

Europa: O Desafio Português

Rafael Doménech

Economista Chefe de Economias Desenvolvidas do BBVA Research

Lisboa, 2 e 3 de Abril 2012

Principais mensagens

- A **economia Portuguesa** está a atravessar um **intenso processo de ajustamento**, revertendo os elevados desequilíbrios externo, público e privado
- **As empresas**, excepto no sector de construção e imobiliário, estão a apresentar níveis de dívida e solvência adequados e rácios de rentabilidade relativamente elevados
- Os maiores grupos bancários apresentam **défice de capital**.
A gestão da liquidez é um grande desafio com **necessidades de refinanciamento** significativas.
Deterioração na qualidade dos ativos e estratégia de **desalavancagem** em curso
- **O processo de consolidação orçamental em curso é exigente mas ambicioso**.
As metas orçamentais são provavelmente melhor avaliadas em termos de consolidação estrutural.
- É essencial enfrentar **o processo de reformas estruturais** com determinação:
principais pontos fracos ligados à **competitividade e ao baixo potencial de crescimento**
- A **economia Portuguesa deverá cair 2,7% em 2012** depois da contração de 2011.
O crescimento dependerá tanto de uma resolução da crise da dívida europeia e do ambicioso processo de reformas.

Índice

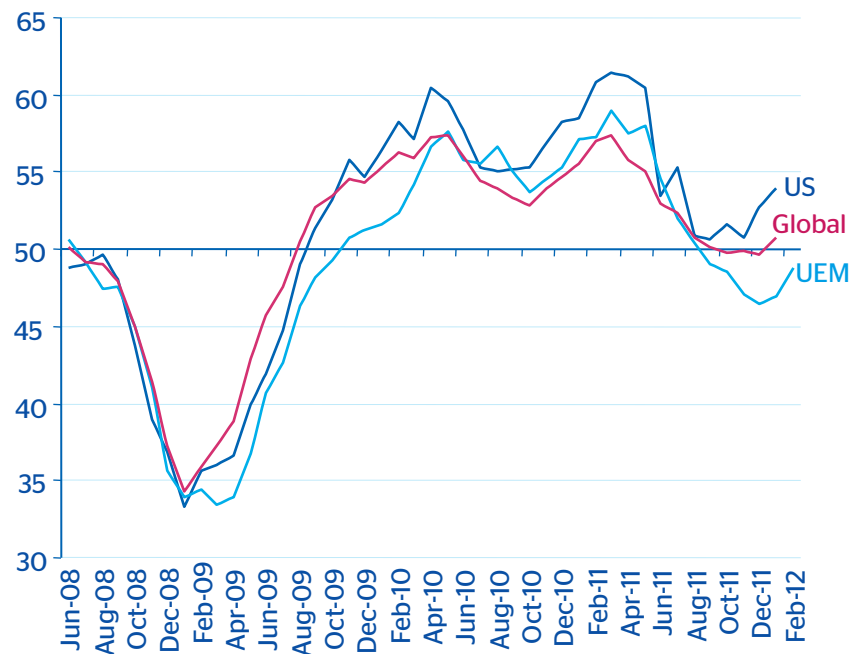
- 1. Perspectivas de crescimento da economia mundial e portuguesa**
2. Portugal: a correção dos desequilíbrios está em curso, novas reformas estruturais são essenciais

Heterogeneidade geográfica

Expectativas empresariais (PMI)

Fonte: BBVA Research a partir de Bloomberg

Valores acima de 50 indicam expansão



EUA.: melhora das expectativas depois dos riscos de recessão no 2S11

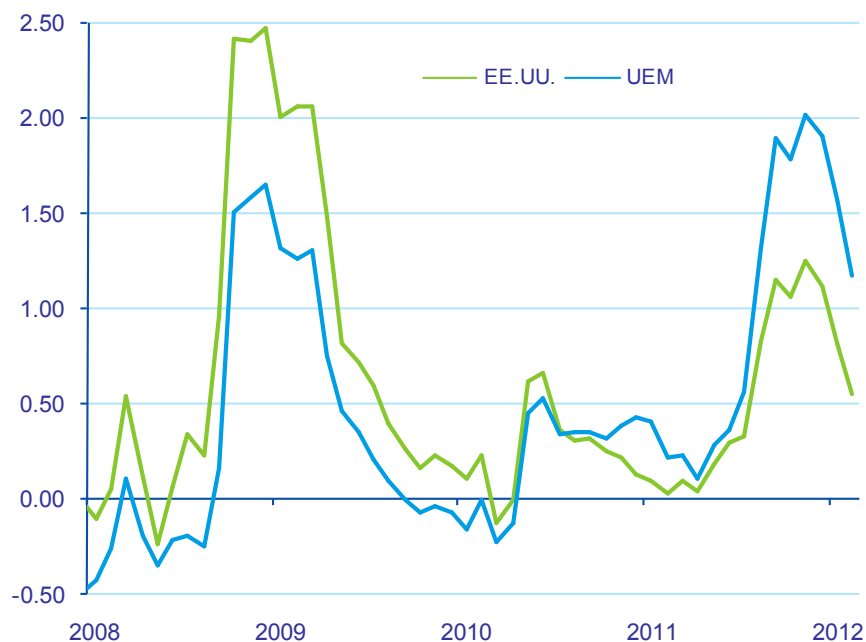
Europa: queda da confiança e das expectativas no 3T11 e 4T11. Melhora no 1T12?

Suave desaceleração nas economias emergentes

As tensões financeiras continuam elevadas

Índice de Tensões Financeiras BBVA (ITF)

Fonte: BBVA Research



Apesar dos leilões a 3 anos estarem a inundar de liquidez o mercado...

..., as tensões financeiras na Europa continuam ainda elevadas...

..., e os mercados de financiamento por grosso permanecem desequilibrados (centro/periferia)

O cenário como esperado, mas ainda com fortes riscos

Cenário de Risco

Reveses na Europa (incumprimento desordenado na Grécia → contágio)

Regressa a recessão nos EUA e aterragem brusca das economias emergentes

Riscos geopolíticos

Riscos regulatórios

Cenário base

Reestruturação ordenada da dívida grega FEEF +MEE evitam o contágio

BCE disponibiliza liquidez suficiente e os mercados grossistas reabrem-se para a banca

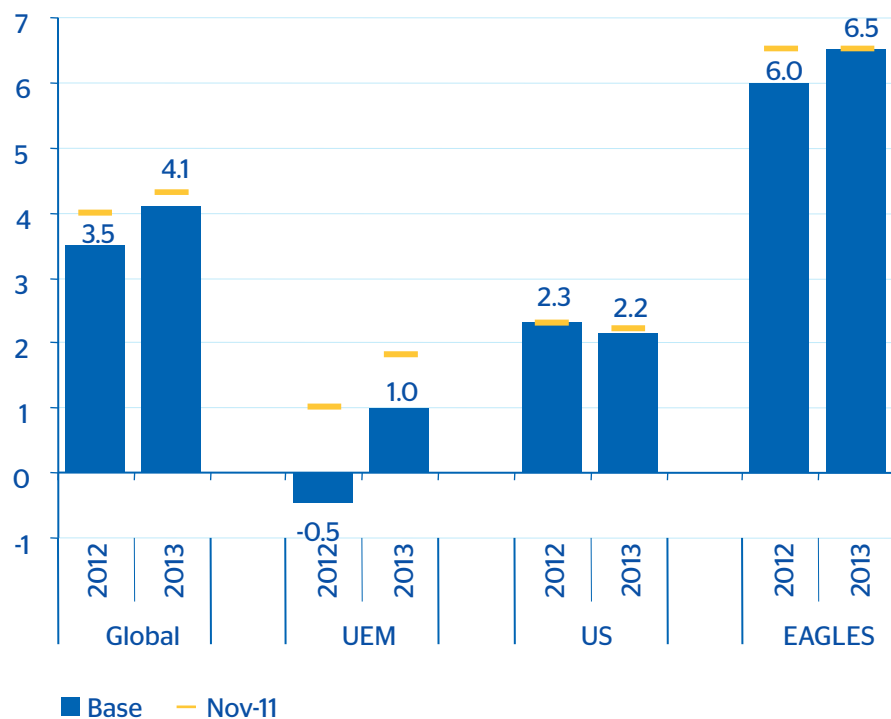
O pacto e as reformas propiciam uma redução dos prémios de risco

Continua a recuperação lenta nos EUA e o dinamismo nas economias emergentes

Europa a crescer abaixo do resto do mundo

Crescimento do PIB (% a/a)

Fonte: BBVA Research



Ligeira desaceleração do crescimento mundial

Revisão importante do crescimento na Europa

As economias emergentes continuam a mostrar dinamismo apesar do risco global

Portugal: recessão, apesar das exportações

Indicadores curto prazo

Fonte: BBVA Research

Indicador	Média Q4-2011	Média Q1-2012 (até agora)
PIB	-1.27	n.a.
Confiança	76.23	75.80
Vendas de Retalho	-1.14	-2.70
IPC	3.80	3.50
Produção Industrial	-1.16	1.16
Exportações	0.32	n.a.
Taxa de Desemprego	14.07	14.80

