das vendas a retalho, mas redução da produção industrial no 1T16

A produção industrial reduziu 1% t/t por comparação à média do 4T15, a pesar de aumentar em janeiro e fevereiro. Por oposição, as vendas a retalho aumentaram um pouco mais de 4% t/t no 1T16 e apontam para um crescimento robusto do consumo privado.

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

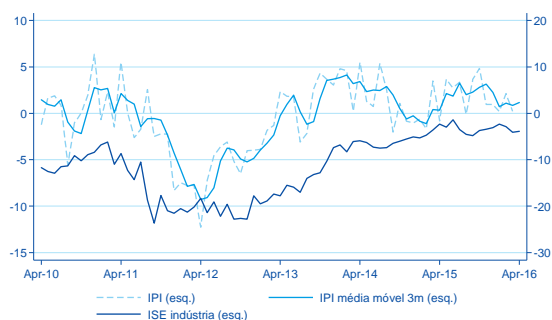
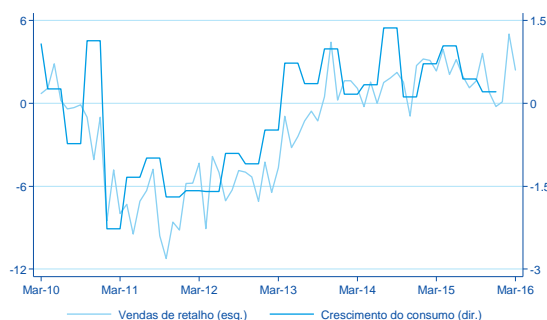


Gráfico 6
Vendas a retalho (% a/a) e consumo privado (%t/t)*



* Fonte: HAVER y BBVA Research

Sector externo: a menor procura global afectam as exportações de bens

Os dados da balança comercial até fevereiro apontam para uma intensificação da queda das exportações e a um ritmo maior que o das importações, assim que poderá reduzir um pouco a contribuição positiva das exportações líquidas para o crescimento.

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

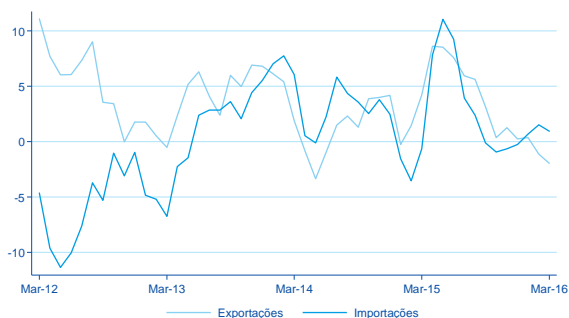


Gráfico 8
Exportações (% a/a) e pedidos de exportação*

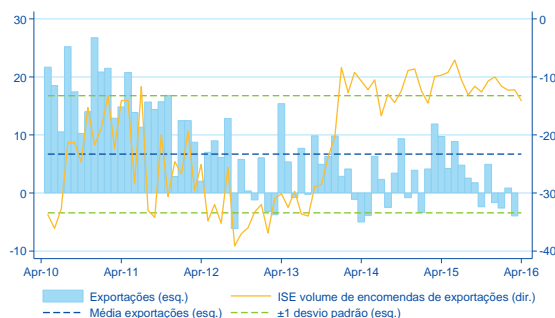


Gráfico 9
Comercio internacional por destino (% a/a, sa)*

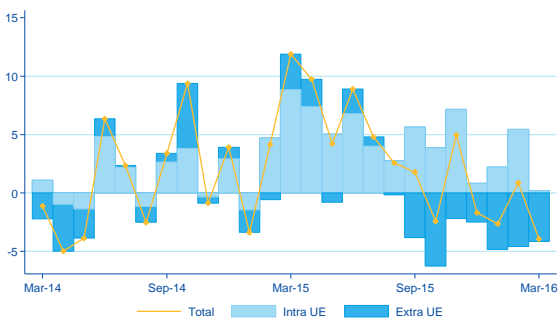
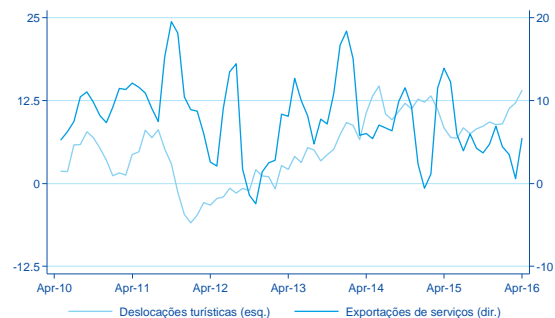


Gráfico 10
Turismo e exportação de serviços (% a/a, MM3p)*



Mercado laboral: melhoria abranda pela debilidade na criação de emprego

A ligeira redução da taxa de desemprego em pouco mais de 0,1 pp até os 12,1 no 1T16 obedece a uma maior redução da população ativa do que do emprego, depois de estancar no 2S15. O aumento dos custos laborais em 2015, ainda que controlado, poderá ter afectado a competitividade da economia num contexto de debilidade da procura global.

