

## ANÁLISE ECONÓMICA

# Portugal: a recuperação avança mais rápido do que previsto

Miguel Jiménez / Agustín García / Diego Torres / Massimo Trento

## A recuperação ganhou força no 4T14, acima do esperado

- O PIB cresceu 0,5% t/t no último trimestre de 2014 (Gráfico 1), acima das previsões de uma recuperação relativamente estável (BBVA Research e Consenso: 0,3% t/t, após 0,3% no trimestre precedente). Por detrás desta aceleração da actividade está uma sólida recuperação da procura externa líquida, resultado do forte aumento das exportações e uma queda das importações, enquanto o consumo privado desacelerou. Com este dado, confirma-se a nossa previsão de um crescimento de 0,9% no conjunto de 2014 (-1,4% em 2013). Este crescimento anual deveu-se ao comportamento da procura interna que contribuiu positivamente para a recuperação (+2pp face a -2,4pp em 2013); nos seus componentes, destacam-se as melhorias do consumo privado (2,1% face a -1,4%) e do investimento (2,3% face -6,3%), apesar da moderação da contracção do consumo público, que se reduziu -0,7% em 2014, depois de -1,9% em 2013. O contributo da procura externa líquida foi negativo (-1,1pp face 1pp em 2013), reflectindo um crescimento mais intenso das importações de bens e serviços como consequência da melhoria observada nas exportações.

## O modelo MICA-BBVA prevê de momento um crescimento de 0,4% para o 1T15

- Tendo em conta a informação disponível até ao momento (ainda limitada aos indicadores de confiança de Janeiro), o nosso modelo MICA-BBVA estima um crescimento trimestral do PIB de cerca de 0,4% t/t no 1T14 (Gráfico 2).
- Ao longo do quarto trimestre de 2014 registou-se uma ligeira melhoria dos indicadores de confiança (Gráfico 3), com o indicador de sentimento económico da Comissão Europeia (ESI) que volta a níveis prévios à crise. Os primeiros valores do 1T15 continuam a níveis altos, graças à melhoria da confiança dos consumidores e ao índice da indústria transformadora, enquanto piora ligeiramente a confiança nos serviços.
- No entanto, estes bons dados não se refletiram nos indicadores de actividade: a produção industrial fechou o segundo trimestre consecutivo em contração (-1,3% t/t após -0,4% no 3T14), enquanto que, depois do bom desempenho ao longo dos três meses anteriores, as vendas retalhistas diminuíram -2,4% t/t (Gráficos 5 e 6). A nota positiva aparece na evolução das exportações: depois de registar +2,8% t/t no 3T14, as vendas de bens ao exterior aumentaram 3,6% t/t no último trimestre do ano, animadas pela depreciação do euro e pelo crescimento das encomendas industriais desde o estrangeiro (Gráficos 7 e 8).
- A tendência de redução da taxa de desemprego foi interrompida no 4T14, após seis trimestres de rápida descida, e situa-se em 13,5% (Gráfico 11). O emprego voltou a crescer pelo quinto trimestre consecutivo, se bem que a um ritmo mais baixo que no 3T14 (0,5% a/a após 2,1% a/a). Por outro lado, os salários no sector empresarial intensificaram a sua queda (-2,9% no 4T14 após -1,2% a/a), enquanto os do sector público registam uma forte diminuição (-15,5% no 4T14 após +2% a/a), pelo pagamento do subsídio de Natal no último trimestre de 2013 e que não foi pago em 2014.

- Em Janeiro, a inflação geral (IPCA) diminuiu uma décima até -0,4% a/a, devido a uma maior queda dos preços dos produtos energéticos, mas também à moderação da inflação nos serviços (Gráficos 13 e 14), pelo que a subjacente também se reduz em uma décima até 0,3% a/a em Janeiro.

