

PORTUGAL - REVISÃO DO CENÁRIO MACROECONÓMICO

▫ **PIB: 2017 +2.8%; 2018 +2.2% (2.5% e 1.8% antes)**

Os sinais de recuperação económica iniciada em meados de 2016 têm ganho suporte, antecipando-se que o ritmo de crescimento da actividade alcance o patamar de 2.8% este ano, desacelerando ligeiramente para 2.2% em 2018 (compara com a anterior previsão do BPI para o PIB de 2.5% e 1.8%, respectivamente em 2017 e 2018). Embora este cenário comporte alguns riscos, associados sobretudo ao andamento das economias e dos mercados financeiros externos, acreditamos que estes estão actualmente mais balanceados. Se se confirmar esta previsão, a riqueza gerada internamente regressará aos patamares máximos, observados antes da crise financeira internacional, em meados de 2018, pontuando neste processo o avanço sustentado das exportações de bens e serviços. Factores de ordem cíclica, políticas económicas de estímulo – sobretudo via taxas de juro mas também uma política orçamental mais acomodatória – bem como alguns factores de natureza estrutural estão na base de uma retoma mais vigorosa que o esperado pela generalidade dos analistas e entidades diversas, cujas previsões para Portugal têm vindo também a ser revistas em alta.

A favor de um cenário mais vigoroso actuaram os baixos níveis de taxas de juro, permitindo um processo de desalavancagem célere, a queda em 50% dos preços do petróleo desde 2014 e o fortalecimento da actividade económica externa, com destaque para a Europa e em particular para Espanha. O acentuado crescimento do sector do Turismo, com as várias dinâmicas positivas que gera a montante e a jusante, tem constituído também um importante catalisador da dinâmica de crescimento interna, alavancando os ritmos de expansão. Acresce ainda referir o suporte da política orçamental, mais equilibrada que no passado. Por fim, mas não menos importantes, os factores de natureza mais estrutural, relacionados com a melhoria dos balanços das famílias e empresas, com menos dívida e mais saudáveis. No caso do sector empresarial, o comportamento das exportações, muito positivo e transversal nas diversas classes de bens e de serviços, indicia que este sector reagiu às condições internas adversas, procurando internacionalizar a actividade, diversificar mercados e reduzindo a dependência da procura interna. Surgem assim, num contexto mais sustentado, os sinais de retoma do investimento, desde finais do ano passado.

O quadro seguinte inclui as novas previsões BPI bem como as mais recentes efectuadas pelo Banco de Portugal, FMI, EIU, Comissão Europeia e as oficiais, estas últimas datadas de Abril pelo que ainda não incorporam a melhoria conjuntural recente. De notar que a tendência geral é semelhante em todas as instituições mencionadas (com excepção das oficiais), designadamente todos assumem uma tendência de desaceleração em 2018, mais vincada no cenário da EIU, **signal de que a sustentação do crescimento ainda tem associado algum grau de incerteza.**

Cenário Macroeconómico													
	2016	BPI		BdP Jun 17		EIU - Jun 17		FMI Jun 2017		CE Mai 17		Gov - PE 2017-21 Abr 17	
		2017P	2018P	2017P	2018P	2017P	2018P	2017P	2018P	2017P	2018P	2017P	2018P
PIB real (tx var. volume (%))	1.4	2.8	2.2	2.5	2.0	2.4	1.7	2.5	2.0	1.8	1.6	1.8	1.9
Consumo privado	2.3	2.5	1.9	2.3	1.7	2.6	1.8	2.2	1.8	1.9	1.3	1.6	1.6
Consumo público	0.5	0.0	0.3	0.4	0.6	0.2	0.8	0.6	0.5	0.4	0.5	-1.0	-0.8
Investimento	0.1	9.8	5.7	8.8	5.3	7.2	2.9	6.9	5.7	5.4	4.7	4.8	5.1
Exportações	4.4	8.1	4.6	9.6	6.8	8.2	3.0	7.6	5.2	4.4	4.2	4.5	4.5
Importações	4.5	7.1	4.6	9.5	6.9	8.3	3.6	7.3	5.1	5.2	4.5	4.1	4.1
Contributos (p.p. do PIB)													
Procura interna	1.5	2.5	2.3	2.7	2.2	2.6	2.1	2.6	2.1	2.2	1.7	1.7	1.8
Procura externa líq.	-0.1	0.3	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.4	-0.1	-0.1	-0.4	-0.1	0.1	0.1
Inflação (IPC; tx média var.(%))	0.6	1.4	1.5	1.6	1.4	1.8	1.4	1.6	2.0	1.4	1.5	1.6	1.7
Taxa de desemprego	11.1	9.3	8.4	9.4	8.2	9.6	8.7	9.7	9.0	9.9	9.2	9.9	9.3
Saldo orçamental (% do PIB)	-2.0	-1.5	-1.6	-	-	-1.8	-1.6	-1.5	-1.4	-1.8	-1.9	-1.5	-1.0
Dívida pública (% do PIB)	130.4	127.2	125.3	-	-	127.5	125.3	125.8	122.6	128.5	126.2	127.9	124.2
B. corrente + B. de capital (% do PIB)	1.7	2.0	2.0	2.1	2.4	2.2	1.8	1.9	1.6	1.4	1.5	1.1	1.5