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

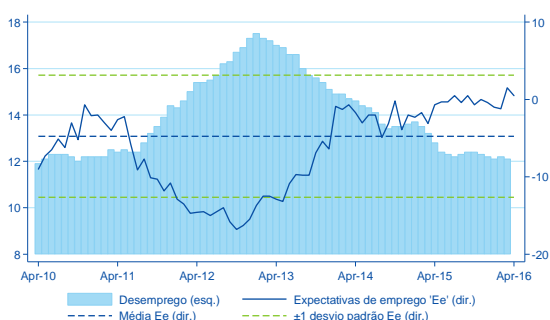
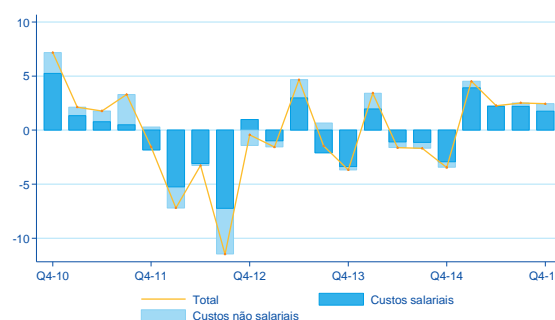


Gráfico 12
Custos laborais no el sector empresarial (%a/a)*



* Fontes: HAVER y BBVA Research

Preços: a inflação geral e subjacente aumentam em março, mas continuam muito baixas

Em março, a inflação acelerou 0,3 pp até os 0,5% a/a devido especialmente à retoma da componente subjacente (1%) que reverteu a queda de fevereiro e que em parte se deveu ao efeito de uma semana no início deste ano, e a uma menor queda dos preços dos produtos energéticos. Descontando a volatilidade dos últimos meses, a inflação geral continua muito baixa, flutuando à volta de 0,4% a/a desde finais de 2015, e a subjacente à volta de 0,8% a/a.

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

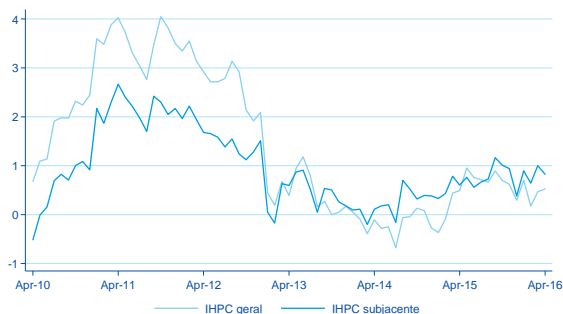
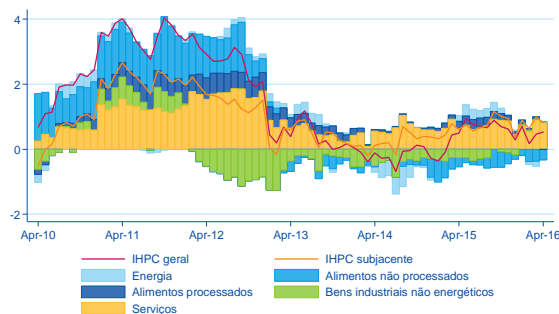


Gráfico 14
Inflação por componentes (contribuição em %)*



Sector público: redução do deficit, mas com riscos de incumprimento

O programa de estabilidade inclui um ajustamento orçamental de cerca de 0,3 pp do PIB que, associado à melhoria cíclica da economia e descontando os de efeitos one-off (cerca de 1,2 pp em 2015) sustentariam a redução do deficit até os 2,2% do PIB . O nosso cenário, menos otimista, sugere que o deficit possa situar-se em 2,6% do PIB.