Crescimento e inflação

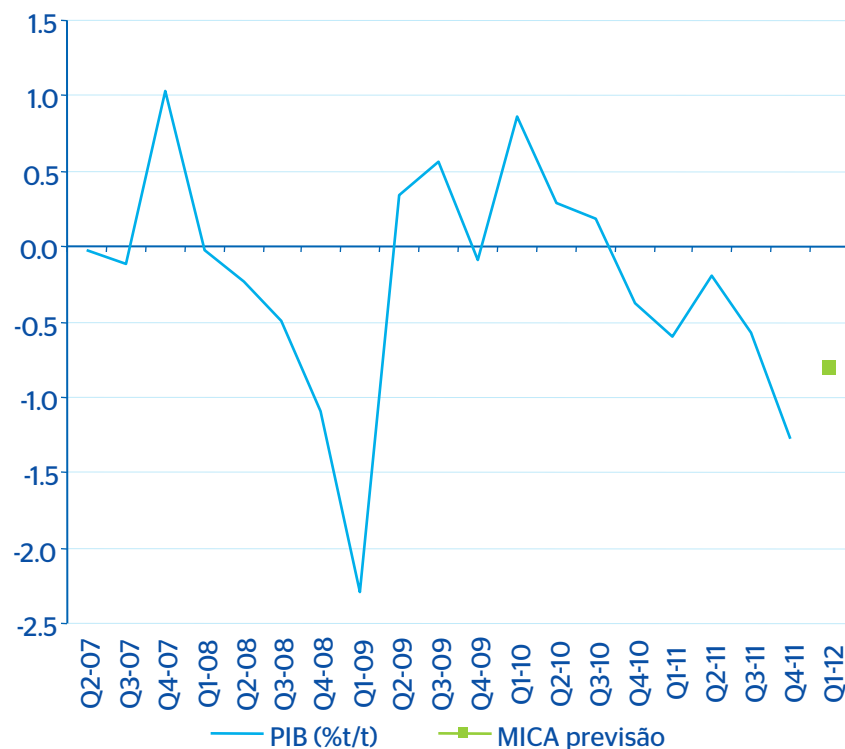
Fonte: BBVA Research

Indicator	Realizado 2011	BBVA 2012	BBVA 2013	Consensus 2012	Consensus 2013
PIB	-1.61	-2.70	0.60	-3.80	-1.30
Inflação	3.65	2.80	1.10	2.60	1.50

PIB a cair em 1T2012 cerca de 0.7%

Portugal: PIB e modelo indicador

Fonte: Eurostat e BBVA Research



O PIB contraiu no 4ºTrim. -1.3% t/t, face à nossa estimativa de -1.6%...

...enquanto a actividade anual caiu em 2011 cerca de -1.6%

O nosso modelo de MICA BBVA prevê uma contração de -0.7% t/t em 1T2012.

Recessão em 2012 e recuperação lenta em 2013

Portugal: Previsões para o crescimento do PIB e inflação

Fonte: BBVA Research

Taxa de variação anual	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Consumo privado	1.3	-2.3	2.1	-3.9	-5.4	-1.0
Consumo público	0.3	4.7	0.9	-3.9	-3.3	-1.4
Formação Bruta de Capital Fixo	-0.3	-8.6	-4.1	-14.0	-12.7	-0.4
Existências (*)	0.0	-1.1	0.1	0.0	0.0	0.0
Procura Interna (*)	0.9	-3.6	0.8	-6.2	-6.6	-0.9
Exportações	-0.1	-10.9	8.8	7.4	4.4	4.7
Importações	2.3	-10.0	5.4	-5.5	-5.8	0.8
Exportações líquidas (*)	-1.0	0.6	0.5	4.6	3.9	1.5
PIB	-0.1	-2.9	1.4	-1.6	-2.7	0.6
Inflação	2.7	-0.9	1.4	3.7	2.8	1.1

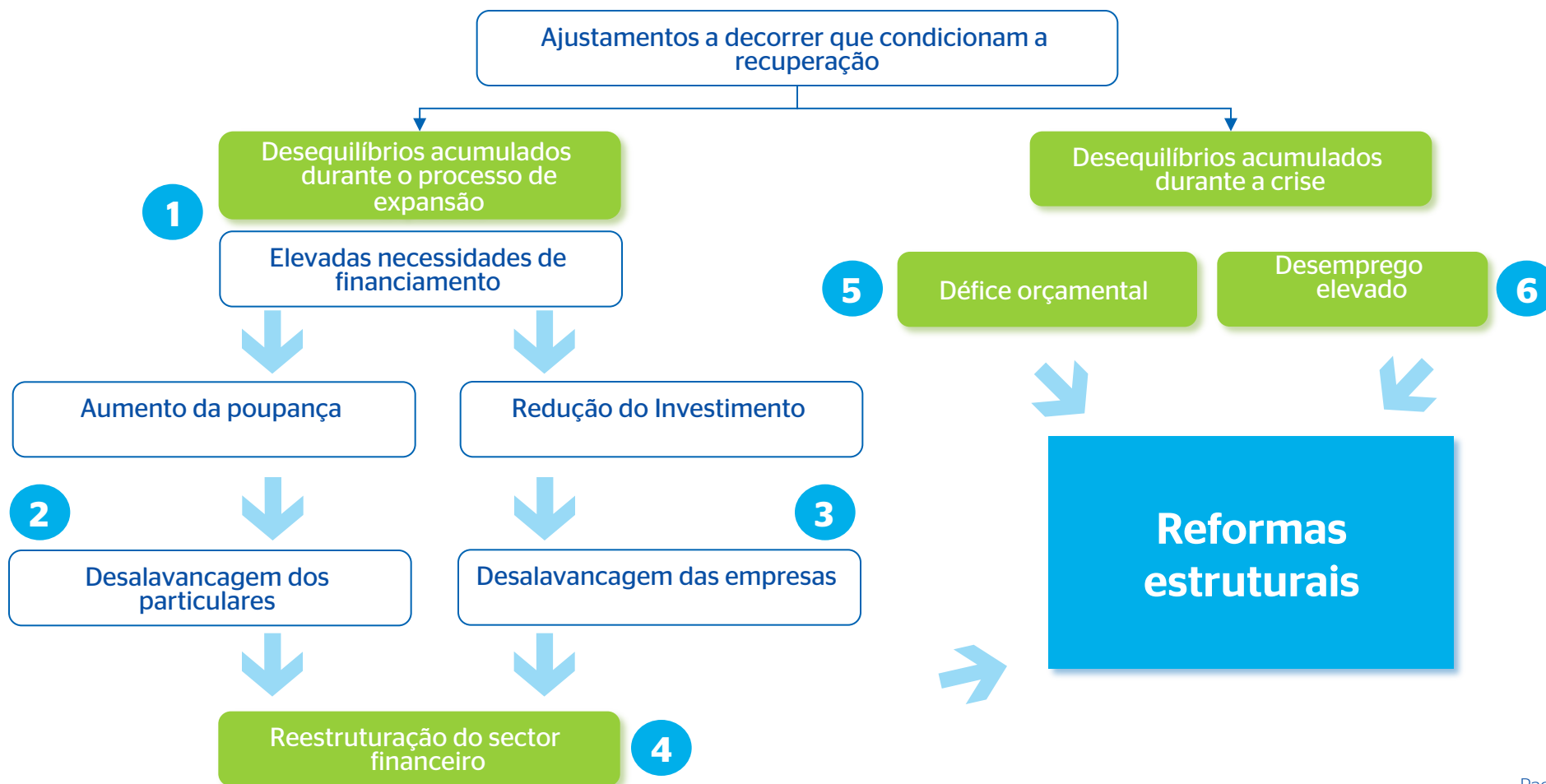
(*) Contribuição para o crescimento

Fonte: BBVA Research

Índice

1. Perspectivas de crescimento da economia mundial e portuguesa
- 2. Portugal: a correção dos desequilíbrios está em curso, novas reformas estruturais são essenciais**

Portugal: A correção dos desequilíbrios está em curso

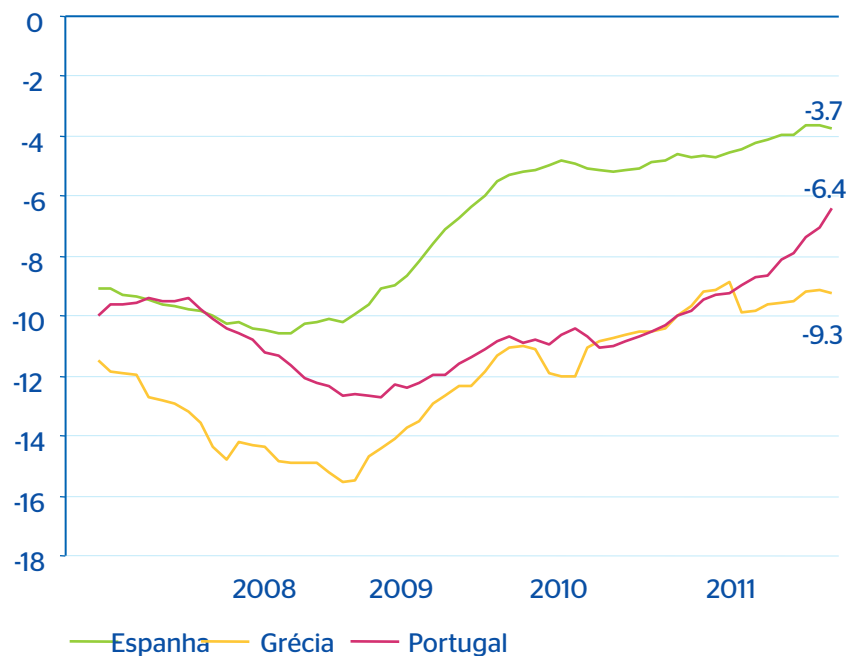


A correção dos desequilíbrios está em curso

1 Correção das elevadas necessidades de financiamento externo

Saldo da Balança Corrente (% do PIB)

