

## ANÁLISE ECONÓMICA

# Portugal: Crescimento débil e previsões sem alterações para 2016

Miguel Jiménez / Agustín García / Massimo Trento

A contabilidade nacional voltou a trazer um valor de crescimento débil, um pouco abaixo do esperado, no quarto trimestre do ano (0,2% t/t), e os indicadores mais recentes de actividade não foram positivos, apesar da maior fortaleza dos de confiança. Para 2016, os preços mais baixos da energia deveriam apoiar a procura, mas a maior incerteza sobre o crescimento global e as variáveis financeiras pode ter um impacto sobre as exportações e o investimento, pelo que não mudamos a nossa previsão de crescimento de 1,3%. Devido a esta previsão e aos maiores *spreads* da dívida, os riscos de incumprimento do objetivo de défice são elevados.

## Evolução recente

- O crescimento em Portugal foi débil e esteve abaixo do previsto na segunda metade de 2015. Após crescer 0,5% t/t nos dois primeiros trimestres de 2015 e ficar estagnado no 3T15, o PIB voltou a crescer no fim do ano (+0,2% t/t), mas abaixo da nossa previsão de uma maior aceleração (Gráfico 1). A composição do crescimento do quarto trimestre ainda não foi publicada, mas os dados conhecidos apontam para que a maior surpresa negativa possa vir da contribuição negativa da procura interna e, em particular, da queda do investimento. Pelo contrário, a maior diminuição das importações em comparação com as exportações teria resultado num contributo positivo das exportações líquidas.
- Ao longo do quarto trimestre de 2015 as confianças estabilizaram em níveis elevados (Gráfico 3), com o indicador de sentimento económico da Comissão Europeia (ESI) acima dos níveis anteriores à crise. Os primeiros valores para o 1T16 mostram uma tímida melhoria, com a confiança das famílias especialmente sólida, compensada pela moderação no setor serviços.
- Estes dados relativamente sólidos não se refletiram de momento nos indicadores de actividade: a produção industrial reduziu pelo segundo trimestre consecutivo após a retoma do 2T15, e as vendas retalhistas caíram uns 2,0% t/t, depois do aumento registado ao longo dos três meses anteriores (Gráficos 5 e 6). Relativamente ao exterior, a queda das exportações de bens (-0,3% t/t), foi mais do que compensada pela diminuição das importações, que já caíram com força no 3T15 (-0,9% t/t no 4T15 após -5,5% t/t), relacionada em parte com a contração do investimento e o menor dinamismo das vendas ao exterior (Gráficos 7 e 8).
- A taxa de desemprego, cuja tendência de redução foi interrompida no 1T15 após sete trimestres de descida, voltou a diminuir notavelmente desde então e em dezembro ficou nos 11,8%, 1,6 pontos menos do que um ano antes (Gráfico 11). A criação de emprego abrandou no 3T15 (0,4% a/a após 1,9% a/a no 2T15), crescendo abaixo do que se tinha observado nos seis trimestres anteriores, embora os dados disponíveis até Dezembro apontem para que pudesse ter voltado a acelerar no 4T15 (1,3% sobre 3T15). Por outro lado, os custos laborais no setor privado aceleraram (2,5% a/a no 3T15, desde o 2,3% a/a no 2T15), especialmente na sua componente salarial (2,7% a/a, igual que o trimestre anterior), enquanto que no setor público os custos laborais diminuíram um 9,1% a/a (Gráfico 12).

- Em janeiro, a inflação geral (IPCA) acelerou quatro décimas até aos 0,7% a/a, devido essencialmente à parte subjacente da taxa, que aumentou notavelmente até 1,0% a/a, após os +0,5% a/a de dezembro (Gráficos 13 e 14). Os baixos preços das matérias-primas, aliados à moderação prevista do consumo privado ao longo deste ano e do próximo, serão os principais responsáveis pela evolução da inflação no horizonte de previsão, que prevemos que seja em média uns 0,9% em 2016 e uns 1,5% em 2017.
- Para o primeiro trimestre de 2016, embora com informação ainda limitada aos indicadores de confiança, o nosso modelo MICA-BBVA aponta para que a economia possa estar a crescer a um ritmo ligeiramente superior, à volta de 0,3% t/t (Gráfico 2). O abrandamento observado na segunda metade de 2015 contrasta com a nossa projeção de há três meses de um ritmo de recuperação um pouco maior, pelo que agora o crescimento para o conjunto de 2015 terá sido de 1,4%, 0,1pp menos que na nossa estimativa de novembro.