Fonte: INE, Banco de Portugal, EIU, FMI, Comissão Europeia, Ministério das Finanças, BPI.

Numa análise por componentes principais da procura agregada, o suporte para as revisões efectuadas decorre dos seguintes factores:

Consumo privado – Suportado pelo bom momento no mercado de trabalho (aumento da taxa de emprego), aceleração pouco acentuada dos preços ao consumidor e evolução positiva do rendimento disponível, beneficiando da gradual redução da sobretaxa de IRS.

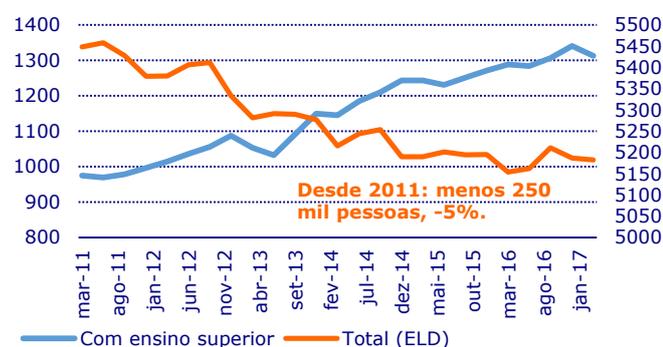
TEMAS EM DESTAQUE

PORTUGAL - REVISÃO DO CENÁRIO MACROECONÓMICO (cont.)

Desde o início do ano temos vindo a rever em alta a expectativa para o andamento do consumo das famílias, componente que tem surpreendido pela positiva. A evolução do mercado de trabalho e o aumento do rendimento disponível e das remunerações das famílias constituem o pilar de sustentação desta trajectória. No mercado de trabalho destacamos os seguintes aspectos: o emprego cresce a um ritmo próximo de 3%, o desemprego reduz-se em torno de 18% anuais, a população activa está estabilizada, a taxa de emprego está próxima de máximos, pelo menos desde o início da intervenção externa. Em relação ao rendimento das famílias, observa-se a recuperação do rendimento disponível e das remunerações: +3.1% e +3.8%, y/y no ano terminado em Março. Apesar destes agregados ainda não terem alcançado os máximos observados em 2010, regista-se já uma recuperação de cerca de 6% face aos mínimos registados durante o programa de ajustamento.

População Activa

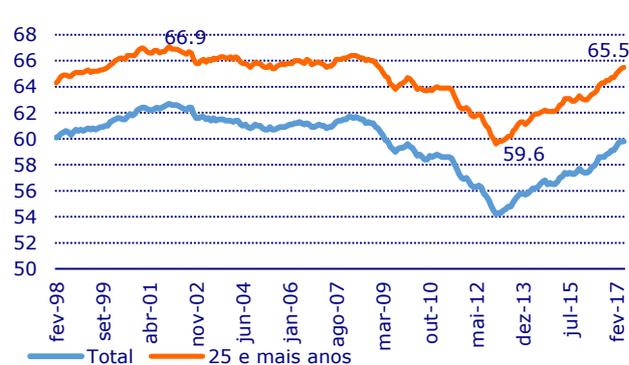
(Milhares de indivíduos)



Fonte: INE, BPI Cál.