Fonte: Eurostat e BBVA Research



O défice da balança corrente está a ajustar-se rapidamente, embora permaneça elevado

A correção é explicada pelo bom desempenho da Balança Comercial

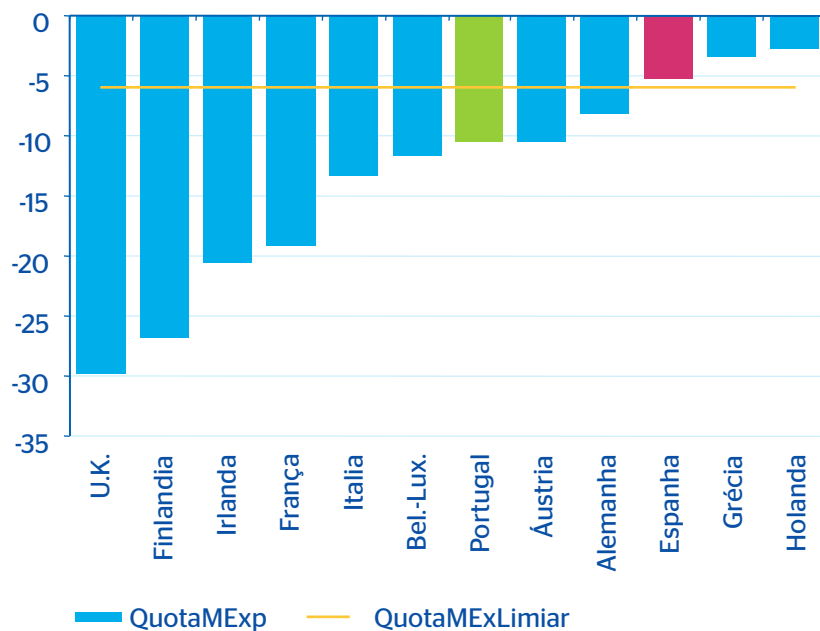
Em Espanha, a maior parte da correção ocorreu durante a recessão de 2009

A correção dos desequilíbrios está em curso

1 Correção das elevadas necessidades de financiamento externo

Quota de mercado das exportações. Mercado de bens e serviços. Variação % 5 anos (até ao 3Trim. 2011)

Fonte: BBVA Research com base no IFS-IMF



A perda de competitividade das exportações não é elevada em Portugal

O que implica que os elevados défices externos também são explicados por gastos em excesso e pelas importações

Em Espanha a perda de competitividade das exportações tem sido ainda menor

A correção dos desequilíbrios está em curso

1 Correção das elevadas necessidades de financiamento externo

Inflação. Área do Euro, Area-12 Baseada no Deflactor do PIB, 1999-2010 (contribuição para a variação)
(taxas anuais médias de crescimento em percentagem)

Fonte: BBVA Research com base em AMECO.

	Total	Salários	Produtividade	Margem	Impostos
ZE-12	1,79	1,16	0,28	0,72	0,19

Desvio da média da ZE-12

Alemanha	-0,93	-0,53	0,06	-0,34	0,01
França	-0,14	0,18	0,04	-0,19	-0,09
Irlanda	0,20	0,58	0,45	0,01	0,06
Itália	0,53	-0,04	-0,31	0,22	0,03
Portugal	0,79	0,60	0,01	0,03	0,16
Grécia	1,20	0,45	0,08	0,67	0,17
Espanha	1,42	0,52	0,00	0,78	0,11

Fonte: BBVA Research baseado no AMECO.

A inflação tem estado em média 0.8pp acima da ZE nos anos 2000

O aumento dos salários é a principal fonte de inflação passada

Em Espanha, o diferencial de inflação também é explicado por margens mais elevadas

A correção dos desequilíbrios está em curso

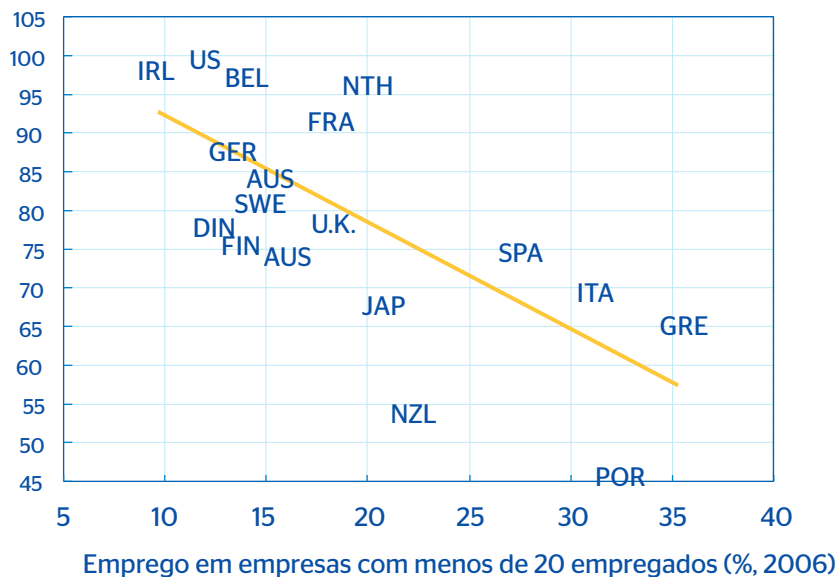
1 Correção das elevadas necessidades de financiamento externo

Dimensão das empresas e produtividade

(Correlação: 0.7)

Fonte: BBVA Research

Produtividade do trabalho por hora trabalhada em 2008 (U.S.=100)



Menor crescimento da produtividade também está por trás dos altos custos unitários do trabalho

A pequena dimensão das empresas está claramente correlacionada com a baixa produtividade

No entanto, em Portugal, estão em jogo outros factores: nível de ensino ...

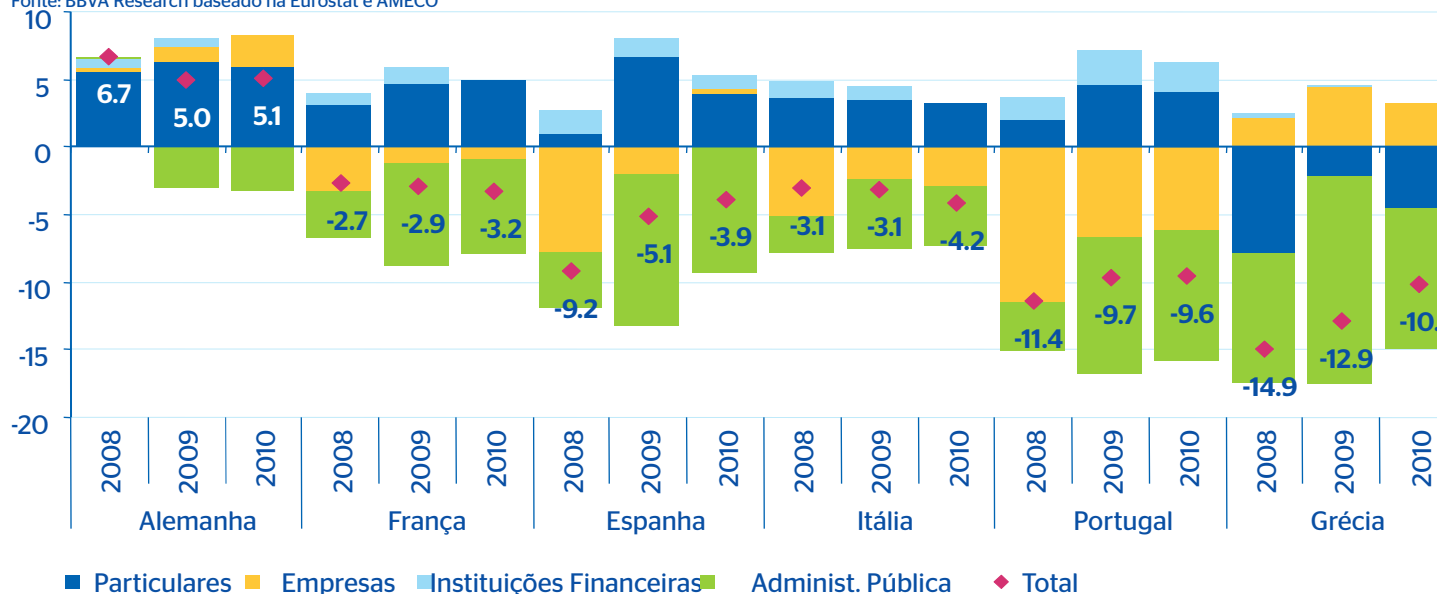
A correção dos desequilíbrios está em curso

1 Correção das elevadas necessidades de financiamento externo

Portugal: elevado défice externo por necessidades de financiamento das empresas e do sector público.
Em Espanha, as necessidades financeiras do sector empresarial e do sector financeiro são muito pequenas

UEM Capacidade de financiamento/ Necessidade por sectores (% PIB)