## Esperamos um crescimento de 1,5% em 2015 e de 1,8% em 2016

- No horizonte de previsão, a melhoria do mercado laboral, a confiança das famílias e a baixa inflação deveriam sustentar o consumo privado que, no entanto, poderia moderar em 2015 até 1,9%, após o desaparecimento da forte retoma temporal da despesa das famílias no final de 2013. A melhoria da procura doméstica e os altos níveis de confiança empresarial deveriam apoiar a consolidação do investimento (3,2% e 3,5% em 2015 e 2016, respectivamente). A recuperação dos parceiros comerciais europeus, aliada às favoráveis condições da taxa de câmbio, resultarão num aumento das exportações no horizonte de previsão (4,6% em 2015 e 5,4% em 2016) e prevemos que as importações moderem o seu crescimento, pelo que a procura externa líquida deveria ter uma contribuição praticamente nula quer em 2015 quer em 2016. O único componente que continuará a contrair em 2015 será o consumo público, sujeito aos ajustes orçamentais, mas que poderá aumentar ligeiramente em 2016 (0,4%). Contudo, estimamos que a economia crescerá 1,5% em 2015, para acelerar até 1,8% em 2016.
- O défice da administração central melhorou em 2014 relativamente ao ano anterior, e esta melhoria foi maior do que se esperava quer no orçamento original quer nas suas alterações posteriores; se bem que as receitas aumentaram menos do que o esperado (0,8% face a 2,5%), a despesa pública diminuiu 1,4%, enquanto se previa um aumento de 0,9%. Excluídas as medidas pontuais, o défice deveria situar-se comodamente abaixo de 4% (cerca de 3,8%) do PIB em 2014. Para 2015, o governo prevê uma redução adicional do défice até o situar em 2,7% do PIB, mas esta melhoria é maioritariamente cíclica. As nossas previsões apontam para que o ajuste estrutural será de meio ponto do PIB em 2015, o que situaria o défice estrutural em 1,6%; isto, somado ao ainda alto nível de endividamento faz com que seja imprescindível que o governo continue com a implementação das reformas estruturais já em marcha para que diminua um dos problemas que ainda estão pendentes de resolução.

**Portugal**

**Contas nacionais: crescimento de 0,5% t/t em 4T14**

O crescimento trimestral do PIB é devido principalmente a uma sólida recuperação da procura externa líquida, resultado de um forte aumento das exportações e uma queda das importações. Por outro lado, o consumo privado teria desacelerado.

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

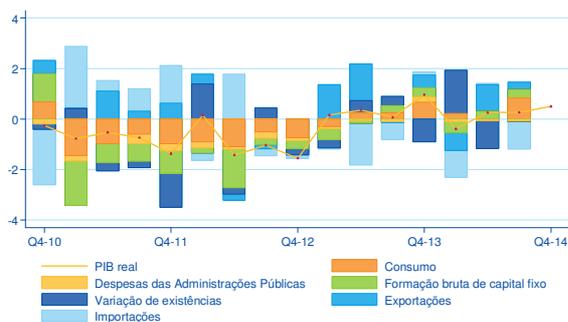


Gráfico 2  
**MICA-BBVA: Crescimento do PIB (%t/t) e previsões\***



**Confiança: o índice de sentimento económico continua a níveis altos no início do 1T15**

Segundo o ESI, a confiança empresarial mantém-se a níveis pré-crise em Janeiro. A indústria e a confiança dos consumidores continua com a sua evolução positiva, enquanto nos serviços se verifica uma moderação na confiança, embora mantendo-se em níveis altos

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

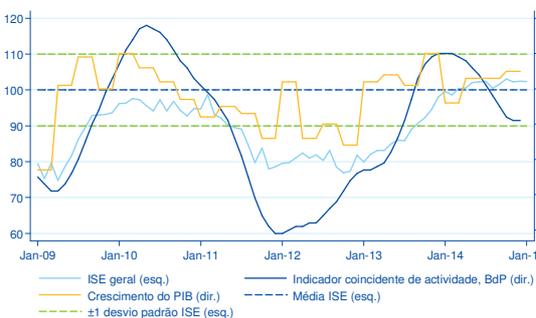
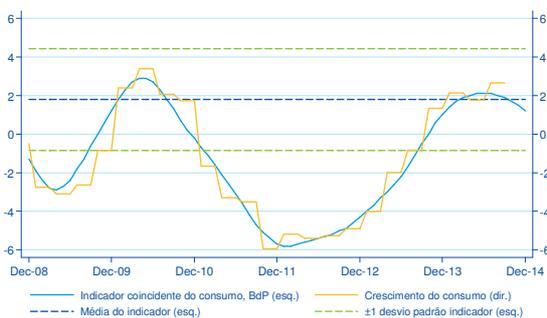


Gráfico 4  
**Indicador coincidente de consumo e consumo privado (%a/a)\***



**Actividade: redução da produção industrial e vendas retalhistas em 4T14**

A recuperação da produção industrial não descola no 4T14 (-1,3% t/t sobre o 3T14). O comércio retalhista caiu -2,4% t/t no 4T14, após o bom registo do 3T14 (+3% t/t)

