

## ANÁLISE MACROECONÓMICA

## Portugal: o crescimento continua a melhorar, mas a um ritmo moderado

Miguel Jiménez / Agustín García / Diego Torres / Massimo Trento / Pablo Budde / Ana María Almeida Claudino

**Pre vemos um crescimento do PIB de 1.5% em 2015, mas os riscos estão enviesados no sentido descendente e estão associados ao desempenho da zona euro**

### A recuperação é moderada no 3T14, confirmando a nossa previsão

O PIB português cresceu 0,2% t/t no terceiro trimestre de 2014, de acordo com as nossas expectativas (BBVA: 0.2% t/t, consenso: 0,4% t/t), apoiado na melhoria gradual da procura interna, principalmente do consumo privado, enquanto que o sector externo contribuiu negativamente devido ao expressivo crescimento das importações. Este crescimento é semelhante, embora um pouco superior ao do segundo trimestre (0.3% t/t), mais baseado na procura externa e que compensou parcialmente a queda do PIB observada no 1T14 de -0,4% t/t (Gráfico 1), que se deveu em grande medida a factores temporários. Com os poucos dados disponíveis para o 4T14, limitados aos dados de confiança de Outubro, o nosso modelo MICA-BBVA prevê a continuação da recuperação a um ritmo similar ao do 3T14, apresentando um crescimento de 0,2% t/t.

### Os indicadores de confiança e de actividade traduzem a melhoria da procura interna

Nos últimos meses, a melhoria contínua do nível de confiança dos consumidores, encorajada pela evolução positiva da taxa de desemprego, está a reflectir-se num aumento das vendas do comércio de retalho (+3,1% t/t no 3T14). Por sua vez, após o bom desempenho no segundo trimestre, a produção industrial pode apresentar uma redução ligeira, tal como antecipa o indicador de sentimento económico da Comissão Europeia (ISE), que apresentou uma moderação entre Julho e Setembro, ainda que se mantenha em níveis elevados (Gráfico 5). No que respeita à procura externa, as exportações de bens voltaram a aumentar no 3T14, mas a moderação das encomendas externas, devido à deterioração da conjuntura nos parceiros comerciais da zona euro, poderá traduzir-se num abrandamento da tendência positiva. Por outro lado, o impulso do sector do turismo pode ter perdido algum folego face ao 2T14. O aumento das importações, no entanto, reflecte a melhoria gradual da procura interna.

### O desemprego continua a reduzir-se e o emprego cresce

O mercado laboral português continua a melhorar, assistindo-se a uma rápida redução do desemprego (-0,6pp no 3T14 e -2,1pp nos últimos doze meses) que cai para 13,6% em Setembro, embora continue a situar-se acima da média da zona euro. Mantém-se igualmente a dinâmica da criação de emprego no terceiro trimestre (1,1% t/t) num contexto geral de moderação salarial no sector privado (Gráficos 11 e 12): os custos laborais reduziram-se ao longo do 2T14 (-1,8% após 0,5% a/a), principalmente na sua componente salarial (-1,5% a/a), mas deverão aumentar até ao final do ano com a revisão em alta do salário mínimo.

### A inflação acelera ligeiramente em Outubro

Depois de sete meses de taxas negativas, a inflação geral harmonizada (IHPC) manteve-se estável em Setembro (0,0% a/a após -0,1% a/a) e acelerou ligeiramente em Outubro (0,1% a/a), graças à moderação

da queda dos preços dos alimentos, principalmente dos não elaborados (Gráficos 13 e 14). Apesar dos riscos em baixa associados à recente queda dos preços do petróleo, a inflação geral deve continuar a aumentar ligeiramente no último trimestre e durante o próximo ano, resultando numa taxa de inflação média anual nula em 2014 e de 0,7% em 2015.