Fonte: BBVA Research baseado na Eurostat e AMECO



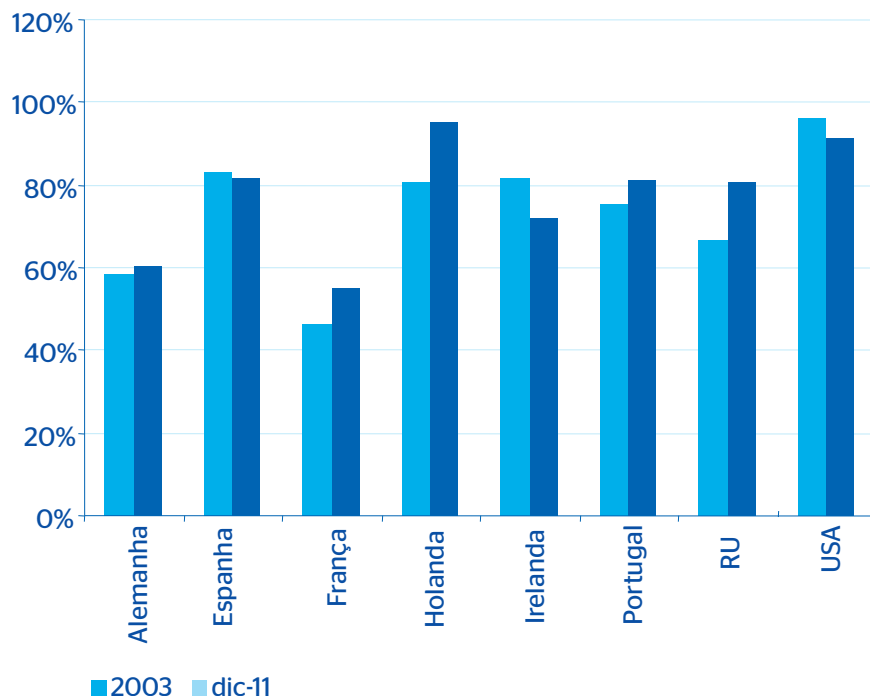
A correção dos desequilíbrios está em curso

2 Desalavancagem dos particulares

Crédito a Particulares

(% PIB)

Fonte: BBVA Research



Em Portugal, o consumo elevado resultou num significativo endividamento das famílias

Em Espanha, o elevado endividamento é principalmente o resultado dos gastos em habitação

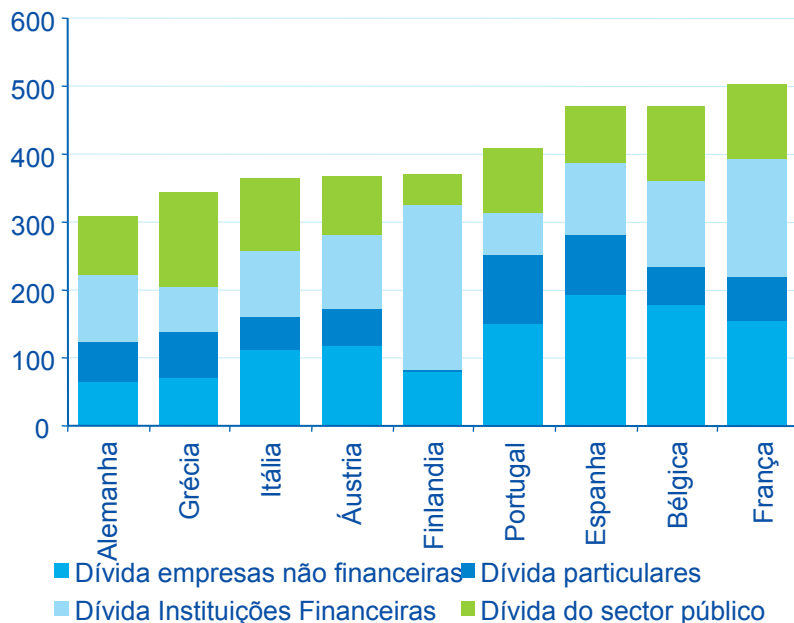
Em ambos os países a estagnação (ou mesmo contração) do crédito faz parte do processo de ajustamento.

A correção dos desequilíbrios está em curso

3 Desalavancagem das empresas

Dívida pendente por sector (% do PIB)

Fonte: BBVA Research



Portugal: a dívida das empresas materializada através de outros instrumentos que não o crédito

Em Espanha a elevada dívida corporativa reflete em grande medida o endividamento das empresas imobiliárias

Em ambos os países a estagnação (ou mesmo contração) do crédito faz parte do processo de ajustamento.

A correção dos desequilíbrios está em curso

3 Reestruturação do sector financeiro.

Solvabilidade

- **De acordo com a análise da AEB, os 4 maiores grupos bancários apresentam um défice de capital** de € 7.8bn. A transferência parcial dos fundos de pensões dos bancos para a Segurança Social coloca uma pressão adicional (estimado <€ 1 bn) nos níveis de capital.
- É provável que o Governo injete Cocos (obrigações contingentes convertíveis) em vários bancos

Liquidez

- **A gestão da liquidez é um grande desafio com necessidades de refinanciamento significativas** (€ 15bn em 2012), enquanto os mercados grossistas permanecem fechadas desde Abril de 2010. O sistema conta com o financiamento do BCE (€ 47.4bn em Fevereiro de 2012).
- **Uma estratégia de desalavancagem agressiva está em curso** - todos os bancos devem cumprir um rácio de empréstimos / depósitos de 120% até 2014

Qualidade dos activos

- **Acentuada deterioração na qualidade dos activos em 2011.** Rácio estimado do incumprimento para o sistema em Janeiro de 2012 em 7,4%, face a 5% no início de 2011. Para 2012, a contração esperada do PIB (-2,7%) e o aumento do desemprego vai continuar a pressionar a qualidade dos activos

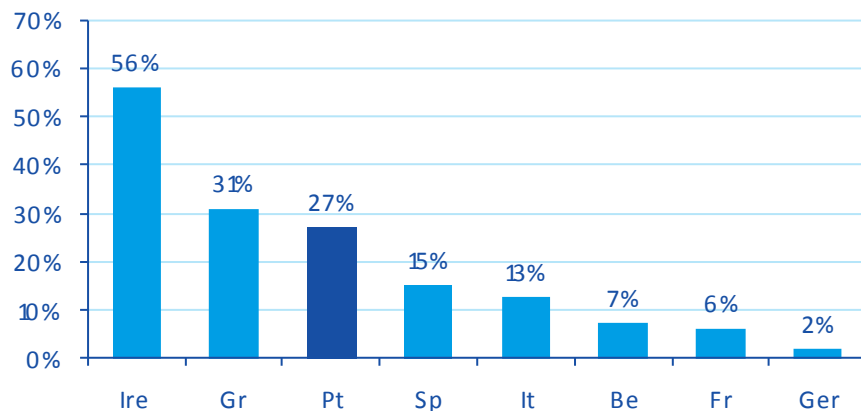
A correção dos desequilíbrios está em curso