Taxa de Emprego

(% da população na respectiva faixa etária)



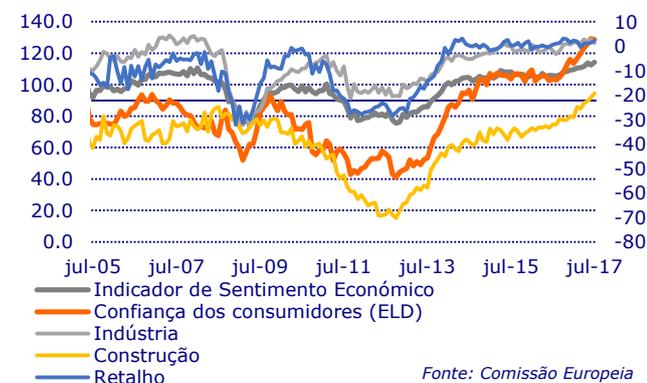
Fonte: INE

Formação Bruta de Capital Fixo – A redução da incerteza política e o andamento favorável do sentimento dos empresários, transversal a todos os sectores, fazem prever uma expansão significativa do Investimento, impulsionado também por efeitos de base tendo em conta os mínimos alcançados em 2016. O inquérito às intenções de investimento do sector empresarial realizado pelo INE e publicado recentemente revela que a deterioração das perspectivas de venda, a capacidade de autofinanciamento e a rentabilidade dos investimentos se mantêm como os principais factores limitativos da realização de investimentos.

Todavia, os inquéritos qualitativos sectoriais mais recentes sugerem que as perspectivas de venda têm vindo a melhorar – surgem como sendo um menor obstáculo à actividade na generalidade dos sectores. No sector da indústria transformadora, o aumento da taxa de capacidade instalada para 80.2% em Julho também indicia reforço do investimento.

Indicadores de sentimento da Comissão Europeia

(pontos)



Fonte: Comissão Europeia

Indicador de investimento

(média móvel 3 meses, yoy)



Fonte: INE

Exportações – A recuperação cíclica na Europa, destacando-se Espanha, e a retoma do comércio internacional, bem como ganhos de quota de mercado¹, têm suportado as vendas ao exterior, sugerindo uma evolução sustentada. O principal risco para este cenário advém sobretudo do andamento das economias externas, cujas perspectivas se mantêm por ora favoráveis.

¹Fonte: Banco de Portugal, Boletim Económico de Junho 2017

PORTUGAL - REVISÃO DO CENÁRIO MACROECONÓMICO (cont.)

O gráfico seguinte ilustra o comportamento comparativo internacional das exportações de bens e serviços, em volume, concluindo-se que tomando como base de referência o início do século, Portugal teve o melhor registo a seguir à Alemanha. Numa análise mais detalhada, vários factores têm contribuído para o reforço da intensidade exportadora da economia portuguesa, designadamente:

- **A estabilização da economia de Angola:** exportações de bens de Portugal para Angola estão a recuperar de forma muito expressiva, tendo aumentado cerca de 47% nos primeiros cinco meses do ano (y/y), com um contributo de 1.2 p.p. para o crescimento das exportações de bens. Todavia, apesar da recuperação, o posicionamento de Angola como destino das exportações portuguesas situa-se ainda bastante aquém dos níveis observados em 2013-14: actualmente é o oitavo maior cliente, depois de Itália. Embora não se antecipe que a capacidade de importação recupere no curto/médio prazo para os níveis observados há três anos atrás, é possível que este agregado ainda tenha espaço adicional de recuperação.

- O comportamento muito positivo das **exportações de serviços**, destacando-se o turismo e os serviços de transporte².

- As exportações de combustíveis, com uma base de comparação favorável atendendo quer ao efeito preço (aumento do preço do petróleo, em comparação homóloga) quer quantidade (encerramento de refinaria no início de 2016).