Gráfico 15
Gastos fiscais (comparação ano anterior)*

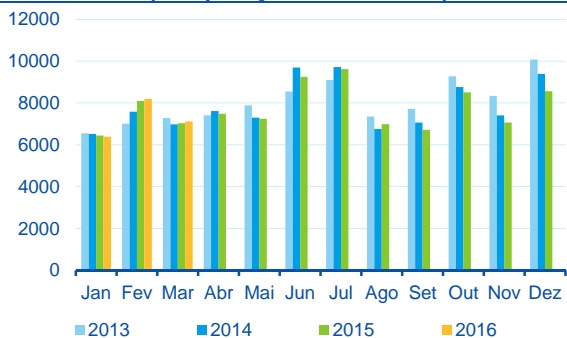


Gráfico 16
Receitas fiscais (comparação ano anterior)*

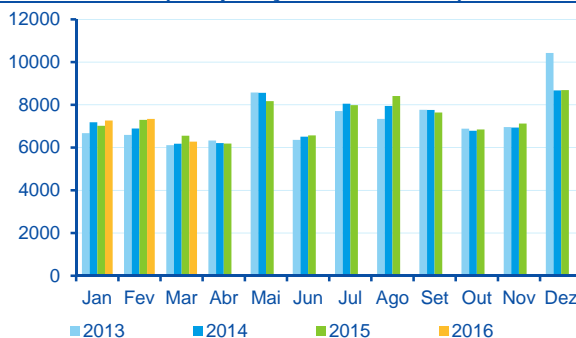


Gráfico 17
Dívida pública e privada (% do PIB)*

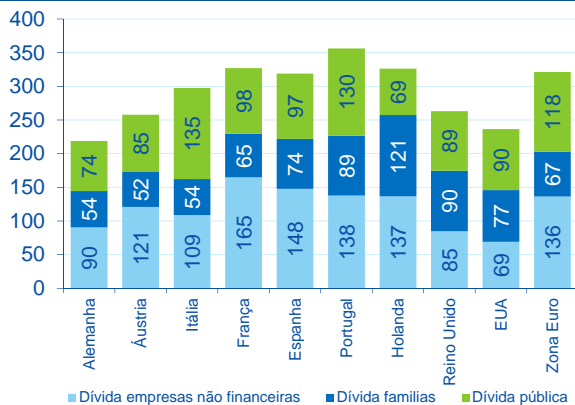
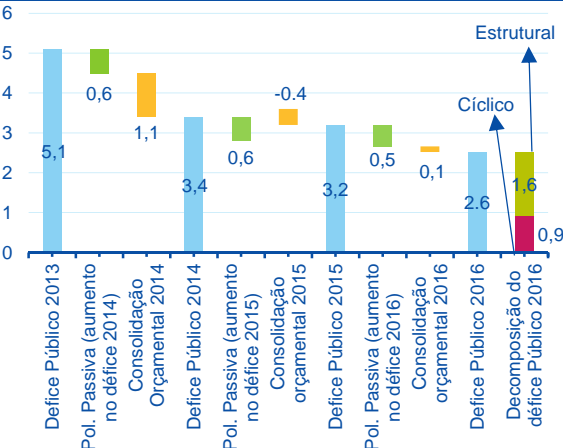


Gráfico 18
Descomposição do deficit fiscal (cíclico e estrutural)**



* Fontes: HAVER y BBVA Research

** Fontes: HAVER y BBVA Research, excluindo one-offs

Quadro 1

Portugal: Previsões de crescimento do PIB e inflação

Taxa a/a	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Consumo privado	2.4	-3.6	-5.5	-1.2	2.2	2.6	1.7	1.5
Consumo público	-1.3	-3.8	-3.3	-2.0	-0.5	0.6	0.3	0.1
Formação bruta de capital fixo	-0.9	-12.5	-16.6	-5.1	2.8	3.9	2.1	4.4
Inventários (*)	1.0	-0.6	-0.3	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0
Procura Interna (*)	2.1	-6.4	-7.6	-2.0	2.2	2.5	1.5	1.8
Exportações	9.5	7.0	3.4	7.0	3.9	5.2	2.9	4.4
Importações	7.8	-5.8	-6.3	4.7	7.2	7.4	3.1	4.6
Exportações líquidas (*)	-0.2	4.6	3.6	0.8	-1.3	-1.0	-0.2	-0.2
PIB	1.9	-1.8	-4.0	-1.1	0.9	1.5	1.4	1.6
Inflação	1.4	3.6	2.8	0.4	-0.2	0.5	0.5	1.3

(*) Contribuições ao crescimento.
 Fonte: 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 correção.

As estimativas que este documento pode conter foram realizadas conforme metodologias geralmente aceites e devem ser tomadas como tais, ou seja, como previsões ou projeções. 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, direta ou indireta, 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 ativos 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 ativos 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, extração, 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.