4 Reestruturação do sector financeiro.

Bancos da Zona Euro: liquidez do BCE em % do PIB Janeiro 2012

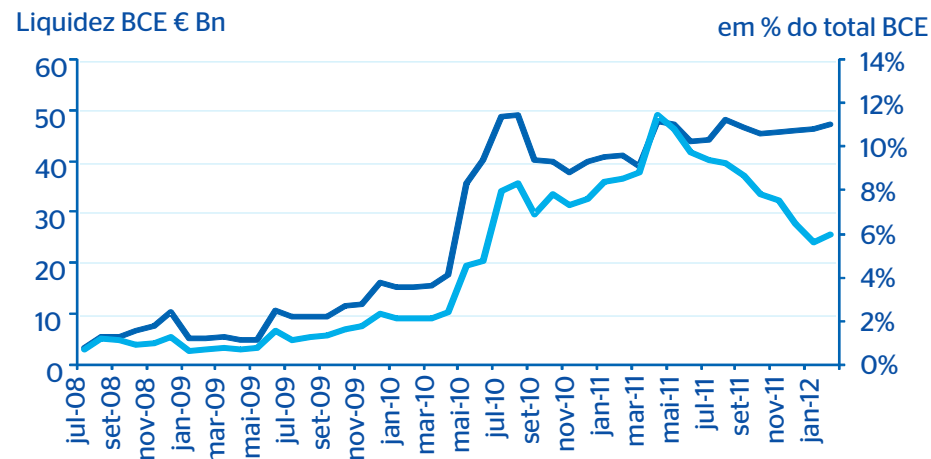
BE, FR, Ger em Dezembro 2011

Fonte: BBVA Research com base no ECB



Liquidez BCE - Bancos Portugueses

Fonte: BBVA Research com base no BCE



O financiamento dos bancos portugueses está em grande parte dependente do BCE

A correção dos desequilíbrios está em curso

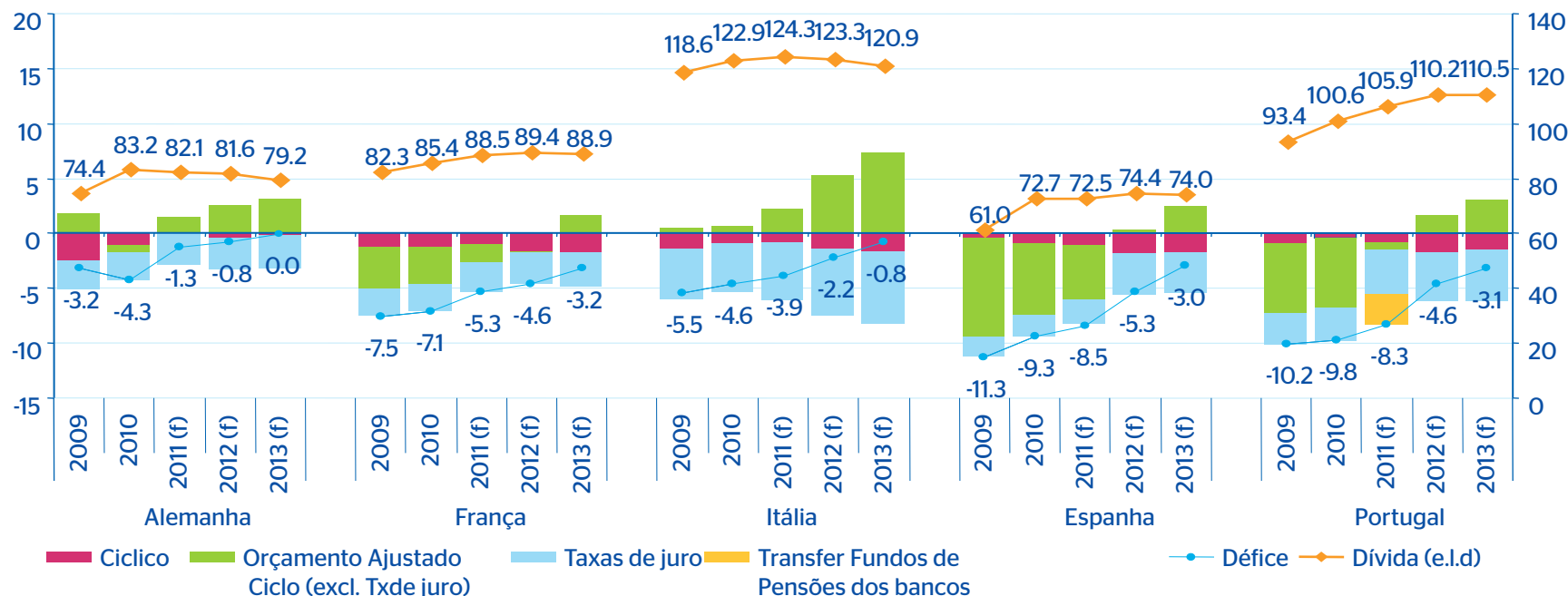
5 O esforço de consolidação orçamental

Os desafios de consolidação orçamental de Portugal e Espanha são muito significativos

Faz sentido persistir em compromissos estruturais.

Saldo orçamental e dívida pública em percentagem do PIB

Fonte: BBVA Research com base em Eurostat e CBO

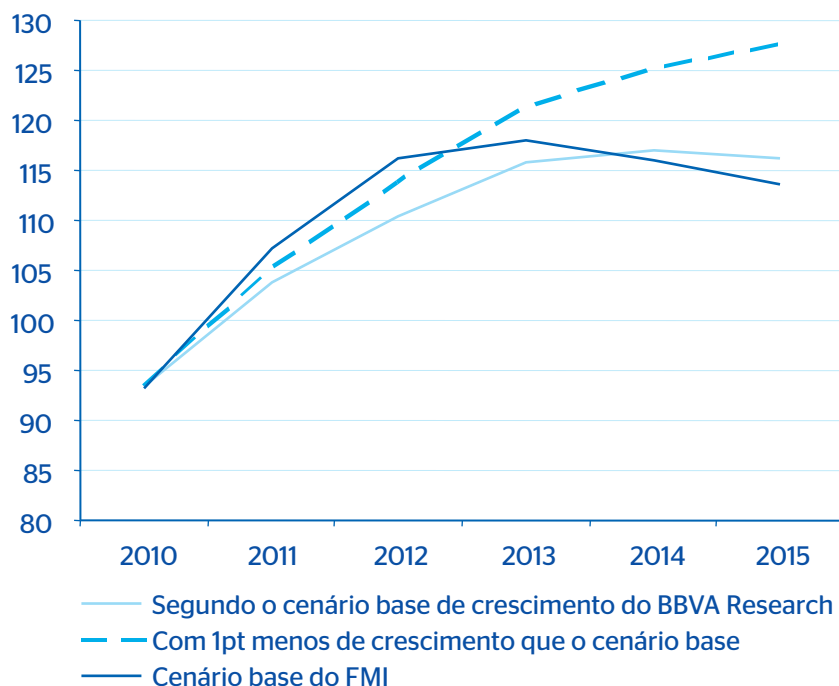


A correção dos desequilíbrios está em curso

5 O esforço de consolidação orçamental

Portugal: Análise da sustentabilidade da Dívida

Fonte: FMI e BBVA Research



Principal risco para a análise da sustentabilidade da dívida deriva do menor crescimento do PIB

A UE irá provavelmente abrandar o ritmo de consolidação orçamental, reduzindo o risco de uma recessão mais acentuada

Apoio adicional para ganhar tempo: ou através de um segundo programa (mais provável) ou com o apoio da MEE às emissões de dívida soberana

A correção dos desequilíbrios está em curso

5 O esforço de consolidação orçamental

Despesa pública em pensões em% do PIB em 2010 e projeções até 2060

Fonte: CE

	Gasto 2010	Variação entre 2010 e 2060				Gasto 2060
		Taxa de dependência	Taxa de ocupação	Taxa de elegibilidade	Taxa de substituição	
Bélgica	10,0	7,4	-0,5	-0,9	-1,3	14,7
Dinamarca	9,1	6,5	-0,1	-4,9	-1,2	9,2
Alemanha	10,4	7,9	-0,8	-1,9	-0,3	12,8
Grécia	11,7	12,7	-0,6	-0,4	0,7	24,1
Espanha	8,4	10,7	-0,9	-0,9	-2,2	15,1
França	13,0	8,4	-0,5	-2,2	-4,7	14,0
Irlanda	4,0	5,9	-0,2	-1,5	0,4	8,6
Itália	14,0	10,4	-1,1	-3,2	-6,5	13,6
Luxemburgo	8,7	8,4	0,0	5,2	1,5	23,9
Holanda	6,6	6,6	-0,2	-1,5	-1,0	10,5
Austria	12,8	9,9	-0,5	-2,6	-6,0	13,6
Portugal	11,4	9,8	-0,6	-1,7	-5,4	13,4
Finlândia	10,0	8,7	-0,6	-3,1	-1,6	13,4
Suécia	9,5	5,6	-0,4	-0,4	-4,9	9,4
Reino Unido	6,6	4,2	-0,3	-1,4	0,2	9,3
(e): estimated value						
UE 15	10,2	7,7	-0,6	-1,8	-2,9	12,6

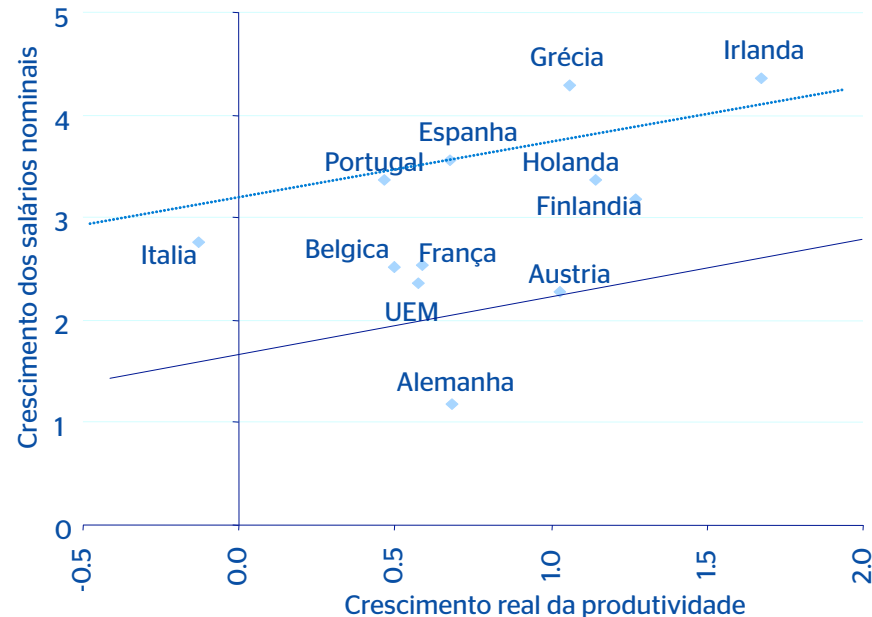
A correção dos desequilíbrios está em curso

5 O elevado nível de desemprego

A dualidade do mercado de trabalho e a inadequada determinação da fixação salarial são um problema

Diferença de crescimento entre salários e produtividade por empregado, média anual 2000-2010 (%)