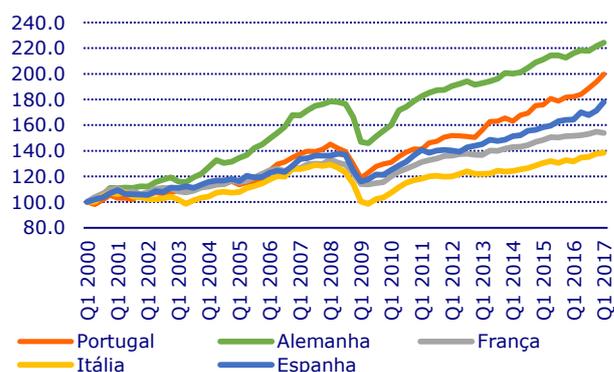
- Mesmo excluindo o efeito dos combustíveis e da retoma das exportações para Angola, o desempenho das exportações de mercadorias ao exterior tem sido muito positivo: até Maio, regista-se um acréscimo de cerca de 9.7% face ao período homólogo.

Importações – Antecipam-se crescimentos significativos, em linha com a recuperação da procura agregada, nomeadamente do Investimento, e também reflectindo o andamento das exportações, cujo conteúdo importado se tem vindo a reforçar.

A intensidade importadora tem vindo a aumentar desde o mínimo mais recente, em 2013, quando alcançou valores em torno de 37.5%, situando-se actualmente em 48%. Antecipa-se que continue a aumentar mas a um ritmo menos intenso, em linha com expectativas moderadas para algumas componentes da procura agregada com maior conteúdo importado, designadamente consumo de bens duradouros. Por seu turno, o grau de cobertura das importações deverá também registar uma gradual melhoria, reflexo do reforço da competitividade da economia portuguesa. Refira-se que, no gráfico respectivo, ambas as variáveis estão medidas em volume.

Exportações de bens e serviços em volume

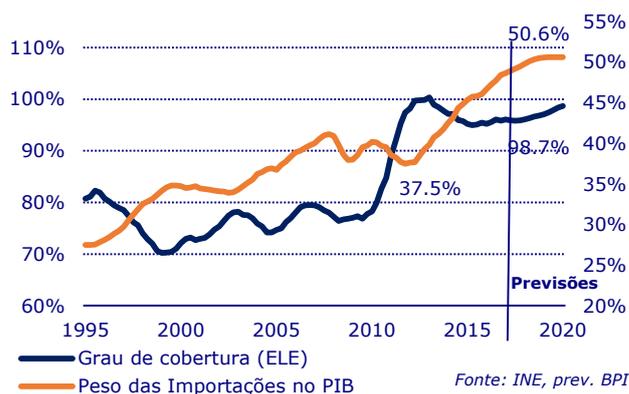
(índice com base em 2000)



Fonte: Thomson Reuters, Caixabank, BPI calc

Importações - internacionalização e mais competitividade

(% PIB; X/M em %)



Fonte: INE, prev. BPI

TEMAS EM DESTAQUE

PORTUGAL - CONTAS PÚBLICAS SOB CONTROLO NA PRIMEIRA METADE DE 2017

□ Défice aumentou EUR 265 milhões até Junho, na óptica de caixa

O défice orçamental registou um agravamento em EUR 265 milhões até Junho, de acordo com os dados publicados em contabilidade pública. As receitas e as despesas aumentaram, ainda que a um ritmo bastante abaixo das expectativas do Governo inscritas no Orçamento de Estado para 2017. No caso das receitas, a débil *performance* reflecte a antecipação do pagamento dos reembolsos em sede de IRS e IVA, embora mesmo retirando este efeito haja ainda uma colecta de receita abaixo do previsto. Corrigindo este efeito, no caso do IRS, este cresce apenas 0.5%, abaixo dos 1.8% previstos no OE. No caso das despesas, as transferências correntes e os subsídios diminuíram até Junho; por outro lado, as outras rubricas aumentaram em comparação com o mesmo período do ano anterior. Tendo em conta esta análise, consideramos provável que o défice no final do ano não se desvie muito do objectivo do Governo, ainda que a segunda metade do ano deva apresentar várias pressões, nomeadamente em sede de receita do IRS.