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

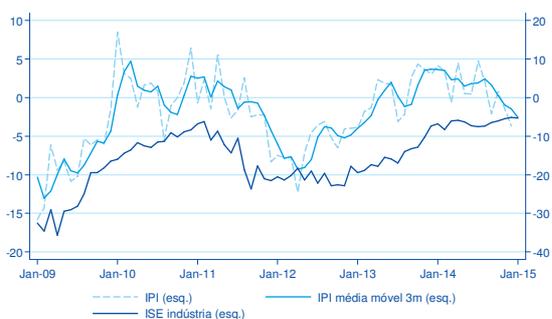
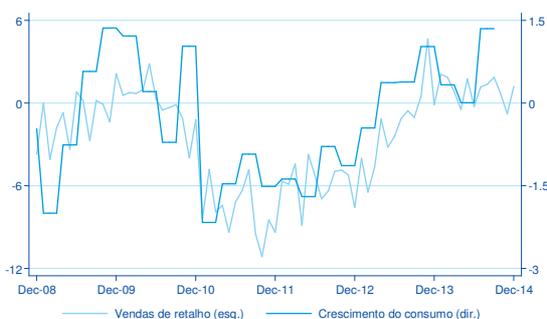


Gráfico 6  
**Vendas retalhistas (% a/a) e consumo privado (%t/t)\***



\* Fonte: HAVER e BBVA Research

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

As exportações de bens melhoram 5,1% m/m em Dezembro, e mantêm-se acima (+3,6% t/t) da média do 3T14. Por outro lado, as exportações de serviços (especialmente turismo) continuam a crescer.

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

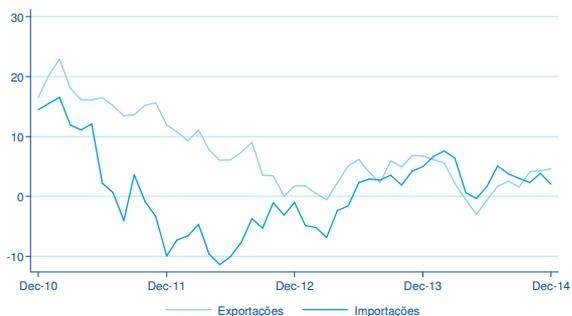


Gráfico 8  
**Exportações (% a/a) e encomendas de exportação\***

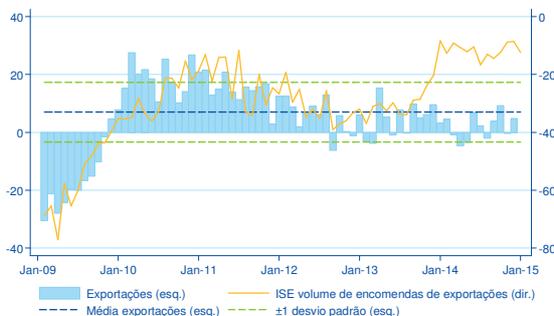


Gráfico 9  
**Comércio internacional por destino (% a/a, sa)\***

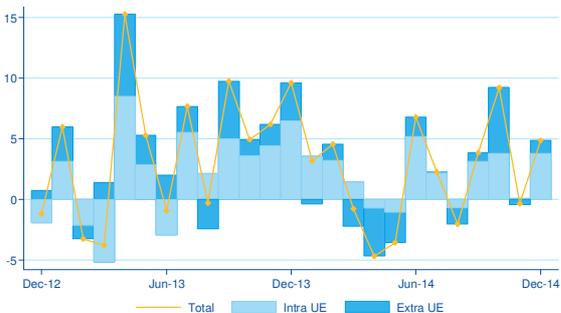


Gráfico 10  
**Turismo e export. de serviços (% a/a, MM3p)\***



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

Após ter registado uma rápida redução do desemprego nos últimos dois anos, no 4T14 verifica-se um esgotamento da tendência, mantendo-se a taxa de desemprego em 13,5%. Os salários privados voltaram a baixar (-2,9% a/a após -1,2% a/a no 3T14).

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

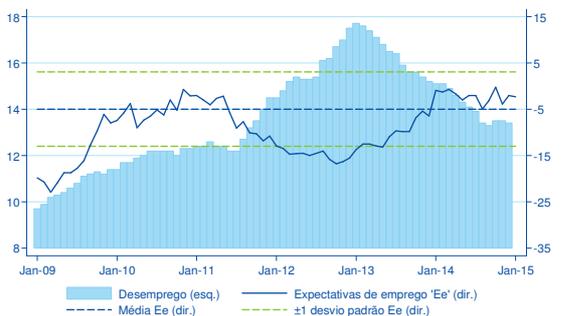


Gráfico 12  
**Custos laborais no sector empresarial (% a/a)\***



\* Fontes: HAVER e BBVA Research

### Preços: a inflação continua em taxas negativas em Janeiro

A inflação geral (IPCA) caiu uma décima mais até -0,4% a/a, devido à intensificação da queda dos preços dos produtos energéticos. A moderação dos preços dos serviços leva a inflação subjacente a desacelerar até 0,3% a/a