### Previsão de crescimento: sem alterações

- Durante os últimos meses, os principais fatores que subjazem ao crescimento mantiveram-se (baixos preços das matérias primas, política monetária acomodatória<sup>1</sup>, menor ajuste fiscal) e vão continuar a apoiar, mas produziu-se uma maior deterioração do entorno global e um forte aumento da incerteza política a nível nacional. Por isso, esperamos um menor dinamismo das exportações, que irão prejudicar também as decisões de investimento num contexto de moderação da procura doméstica, e uma maior incerteza.
- A baixa inflação e a melhoria do mercado de trabalho continuarão a sustentar o consumo das famílias, embora de forma mais moderada após o forte crescimento de 2015, devido ao desaparecimento do efeito favorável de alguns dos suportes positivos.
- Relativamente à política fiscal, esperamos alguma contração depois do anúncio de novas medidas do governo para cumprir as exigências de Bruxelas. Como resultado disto tudo, moderar-se-á a contribuição ao crescimento da procura interna até aos 1,4pp, após os 2,3pp de 2015.
- Apesar de agora esperamos uma maior moderação das importações, estas crescerão mais do que as vendas ao exterior, pelo que as exportações líquidas deveriam ter uma contribuição ligeiramente negativa no horizonte da previsão.
- Em conjunto, para 2016, continuamos a prever que a recuperação se consolide com um crescimento trimestral moderado e relativamente estável que resultará num crescimento médio anual de cerca do 1,3%, sem alterações em relação às nossas previsões de há três meses. A nossa primeira previsão para 2017 reflete um melhor desempenho da procura doméstica, de modo especial do investimento, que deveria crescer a um ritmo robusto (4,5% após os 1,8% previstos para este ano), enquanto que o aumento em paralelo de exportações e importações deveria acabar num leve contributo negativo. Contudo, prevemos que o PIB aumentará 1,6% em 2017.

### Política fiscal e aprovação do orçamento

- O orçamento para 2016 foi aprovado na generalidade na Assembleia da República, embora a votação final seja a 16 de março, depois do prazo para alterações, após as discussões mantidas com a Comissão Europeia sobre o projeto que apresentaram no início do ano. As principais discrepâncias centraram-se no otimismo do cenário económico apresentado então e, principalmente, no tratamento das medidas temporais na determinação do esforço fiscal. Para, além disso, ao não cumprir com a correção do défice excessivo em 2015, Portugal está sujeito à componente preventiva do Pacto de

1: Para mais informação, ver [Situación Europa 1T16](#)

Estabilidade e Crescimento e à regra de redução da dívida a partir de 2016, pelo que, segundo os cálculos da Comissão Europeia (recomendação de julho de 2015), o ajuste orçamental necessário deveria ser de cerca de 0,6pp do PIB este ano, o que contrastava com a primeira avaliação da Comissão (com um deterioro orçamental da componente estrutural e um desvio significativo da recomendação).

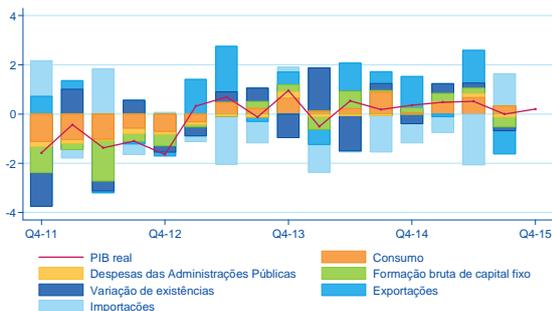
- Por isso, o Governo detalhou mais medidas no início de fevereiro no valor de cerca de 1,1 milhões de euros em 2016 (0,6% do PIB), centradas principalmente no lado das receitas (impostos especiais, veículos, tabaco, contribuições dos bancos para o Fundo de Resolução, assim como a retirada da redução da Taxa Social Única sobre salários baixos e a isenção de alguns impostos sobre o investimento e fundos de pensões e o novo regime fiscal para a revalorização dos ativos das empresas) e muito menos nas despesas (contratação pública, assim como mais controlo e seguimento da Segurança Social). Destas novas medidas, 845 milhões de euros corresponderiam a medidas estruturais (0,5% do PIB) e em parte compensariam a reversão de anteriores medidas de consolidação. Como resultado, a CE estima que o esforço fiscal refletido no orçamento seria entre 0,1pp e 0,2pp do PIB, pelo que o desvio em relação à recomendação de julho do ano passado não seria significativo e aceitou o orçamento.
- Portanto, o orçamento para 2016 contempla uma redução do défice até aos 2,2% do PIB desde os 4,3% registados em 2015, que seria o resultado de um esforço fiscal de cerca de 0,3pp do PIB (de acordo com o Governo), da melhoria esperada da componente cíclica (cerca de 0,7pp do PIB) e da desapareção do efeito temporário da injeção de capital no Banif (cerca de 1,1pp do PIB).
- No entanto, os riscos de desvio são altos, sobre tudo porque as perspetivas económicas do Governo continuam a ser, em nossa opinião, optimistas (apesar de o Governo as ter reduzido até aos 1,8%, a nossa previsão é de 1,3%), enquanto que o aumento das tensões financeiras poderá acabar por ter peso sobre o pagamento de juros da dívida. De acordo com as nossas previsões, uma melhoria cíclica das contas públicas um pouco mais moderada (cerca de 0,4pp do PIB) e um aumento do pagamento de juros de cerca de uma décima, poderão situar o défice este ano em cerca de 2,6% do PIB.