1. Execução Orçamental – Contabilidade Pública

Execução Orçamental (Janeiro - Junho 2017) (Contabilidade Pública)					
<i>(milhões EUR)</i>					
	Execução Orçamental		Taxa de Variação Homóloga %		Contribuições
	Junho 2016	Junho 2017	Δ Junho 17/16	OE 17	
Receita Corrente	35,754.3	36,044.0	0.8%	2.7%	0.8%
Receita Fiscal	21,021.4	20,709.8	-1.5%	2.1%	-0.9%
Impostos Directos	8,970.7	8,427.1	-6.1%	2.0%	-1.5%
Impostos Indirectos	12,050.7	12,282.7	1.9%	2.1%	0.6%
Contribuições Seg. Social	9,288.1	9,322.7	0.4%	-0.6%	0.1%
Outras Receitas Correntes	5,344.5	5,766.5	7.9%	12.4%	1.2%
Receita de Capital	892.8	987.1	10.6%	39.5%	0.3%
Receita Efectiva	36,647.1	37,031.1	1.0%	3.6%	1.0%
Despesa Corrente	37,393	37,589	0.5%	2.6%	0.5%
Despesas com Pessoal	10,083	10,109	0.3%	0.9%	0.1%
Aquisição Bens e Serviços	5,000	5,268	5.3%	2.0%	0.7%
Juros e outros encargos	4,963	5,093	2.6%	0.7%	0.3%
Transferências Correntes	16,573	16,228	-2.1%	1.6%	-0.9%
Subsídios	403	371	-7.9%	4.8%	-0.1%
Outras Despesas Correntes	367	515	40.2%	89.4%	0.4%
Despesa de Capital	2,065	2,518	21.9%	27.3%	1.1%
Despesa Efectiva	39,458	40,106	1.6%	4.1%	1.6%
Saldo Global	-2810.7	-3075.2	9.4%		
Saldo Primário	2,152.0	2,018.1	-6.2%		

Fonte: DGO, calc. BPI.

As contas públicas em óptica de caixa até Junho, publicadas pela DGO, revelaram um agravamento do défice orçamental em cerca de EUR 264.5 milhões em comparação com igual período de 2016, para EUR 3075.2 milhões. Este desempenho é explicado pela deterioração das contas do Governo Central, a par da Administração Local e Regional e Serviços e Fundos Autónomos; nos últimos dois casos, registou-se um superávit até Junho, embora menor do que no ano passado. Em sentido oposto, a Segurança Social registou um desempenho positivo nos primeiros seis meses de 2017, melhorando o saldo positivo em EUR 418.9 milhões para EUR 1228.8 milhões. **O saldo orçamental primário manteve-se positivo em EUR 2 mil milhões até Junho, ainda que, comparando com o período homólogo, este saldo tenha sido inferior, em cerca de EUR 134 milhões.**

As receitas aumentaram 1.0% y/y até Junho, substancialmente abaixo das expectativas do Governo (o Executivo projectou um crescimento de 3.6% y/y no Orçamento de Estado para 2017). As receitas correntes subiram 0.8% y/y (Orçamento de Estado prevê um crescimento de 2.7% y/y), explicado pelas receitas fiscais; de facto, as receitas com impostos directos diminuíram substancialmente, em linha com o aumento dos reembolsos de IRS (de acordo com a DGO, os reembolsos aumentaram EUR 1113.7 milhões, nos primeiros 6 meses de 2017, o que justifica inteiramente a diminuição na receita de IRS, e se deve principalmente a uma execução mais adiantada destes reembolsos) – **ainda assim, há que tomar**

PORTUGAL - CONTAS PÚBLICAS SOB CONTROLO NA PRIMEIRA METADE DE 2017 (cont.)

nota de que sem os reembolsos, a receita de IRS está a crescer apenas 0.5%, abaixo dos 1.8% esperados, e os reembolsos já executados equivalem à totalidade dos reembolsos de 2016, o que faz crer que nem todo o efeito de aumento dos mesmos deriva da diferença na calendarização. Além dos impostos directos, as restantes rubricas de receita não têm desvios muito significativos face ao previsto no Orçamento de Estado. Ao mesmo tempo, as receitas com IRC continuaram a aumentar consideravelmente (22.5% y/y), reflectindo o aumento das autoliquidações relativas a 2016 e sugerindo melhorias nos balanços do sector empresarial. Adicionalmente, foram também relevantes os reembolsos em sede de IVA (+16.6% y/y até Junho). A taxa de execução da receita total encontra-se em 45.7% do orçamentado; no mesmo mês do ano passado, estava executado 47.0% do que seria cumprido para todo o ano. Esta diferença indica que, tal como no ano passado, é provável que haja um desvio significativo da receita face ao estimado. Porém, é bastante possível que grande parte desse desvio venha a ser mitigado nos próximos meses devido ao diferente comportamento intra-anual dos reembolsos do IRS.