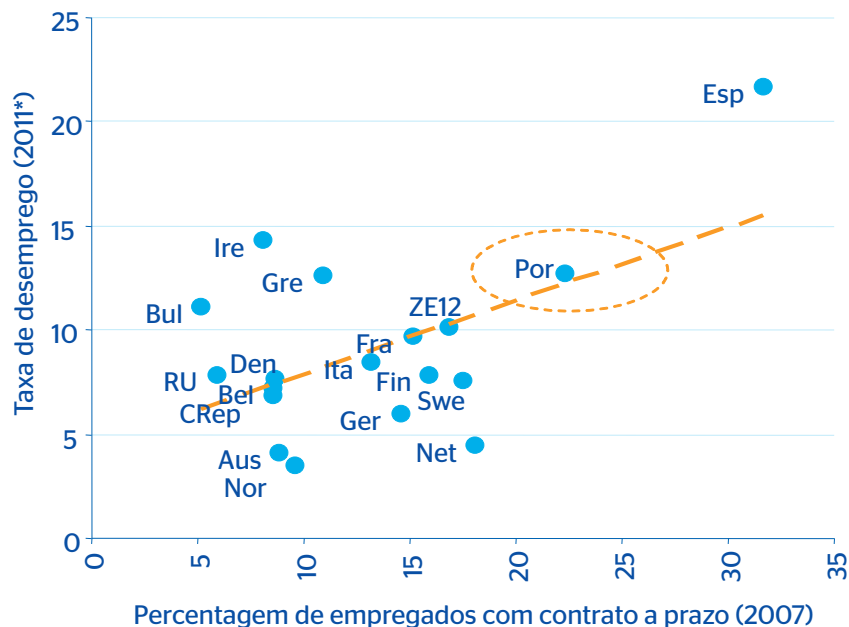
Fonte: BBVA Research com base em dados da AMECO



Taxa de emprego temporário vs taxa de desemprego

* Grécia, RU, Noruega: 2010

Fonte: BBVA Research com base na Eurostat



A correção dos desequilíbrios está em curso

6 A reforma do mercado de trabalho

Espanha

Redução das diferenças das indemnizações entre trabalhadores temporários e efetivos

Descentralização da negociação: mais fácil para a desanexar de acordos de nível superior

Outros: Reforço da formação, lutar contra o absentismo no trabalho

Ampla reforma, focada na descentralização e no pagamento de indemnizações

Portugal

Redução de indemnizações ao máximo de 20 dias por ano trabalhado (máximo de 12 meses)

Restritividade nas prestações de desemprego para aumentar os incentivos ao emprego

Outros: subsídios ao emprego, redução dos feriados

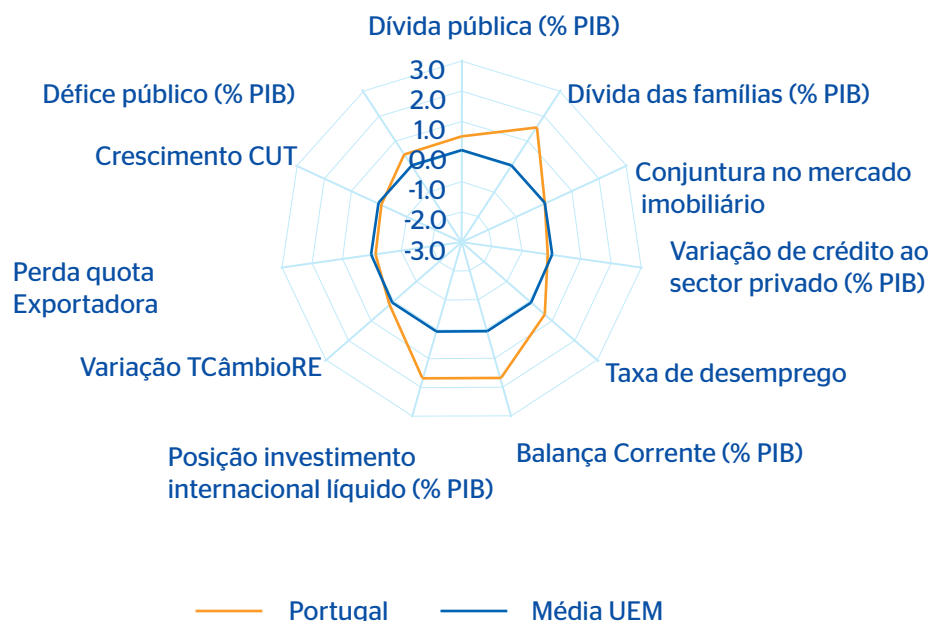
Ampla reforma, focada em incentivos para a procura de emprego e redução dos pagamentos de indemnizações

A correção dos desequilíbrios está em curso

Portugal: desequilíbrios macroeconómicos

Fonte: BBVA Research a partir de Haver, Eurostat, OCDE e OMC

Note: Desvio padrão em relação a média da zona euro normalizado em 2010 ou 2011, dependendo da disponibilidade



Contra: elevados desequilíbrios iniciais e expectativas que se auto-cumprem

A favor: reformas estruturais ambiciosas

A reestruturação é totalmente evitável, provavelmente com assistência financeira para além de 2013

Conclusões

- 1 **2012: um ano cheio de riscos e desafios**
- 2 **Crescimento desigual no mundo, na Europa e Portugal**
- 3 O **crescimento** dependerá de uma **resolução da crise da dívida europeia** e do ambicioso processo de reformas.
- 4 É essencial enfrentar o processo de reformas estruturais com determinação: principais pontos fracos ligados à **competitividade e ao baixo potencial de crescimento**

Muito obrigado
www.bbvaresearch.com

Europa: O Desafio Português

Rafael Doménech

Economista Chefe de Economias Desenvolvidas do BBVA Research

Lisboa, 2 e 3 de Abril 2012

Anexo

Europa: O Desafio Português

Rafael Doménech

Economista Chefe de Economias Desenvolvidas do BBVA Research

Lisboa, 2 e 3 de Abril 2012

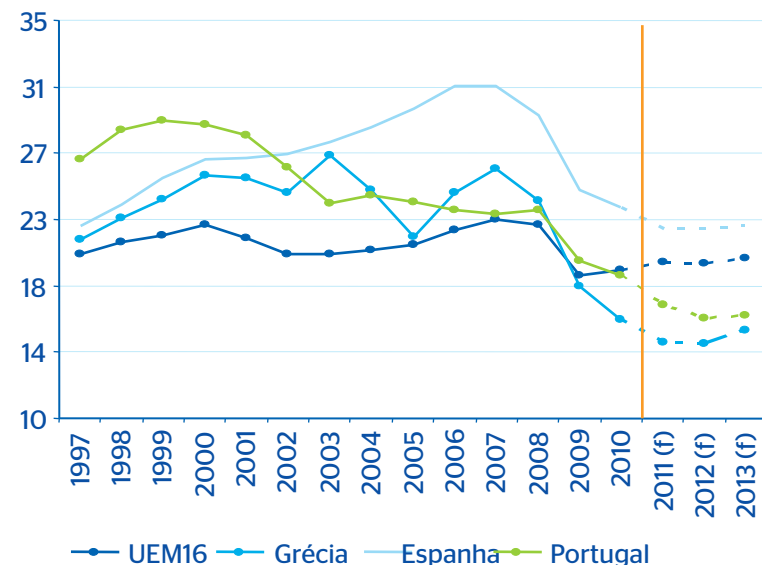
A correção dos desequilíbrios está em curso

1 Correção das elevadas necessidades de financiamento externo

O défice da balança corrente é um reflexo da queda de longo prazo da taxa de poupança das famílias até 2009. Em Espanha, reflete principalmente o aumento do investimento, mas o ajustamento também é rápido.