**Portugal**

**Contas nacionais: crescimento decepcionante no 4T15 (0,2% t/t)**

O ligeiro crescimento do PIB é devido principalmente à recuperação da procura externa líquida, resultado de um forte aumento das exportações de bens e serviços. Por outro lado, a queda do investimento prejudicou a procura doméstica. O nosso modelo MICA BBVA, com poucos indicadores disponíveis para 1T16, aponta que a economia avance apenas marginalmente (0,3% t/t).

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



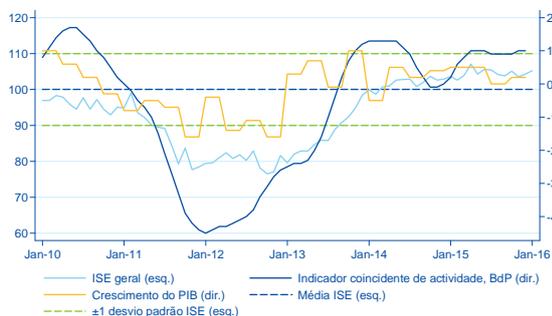
**Gráfico 2**  
**MICA-BBVA: Crescimento do PIB e previsões (%t/t)\***



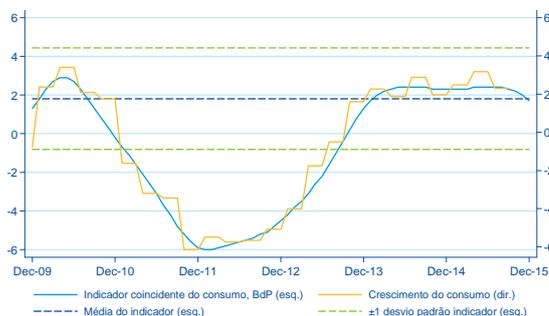
**Confiança: índice de sentimento económico estável no 4T15**

Segundo o ESI, a confiança empresarial mantém-se praticamente estável no 4T15 acima da sua média histórica. Por componentes, melhora a confiança nos produtos transformados, enquanto que cai no setor de serviços e no consumo.

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



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



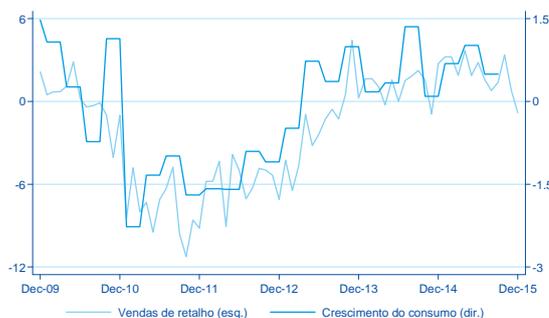
**Actividade: caem a produção industrial e as vendas a retalho**

A produção industrial reduziu uns 0,6% t/t em relação à média do 3T15, quando caiu 0,2% t/t. Da mesma forma, o comércio retalhista registou uma queda de 2,0% no conjunto do quarto trimestre de 2015.