A despesa tem também aumentado a um ritmo inferior ao estimado, 1.6% y/y (o Governo projectou um crescimento de 4.1% para o total do ano). Todas as rubricas de despesa aumentaram, com excepção das transferências correntes (-2.1% y/y), onde os subsídios de desemprego estão incluídos, e os subsídios (-7.9% y/y). O desempenho observado nas transferências correntes ficou a dever-se à contracção da despesa com pensões, relacionado com o pagamento do 13º mês em duas fases: 50% da prestação é paga ao longo do ano, enquanto os restantes 50% são pagos em Novembro (em 2016, a totalidade da prestação era paga em duodécimos). Adicionalmente, foi também relevante a evolução positiva do mercado de trabalho, que permitiu uma redução nos pagamentos de subsídios de desemprego. As despesas com pessoal aumentaram 0.3% y/y, influenciadas por vários factores que contribuíram de maneira distinta para este desempenho. A influenciar em sentido ascendente estiveram: (i) a eliminação gradual da redução remuneratória na Administração Pública em 2016; (ii) o aumento do subsídio de refeição; e (iii) outros relacionados com o carácter sectorial (nomeadamente na área da saúde, como, por exemplo, o aumento dos encargos com horas extraordinárias, e educação). Em sentido descendente esteve o pagamento de 50% do subsídio de Natal em duodécimos e o restante em Novembro, em contraste com 2016, em que a totalidade do subsídio era pago em duodécimos. A despesa com a aquisição de bens e serviços aumentou 5.3% y/y até Junho, ultrapassando o ritmo de crescimento esperado pelo Governo para o total do ano (2.0%), principalmente devido a aquisições feitas no Sistema Nacional de Saúde e outras aquisições também relacionadas com o sector da saúde (dos EUR 267.5 milhões de aumento na aquisição de bens e serviços, EUR 149.1 devem-se ao sector da Saúde). Ao mesmo tempo, a rubrica de juros e outros encargos aumentou 2.6% y/y, acima dos 0.7% previstos no OE2017, mas parcialmente devido a um diferente perfil intra-anual destes gastos. Considerando estes dados, a taxa de execução das despesas correntes fixou-se em 47.3% no período entre Janeiro e Junho deste ano. Relativamente às despesas de capital foi possível observar um incremento de 21.9% y/y até Junho, uma variação já mais próxima do aumento de 27.3% orçamentados para este ano.

Em conclusão, a execução orçamental continua largamente sob controlo, embora com alguns desvios, tanto do lado da despesa como da receita. Assim, permanece inalterada a nossa perspectiva de que o défice em contabilidade nacional no final do ano não deva ultrapassar os 2% registados no ano passado, sendo mesmo credível o cumprimento integral da previsão do Governo, de 1.5% do PIB. Apesar dos problemas decorrentes da falta de receita, sobretudo no que toca ao IRS (haverá um impacto maior da redução da sobretaxa de IRS nos maiores rendimentos na 2ª metade do ano), esperamos que o Governo tenha margem para ajustar os gastos, em particular no investimento e na aquisição de bens e serviços, de modo a prevenir desvios muito significativos.

TEMAS EM DESTAQUE

PORTUGAL – BALANÇA CORRENTE E DE CAPITAL

□ A informação disponível até Maio faz prever que a balança corrente e de capitais registará pelo sexto ano consecutivo um saldo excedentário em 2017, atribuindo-se uma elevada probabilidade a que tal situação se mantenha no médio prazo. Este será um facto importante, na medida em que contribuirá para a redução das vulnerabilidades de Portugal face ao exterior, através da redução do nível de endividamento externo. Nos 12 meses até Maio de 2017, o saldo da balança corrente e de capital atingiu os 3 mil milhões de euros (mme), equivalente a 1.6% do PIB, salientando-se melhoria de 1.1 mme do saldo da balança de serviços e de 0.3 mme da balança dos rendimentos primários e secundários, respectivamente. A balança de bens teve um contributo negativo de 1.2 mme, em grande parte explicado pelo aumento de importações de maquinaria, bens de capital e material de transporte.