### Previsões: aceleração prevista em 2015 para 1.5%

A melhoria do mercado laboral, a confiança das famílias e a baixa inflação deverão impulsionar a gradual recuperação do consumo privado, que deverá crescer a um ritmo relativamente estável e robusto (cerca de 0,3%/0,4% t/t) no horizonte de previsão. Como resultado o consumo privado deverá crescer 1,6% em 2014, desacelerando ligeiramente em 2015 até 1,3% a/a, após o desaparecimento da forte recuperação temporária das despesas das famílias no final do ano passado. Os fundamentos que suportam o aumento do investimento desde meados de 2013 prosseguem (melhoria da procura interna e recuperação da procura externa, apesar do agravamento da zona euro, aliados à redução dos custos de financiamento e a uma melhoria progressiva de acesso ao crédito) e traduz-se no forte aumento de investimento em máquinas e bens de equipamento, embora ainda persista a forte correcção do investimento destinado ao sector da construção. Em consequência, o investimento deverá crescer cerca de 1,3% em 2014 (após cinco anos consecutivos de fortes quedas) e prevemos que acelere até cerca de 2,8% em 2015. Por sua vez, a melhoria da procura interna está a gerar um forte aumento das importações (5,5% em 2014 e 4,6% previsto em 2015), pelo que, apesar da resistência das vendas ao exterior (4% em 2014 e 5,7% em 2015), as exportações líquidas contribuirão negativamente para o crescimento em 2014 e terão uma contribuição ligeiramente positiva em 2015 (Gráfico 1). O único componente que continuará a contrair-se será o consumo público, condicionado pelas restrições orçamentais (-0,5% e -0,8% em 2014 e 2015). Com estes considerandos, estimamos que a economia crescerá 0,9% em 2014, para acelerar até 1,5% em 2015. Existem, no entanto, riscos no sentido descendente para esta previsão, associados essencialmente às expectativas actuais de menor crescimento esperado para o conjunto da zona euro, do qual permanece largamente dependente o sector exportador português e cuja evolução também é determinante para sustentar a recuperação do investimento (Gráfico 9).

### O défice público, próximo de cumprir o objectivo de défice de 4% do PIB em 2014

A execução orçamental de 2014 está a ser apoiada por uma evolução das receitas fiscais superior à inicialmente prevista: a melhoria da procura interna, a redução gradual do desemprego e a eficácia na luta contra a fraude fiscal traduziram-se em receitas adicionais que compensaram a anulação de alguns cortes na despesa pública em sequência de deliberações do Tribunal Constitucional. O défice, em consequência, deverá situar-se em 4% em 2014, o que supõe uma correcção do défice estrutural de 0,6pp, cumprindo com os objectivos de médio prazo (Gráfico 18). No que diz respeito a 2015, o Orçamento apresentado mantém uma perspectiva de austeridade e prevê um défice de 2,7%, duas décimas acima do objectivo fixado no Documento de Estratégia Orçamental do passado mês de Abril. A Comissão Europeia e o Fundo Monetário Internacional apresentam previsões mais pessimistas para o défice do que as do Governo português, e estimam que Portugal não conseguirá sair do Procedimento por Défices Excessivos após seis anos com défices superiores a 3%. As nossas previsões estão mais de acordo com as do Governo, mas estão sujeitas a que a economia portuguesa mantenha o processo de recuperação e que o Governo leve a cabo todas as medidas propostas no Orçamento de 2015.

## Portugal

### Contas nacionais: crescimento de 0,2% t/t no 3T14

O PIB cresceu 0,2% t/t no terceiro trimestre de 2014. A melhoria do consumo compensou a contribuição negativa das exportações líquidas.

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

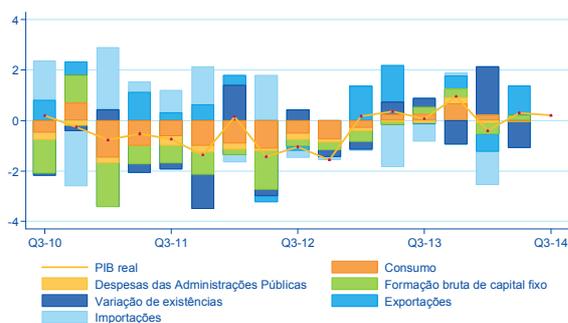


Gráfico 2  
**PIB (%/t) e contribuição por componentes (pp)\***



### Confiança: o indicador de sentimento económico continua a crescer no 4T14

De acordo com o indicador da CE (ISE), a confiança empresarial volta a melhorar no início do 4T14, quer nos serviços quer na indústria, bem como a confiança dos consumidores, que está acima da média do 3T14.

Gráfico 3  
**ISE, Confiança Nacional (atividade) e cresc. do PIB(%/a/a)\***

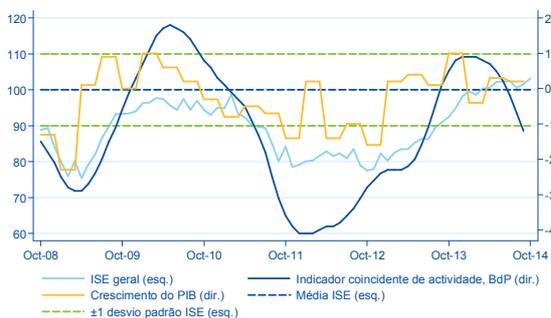


Gráfico 4  
**Indic. Nac. Conf. (consumo) e cresc. do consumo (%/a/a)\***



### Actividade: reduz-se a produção industrial e melhoram as vendas de retalho no 3T14

A recuperação da produção industrial desacelera no 3T14. As vendas de retalho, inversamente, cresceram significativamente (+3,1% sobre a média de 2T14), apoiadas pelos elevados níveis de confiança dos consumidores.