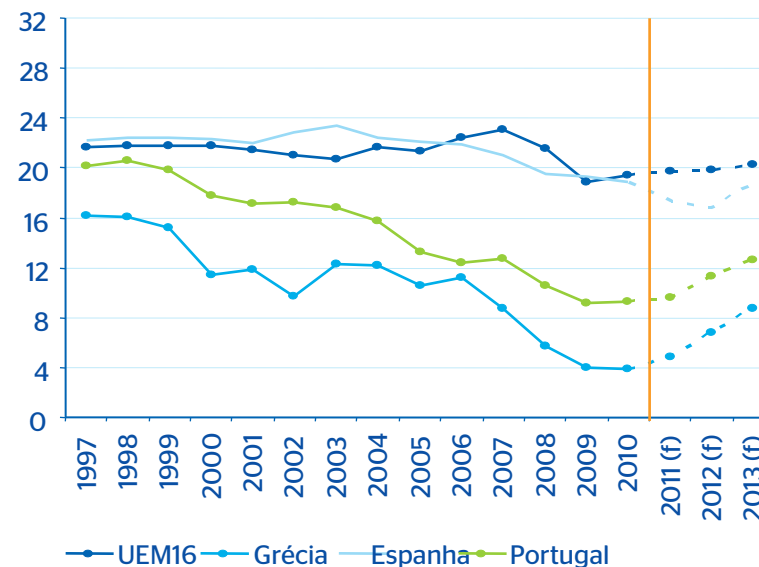
Taxa de Investimento interno

(FBCF em percentagem do PIB)
Fonte: BBVA Research com base no INE e AMECO



Taxa de Poupança Interna em percentagem do PIB

Fonte: BBVA Research com base no INE e AMECO



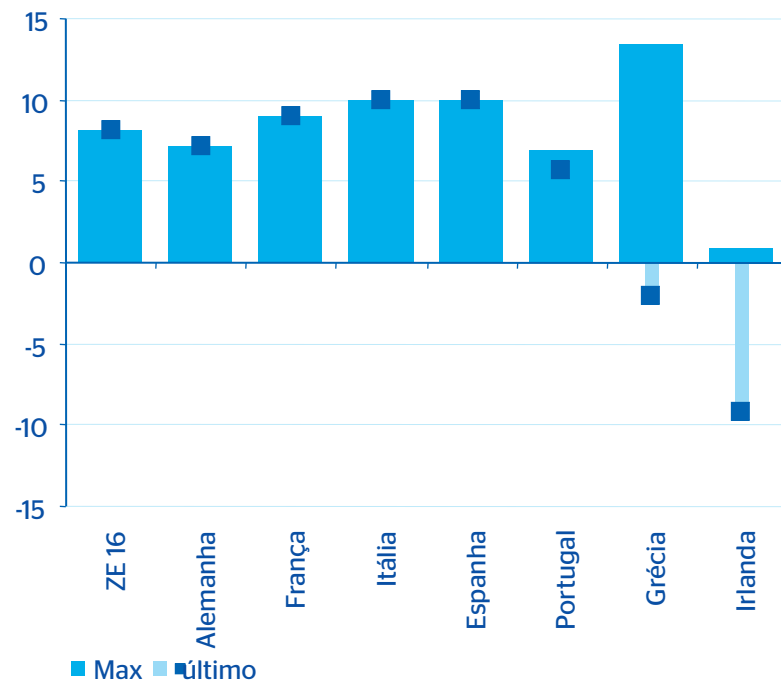
A correção dos desequilíbrios está em curso

1 Correção das elevadas necessidades de financiamento externo

Evolução dos Custos unitários do trabalho

% variação face ao ano base 2008=100

Fonte: BBVA Research com base na Eurostat



Até agora, o ajustamento nos salários tem sido maior apenas na Irlanda e na Grécia

Medidas em Portugal: baixas de salários da função pública, maior flexibilidade de salário, proposta de banco de horas

Medidas em Espanha: a descentralização da negociação salarial, congelamento de salários da função pública

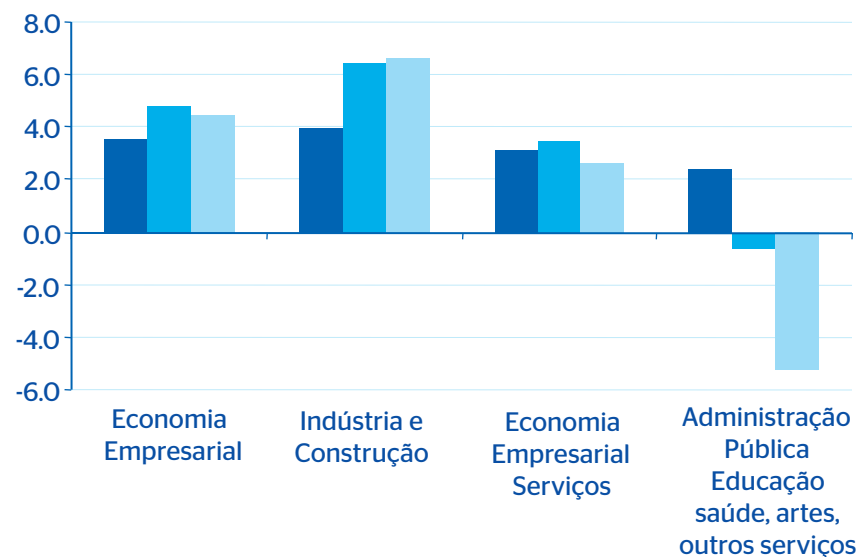
A correção dos desequilíbrios está em curso

1 Correção das elevadas necessidades de financiamento externo

Portugal: evolução dos salários

% variação face ao ano base 2008=100

Fonte: BBVA Research baseado na Eurostat



■ 2009 ■ 2010 ■ 2011

Até 2011, apenas os salários nos serviços públicos têm sofrido ajustamentos

O desafio é a moderação nos outros sectores

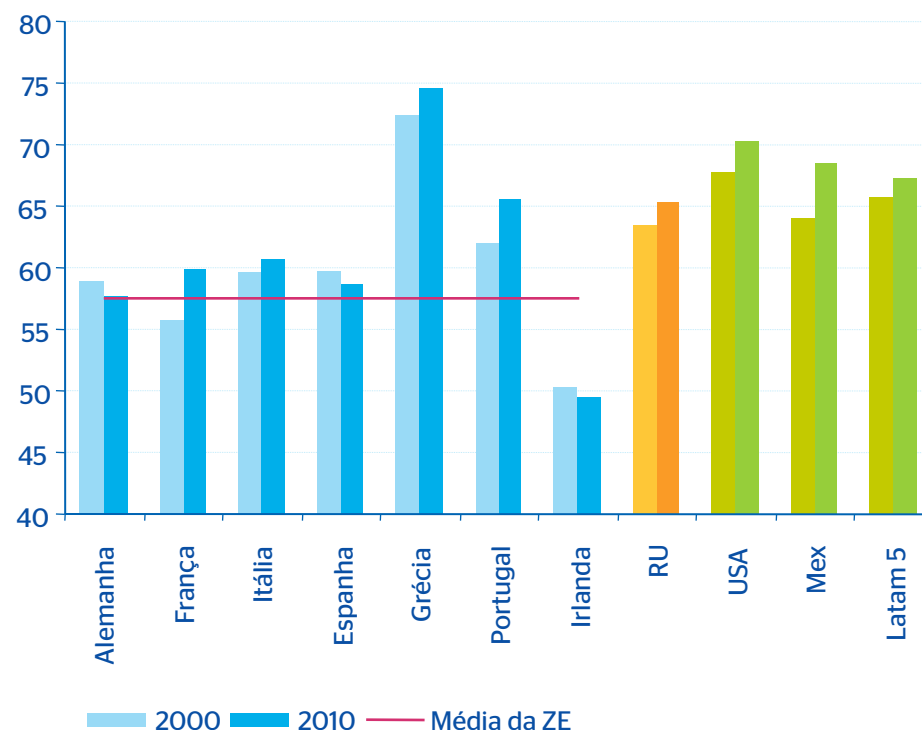
Dois factores principais: efeito de demonstração do sector público e descentralização salarial

A correção dos desequilíbrios está em curso

2 Desalavancagem dos particulares

Rácios do Consumo (em % do PIB)

Fonte: Fontes Nacionais e BBVA Research



Em Portugal, uma boa parte da excessiva despesa interna reflecte um elevado nível de consumo

Esta situação é comum para a periferia da ZE, mas muito mais atenuada em Espanha

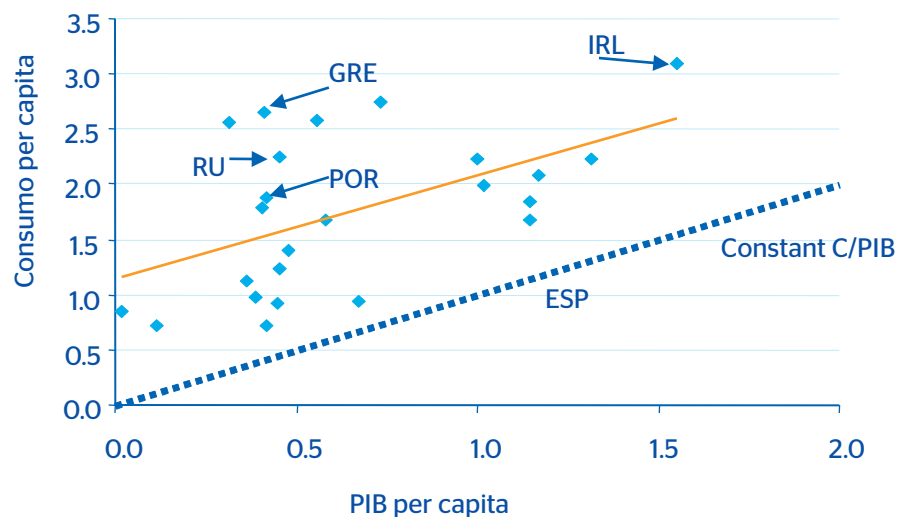
A correção dos desequilíbrios está em curso

2 Desalavancagem dos particulares

PIB per capita e consumo per capita

(média crescimento yoy 1995-2009)

Fonte: BBVA Research baseada na AMECO



Em Portugal o consumo per capita é maior em comparação com seu PIB per capita

De um modo geral, o ajustamento da economia através de uma diminuição do consumo é positiva

Em Espanha, a despesa excessiva não é reflexo de níveis particularmente elevados de consumo, mas sim de demasiado investimento