Nos primeiros cinco meses do ano, a balança corrente e de capital registou um défice de 447 milhões de euros (me), uma pioria de 110 me, resultante da deterioração do saldo da balança corrente equivalente a 307 me, parcialmente compensada pela melhoria de 197 me na balança de capitais, dada a melhoria do saldo das transferências de capital, possivelmente em resultado do aumento dos fundos da UE atribuídos a Portugal. A deterioração da balança corrente resulta de pioria da balança de bens e serviços, cujo *superavit* caiu para 366 me, menos 531 me do que no mesmo período de 2016, parcialmente compensado pela melhoria da balança de rendimentos. A deterioração da balança de bens e serviços reflecte o agravamento do saldo da balança de bens, na medida em que as importações aumentaram 16% no período enquanto que as exportações apenas aumentaram 13%.

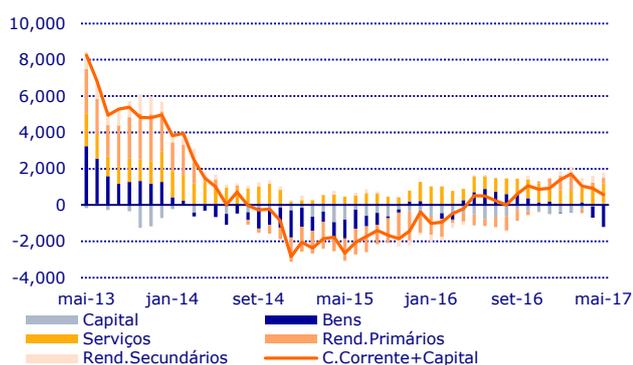
Contudo, quando analisamos o comportamento do saldo da balança corrente e de capital tendo por base os saldos acumulados nos 12 meses terminados em Maio – análise que permite uma avaliação do comportamento das balanças excluindo factores sazonais – verificamos que o saldo da balança corrente e de capital apresentava um excedente de 3 mil milhões de euros (mme), consolidando a correcção do desequilíbrio externo que se registou até 2011. Portugal apresenta uma posição excedentária na balança corrente e de capital desde 2012.

Face ao mesmo período de 2016, o saldo acumulado até Maio de 2017, melhorou 560 me, ou seja, mais 23%, beneficiando tanto da melhoria do saldo da conta corrente como da de capital. O primeiro aumentou 470 me, contribuindo com 18.9 p.p. para a melhoria do saldo das duas balanças, e o segundo aumentou 90 me, contribuindo com 3.6 p.p. para a sua melhoria.

Resumidamente, a melhoria acumulada nos 12 meses resulta da melhoria de 1.1 mme do saldo da balança de serviços, de 0.3 mme da dos rendimentos primários e de 0.26 mme da dos secundários. A balança de bens teve um contributo negativo de 1.2 mme.

Contributos para as variações dos saldos acumulados em 12 meses

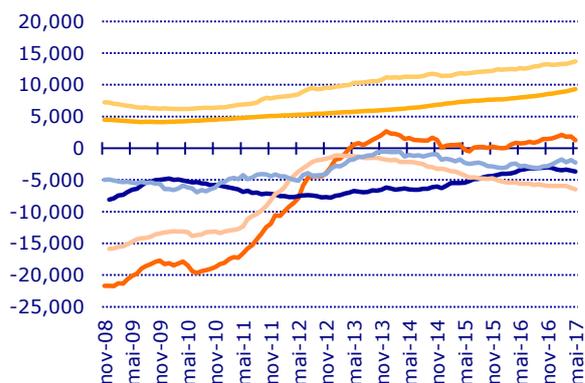
(Milhões de Euros)



Fonte: Banco de Portugal, calc. BPI

SalDOS das principais balanças - valores acumulados em 12 meses

(Milhões de Euros)



	Balança	MMC	%PIB
Conta corrente	Serviços	13.7	7.1
	Turismo	9.3	4.8
	C. Corrente	1.2	0.6
	Rendim.	-2.3	-1.2
	B. energ.	-3.7	-1.9
	B.não ener.	-8.4	-4.3
Balança bens energéticos			
Bens não energéticos			
Rendimentos			

Fonte: Banco de Portugal, INE, calc. BPI

PORTUGAL – BALANÇA CORRENTE E DE CAPITAL (cont.)