Gráfico 5  
**Produção Industrial (% a/a) e ISE Indústria\***



Gráfico 6  
**Vendas de retalho (% a/a) e crescimento do cons.(%/t)\***



\* Fuente: HAVER y BBVA Research

**Sector externo: as exportações de bens continuam a recuperar**

As exportações de bens continuam a recuperar, depois dos maus resultados registados no início do ano. De igual modo, as exportações de serviços, continuam a crescer, embora o sector do turismo possa ter perdido algum dinamismo no 3T14.

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



Gráfico 8  
**Cresc. das exportações (% a/a) e vol.de encomendas de exp\***

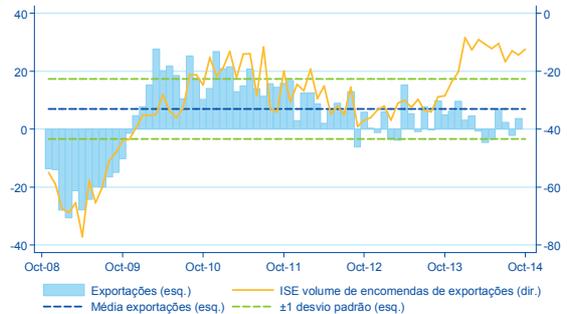


Gráfico 9  
**O comércio internacional por destino (% a/a)\***

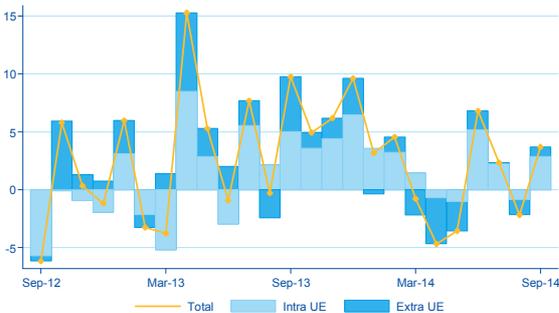


Gráfico 10  
**Turismo e exportação de serviços (% a/a, MM3p)\***



**Mercado laboral: os custos laborais diminuem e a taxa de desemprego continua a descer**

A taxa de desemprego caiu 2,1pp num ano, até aos 13,6%, numa clara tendência de descida, sem exercer pressões alistas sobre os salários (-1,8% a/a no 2T14) e voltou-se a criar emprego (1,1% t/t no 3T14).

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



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



\* Fuentes: HAVER y BBVA Research

Preços: a taxa de inflação acelera ligeiramente em Outubro

La A inflação geral harmonizada (IHPC) manteve-se estável em Setembro (0,0% a/a, após -0,1% a/a) e acelerou ligeiramente em Outubro (0,1% a/a), graças à moderação da queda dos preços dos alimentos, principalmente dos não elaborados.

Gráfico 13 Taxa de inflação, global e subjacente (%a/a)\*

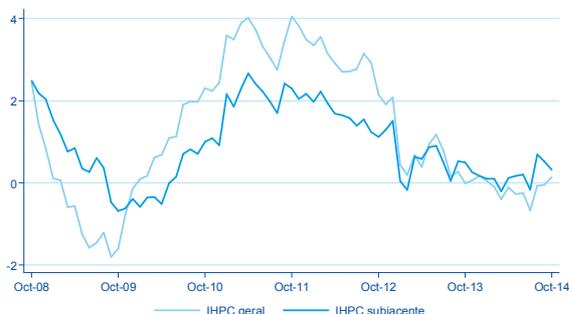
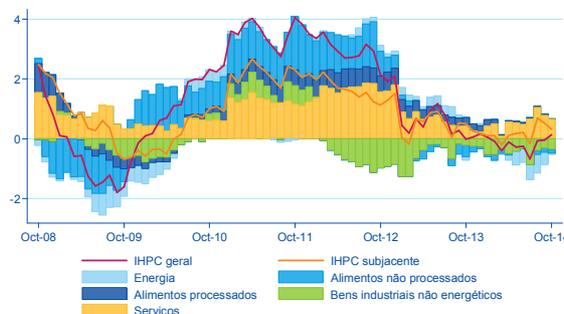


Gráfico 14 Inflação por componentes (contribuição em %)\*



Sector público: os dados orçamentais em linha com a meta estabelecida

Até Setembro de 2014, as contas das administrações públicas indicam que se cumprirá com a meta estabelecida para o défice de 4% do PIB. As receitas superiores às esperadas compensaram o aumento da despesa devido a um efeito de calendarização de pagamentos a funcionários públicos e pensionistas e a um aumento na retribuição dos funcionários públicos em virtude das decisões do Tribunal Constitucional.