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



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

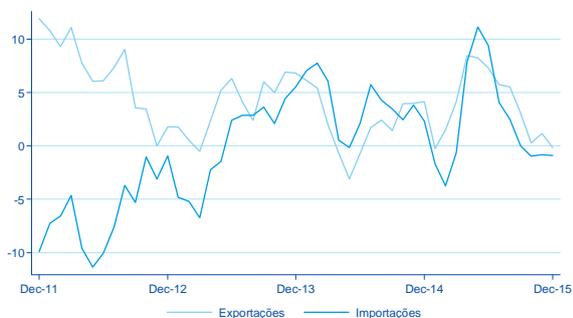


\* Fonte: HAVER e BBVA Research

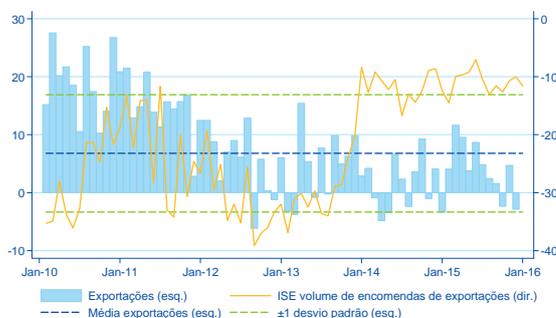
**Setor exterior: a menor procura global continuou a afectar as exportações de bens**

Apesar de ter moderado a sua queda, as exportações diminuíram 0,2% t/t no 4T15. Por outro lado, as importações continuaram a baixar (-0,9% t/t), após o colapso registado já no 3T15 (-5,5% t/t).

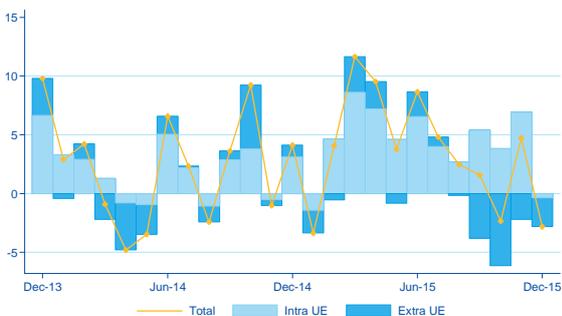
**Gráfico 7**  
**Exportações e importações (% a/a, MM3p)\***



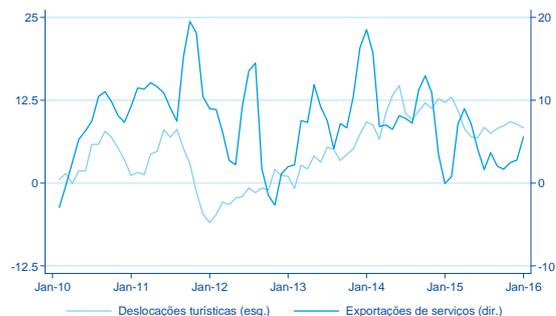
**Gráfico 8**  
**Exportações (% a/a) e pedidos de exportação\***



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



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



**Mercado de trabalho: continua a redução do desemprego**

Continua a diminuir a taxa de desemprego no 4T15, registando em dezembro 11,8%, graças à possível aceleração na criação de emprego após a moderação de 3T15. Por sua vez, aumentam a ritmo estável os salários no setor privado (2,7% a/a no 3T15)

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



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



\* Fontes: HAVER e BBVA Research

**Preços: a inflação geral e a subjacente aceleram em janeiro**

Em janeiro, a inflação geral (IPCA) acelerou quatro décimas até 0,7% a/a, devido essencialmente à parte subjacente da taxa, que aumentou notavelmente até ao 1,0% a/a, após os +0,5% a/a de dezembro

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

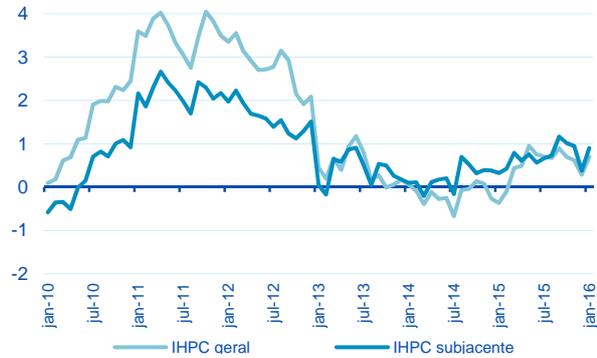
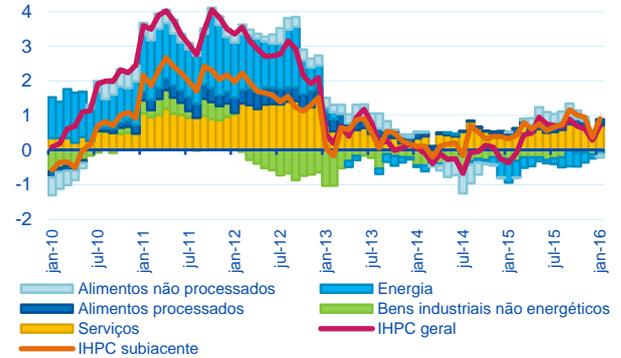