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

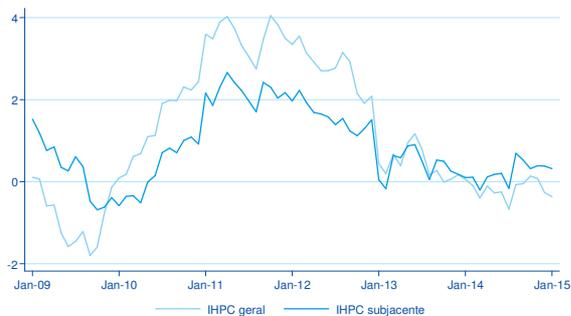
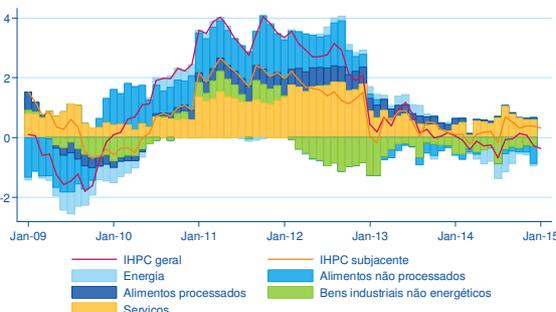


Gráfico 14  
**Inflação por componentes (contribuição em %)\***



### Sector público: as contas fiscais em linha com o objectivo orçamental

Apesar de umas receitas menores que as esperadas, o forte corte nas despesas das administrações públicas permite o cumprimento do objectivo de um défice de 4% do PIB.

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

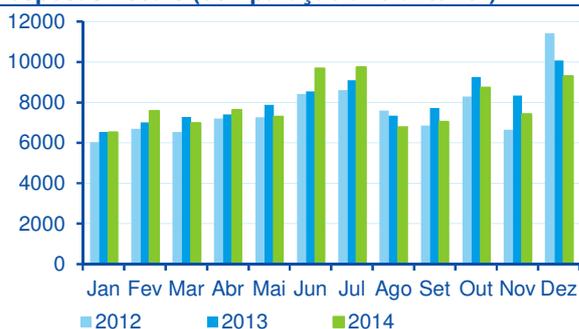


Gráfico 16  
**Receitas fiscais (comparação ano anterior)\***

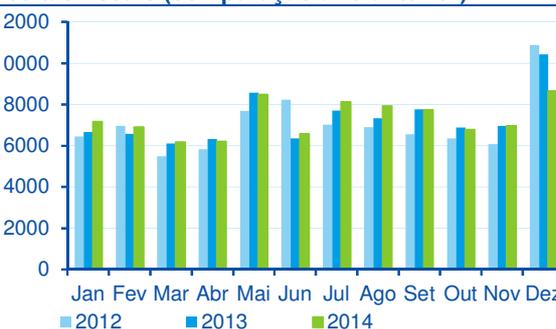


Gráfico 17  
**Dívida pública e privada (% del PIB)**

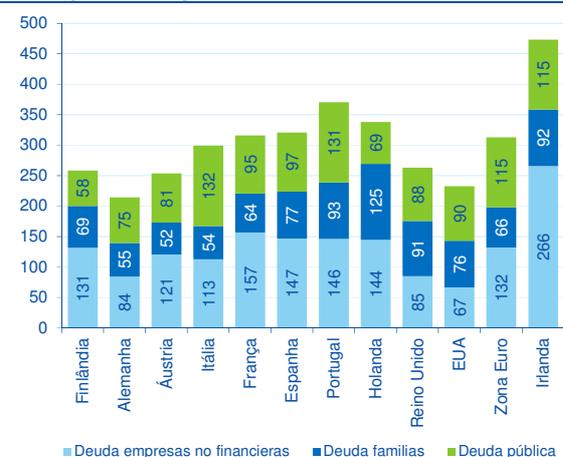
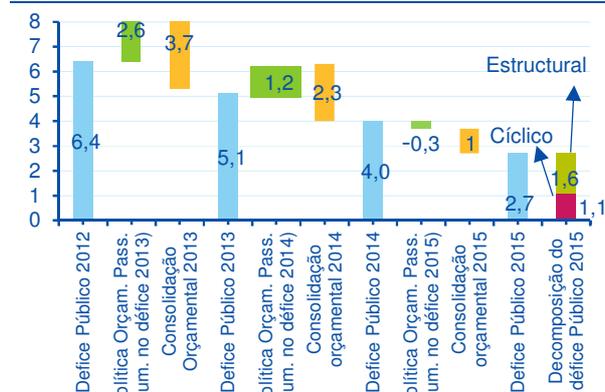


Gráfico 18  
**Decomposição do défice fiscal (cíclico e estrutural)\***



\* 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 objeto 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 as 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 prévio aviso 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 tomar as suas 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 essa 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.