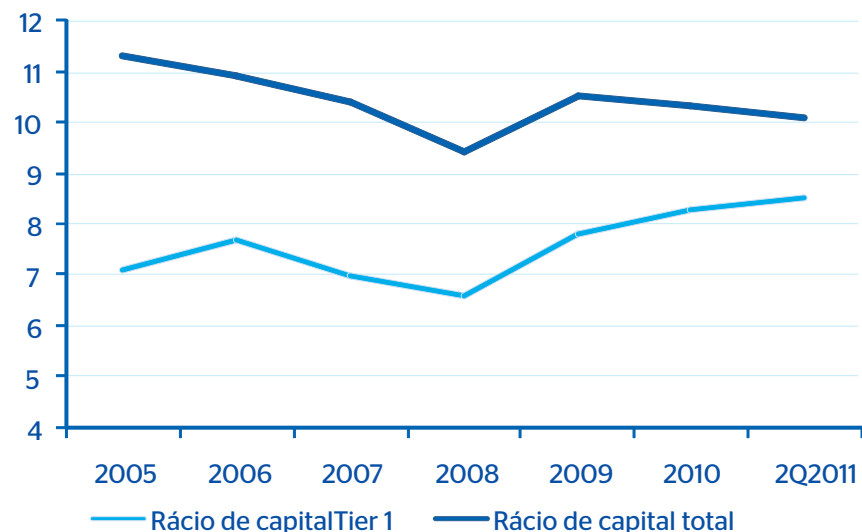
A correção dos desequilíbrios está em curso

4 Reestruturação do sector financeiro. As novas medidas são um passo positivo

Solvabilidade

Evolução dos rácios de capital (%)

Fonte: BBVA Research com base no Banco de Portugal



O Programa de Assistência Económica e Financeira definiu um core Tier 1 mínimo de 9% e de 10% a ser alcançado, respectivamente, até ao final de 2011 e 2012. Há um programa de apoio à banca para aumento de capital no montante de € 12 bn, que não foi utilizado até agora

€ Existe um défice de capital de 3,4 bn nos 4 principais bancos para cumprir com os 9% estipulado pela AEB para Junho de 2012 (a AEB usa um critério mais rigoroso do que o do Banco de Portugal)

A reavaliação dos títulos de dívida soberana levou a um défice adicional de capital de € 4,4bn em Setembro de 2011 para os 4 maiores grupos bancários

Os bancos precisam, para suprir a insuficiência de capital associado à transferência dos fundos de pensões, até Junho de 2012.

Os bancos apresentaram os seus planos de capitalização ao Banco de Portugal no início do ano - é provável que várias entidades acedam aos fundos públicos - pode ser através de CoCos

○

É provável que vários bancos portugueses recorram a fundos públicos para cumprir as metas de capital de 9% e de 10% para Junho de 2012 e Dezembro de 2012

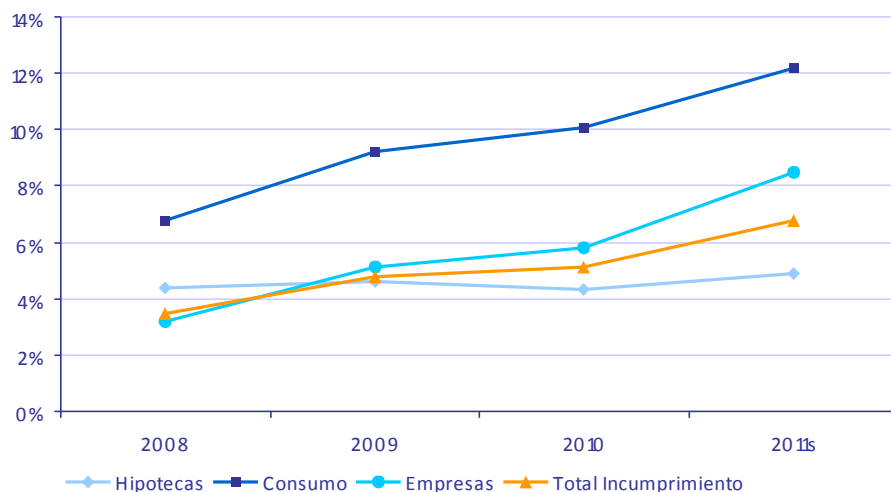
A correção dos desequilíbrios está em curso

4 Reestruturação do sector financeiro. As novas medidas são um passo positivo

Qualidade dos activos

Evolução dos rácios de incumprimento

Fonte: BBVA Research com base no Banco de Portugal



Acentuada deterioração da qualidade dos activos em 2011, com o rácio de morosidade de acordo com a nova definição imposta pela Troika (Crédito em Risco), atingindo 6,8% em Setembro de 2011 e os níveis de cobertura em torno de 55%

Estimamos uma taxa de 7,4% de crédito em incumprimento em Janeiro de 2012, com base na informação publicamente disponível sobre parcelas do empréstimo que estão vencidas

A materialização do risco de crédito vai continuar em 2012 devido a (i) contracção do PIB (ii) aumento esperado do desemprego, (iii) a redução no rendimento disponível das famílias, (iv) o aumento nas falências das empresas decorrente da contracção da actividade económica

O ritmo de deterioração da qualidade dos activos aumentou no passado recente

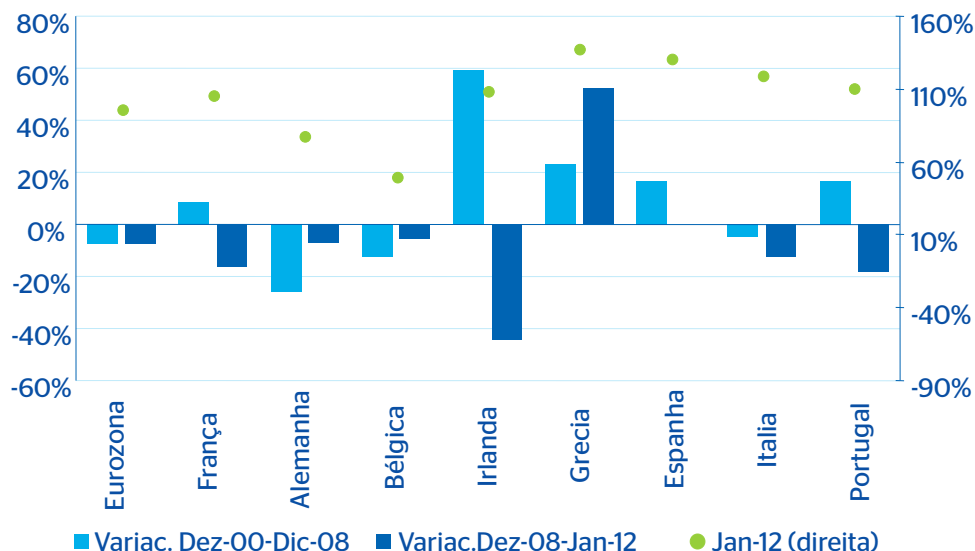
A correção dos desequilíbrios está em curso

4 Reestruturação do sector financeiro. As novas medidas são um passo positivo

Liquidez

Crédito/Depósitos do sector privado

Source: BBVA Research based on ECB and national sources



Bancos portugueses forçados a desalavancar. O Programa de Assistência Económica e Financeira definiu um limite de 120% para o rácio de crédito/depósitos até ao final de 2013, que se situou em 146%, em Setembro de 2011 depois de um pico de 170% em Junho de 2010.

Nota: apenas crédito e depósitos do sector privado, o que difere da definição constante do Programa de Assistência Económica e Financeira

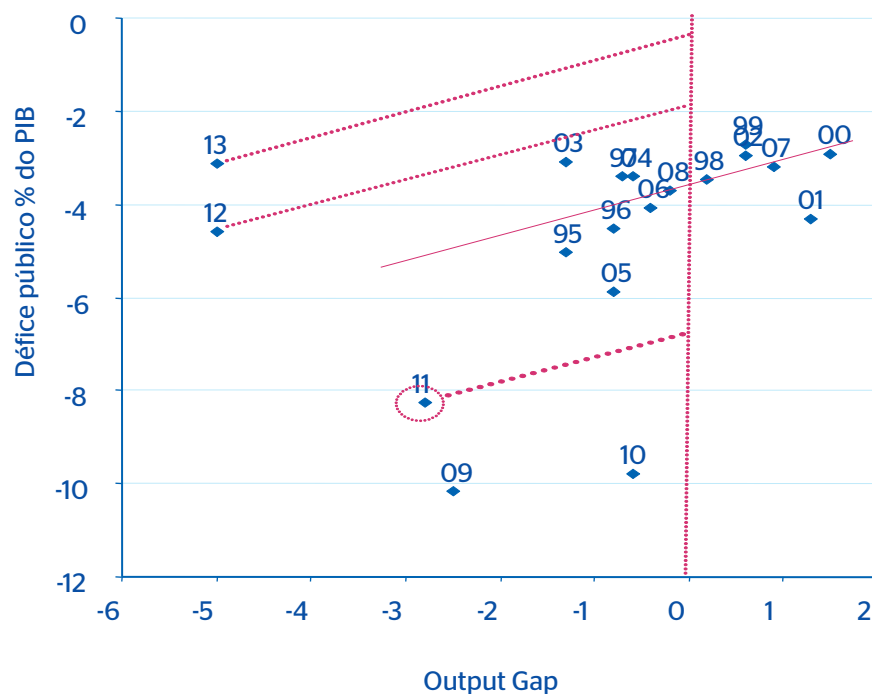
A desalavancagem já está em curso, aliviando as pressões de liquidez

A correção dos desequilíbrios está em curso

5 O esforço de consolidação orçamental

Portugal: déficit orçamental e *output gap*

Fonte: Eurostat e BBVA Research



O progresso na consolidação orçamental deve ser medido em termos de défices estruturais

O déficit estrutural de 2011 está perto de 8%, com um ajuste de mais de 5p.p. em 2012

Em Espanha, o compromisso de ajustamento estrutural para 2012 é também muito significativo, mas inferior ao de Portugal