Gráfico 15 Despesas orçamentais (comparação com o ano anterior)\*

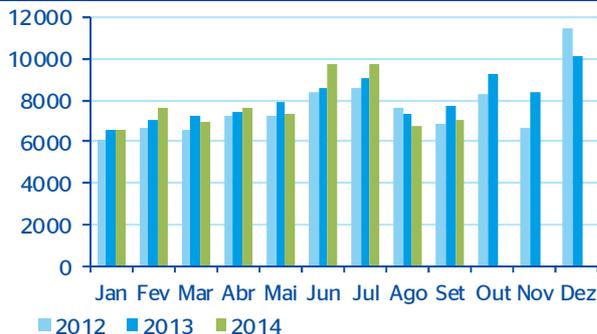


Gráfico 16 Receitas orçamentais (comparação com o ano anterior)\*

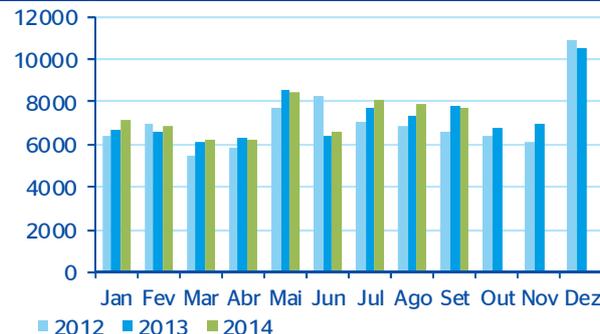


Gráfico 17 Dívida pública e privada (% do PIB)

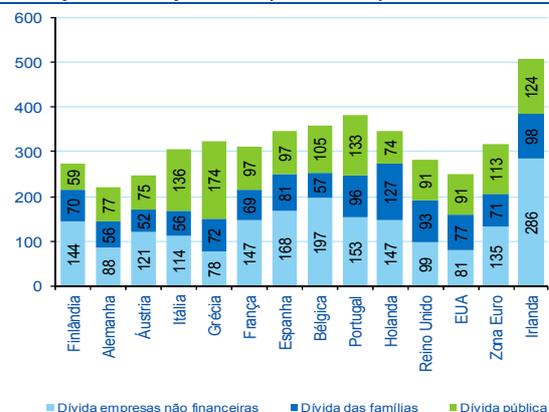
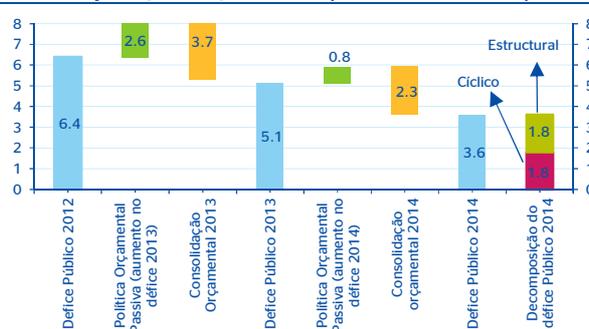


Gráfico 18 Descomposição orçamental (cíclico e estrut.)\*



\* Fuentes: HAVER y BBVA Research

**AVISO LEGAL**

Este documento, elaborado pelo Departamento do BBVA Research, tem um carácter meramente informativo e contém dados, opiniões ou estimativas que têm por referencia a data da sua publicação, de elaboração própria ou precedentes de fontes consideradas fidedignas, sem que tenham sido objecto de verificação independente pelo BBVA e por isso nenhuma garantia, expressa ou implícita, poderá ser dada sobre a sua precisão, integridade ou correcção.

As estimativas que este documento possa conter foram realizadas de acordo com as metodologias geralmente aceites e devem ser entendidas como tal, 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 de flutuações de mercado. O BBVA não assume qualquer compromisso de actualizar o referido conteúdo ou de comunicar essas alterações.

O BBVA não assume nenhuma responsabilidade 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, conselho ou qualquer tipo de sugestão destinada à aquisição, alienação ou obtenção de qualquer benefício em activos ou instrumentos financeiros, nem podem servir de base para qualquer contrato, compromisso ou decisão de qualquer espécie.

Nomeadamente no que diz respeito ao investimento em activos financeiros que possam estar relacionados com as variáveis económicas eventualmente desenvolvidas neste documento, os leitores devem estar conscientes de que em caso algum devem considerar este documento como base para tomarem as suas decisões de investimento e que as pessoas ou entidades que potencialmente lhes podem oferecer produtos de investimento são aquelas que estão legalmente obrigadas a proporcionar-lhes toda a informação que necessitem para essa tomada de decisão.

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