Gráfico 14  
**Inflação por componentes (contribuição em %)\***



**Setor público: redução do défice, mas com riscos de incumprimento**

De acordo com nossas previsões, a melhoria cíclica nas contas públicas (cerca de 0,4 pp do PIB) e o aumento de pagamento de juros de cerca de uma decimal, podem situar o défice este ano em cerca de 2,6 % do PIB.

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

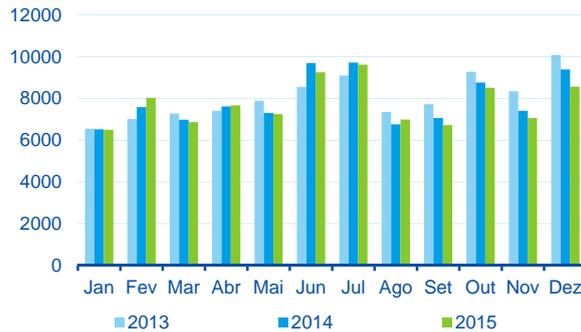


Gráfico 16  
**Receitas fiscais (comparação ano anterior)\***

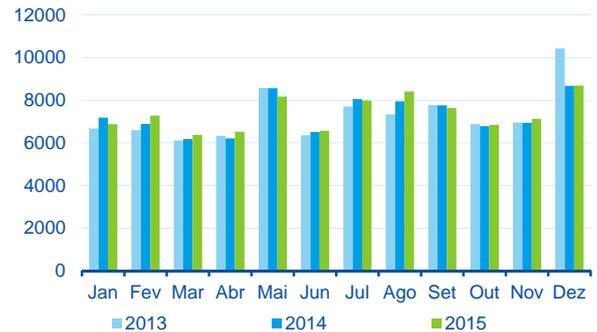


Gráfico 17  
**Dívida pública e privada (% do PIB)\***

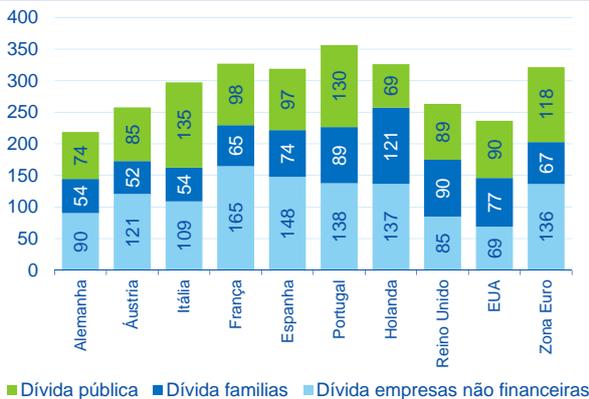
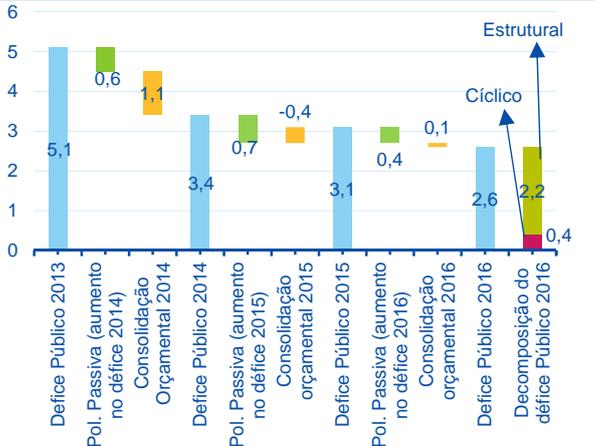


Gráfico 18  
**Decomposição do défice fiscal (cíclico e estrutural)\*\***



\* Fontes: HAVER e BBVA Research

\*\* Fontes: HAVER e BBVA Research, excluindo one-offs

**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.