Balança corrente e de capitais

(milhões de euros)

	YTD		Acumulado 12 meses		Acum. 12M % do PIB	
	mai-16	mai-17	mai-16	mai-17	mai-16	mai-17
Bens	-3,329	-4,437	-8,968	-10,183	-4.8%	-5.3%
Exportações	20,021	22,713	48,794	52,190	26.4%	27.1%
Importações	23,351	27,150	57,762	62,373	31.2%	32.4%
Balança energética	-1,053	-1,606	-3,403	-3,681	-1.8%	-1.9%
Exportações	1,024	1,657	3,140	3,628	1.7%	1.9%
Importações	2,077	3,263	6,543	7,309	3.5%	3.8%
Serviços	4,226	4,803	12,627	13,717	6.8%	7.1%
dos quais: Turismo	3,449	4,151	7,988	9,327	4.3%	4.8%
Entradas	4,995	5,899	11,676	13,389	6.3%	6.9%
Saídas	1,546	1,747	3,687	4,062	2.0%	2.1%
Balança de Bens & Serviços	897	366	3,659	3,535	2.0%	1.8%
Rendimento primário	-2,113	-2,299	-4,508	-4,169	-2.4%	-2.2%
Trabalho	72	77	146	170	0.1%	0.1%
dos quais						
Investimento directo	-866	-566	-2,727	-2,333	-1.5%	-1.2%
Investimento de carteira	-749	-1,178	-1,334	-1,835	-0.7%	-1.0%
Outro investimento	-818	-758	-1,996	-1,668	-1.1%	-0.9%
Rendimento secundário	468	877	1,628	1,883	0.9%	1.0%
Administrações públicas	-732	-642	-1,409	-1,645	-0.8%	-0.9%
Outros sectores	1,200	1,519	3,037	3,528	1.6%	1.8%
Remessas de emigrantes/imigrantes	1,131	1,281	2,838	2,959	1.5%	1.5%
Remessas (entradas)	1,346	1,503	3,375	3,500	1.8%	1.8%
Remessas (saídas)	216	223	538	541	0.3%	0.3%
Balança corrente	-749	-1,056	779	1,249	0.4%	0.6%
Balança de capital	412	610	1,706	1,796	0.9%	0.9%
Balança corrente + Bal. de Capital	-337	-447	2,485	3,044	1.3%	1.6%

Fonte: Banco de Portugal, calc. Banco BPI

1. Balança Corrente

A melhoria do saldo acumulado nos últimos 12 meses da balança corrente em 470 me reflecte o aumento do saldo das balanças de rendimentos (+594 me), via redução do défice da balança de rendimentos primários e melhoria do excedente da balança de rendimentos secundários; o saldo da balança de bens e serviços sofreu uma ligeira quebra, situando-se em 3.5 mme, menos 124 me do que no mesmo período de 2016.

A evolução da balança de bens e serviços reflecte a pioria de 1.2 mme do défice da balança de bens nos 12 meses terminados em Maio, praticamente compensada pelo aumento do excedente da balança de serviços em 1.1 mme, beneficiando em particular da expansão da actividade turística.

A deterioração da balança de bens resulta da pioria de 278 me do défice da balança energética e de 937 me do défice de bens não energéticos e reflecte um maior crescimento das importações de bens, associado ao bom desempenho do investimento. Este registou crescimentos homólogos de 5.2% e 9.1% no 4T2016 e no 1T2017, respectivamente, sendo que os principais indicadores de investimento apontam para que a tendência de aceleração desta componente do PIB se tenha mantido no 2T17.

Indicador de investimento

(média móvel 3 meses, yoy)



Fonte: INE

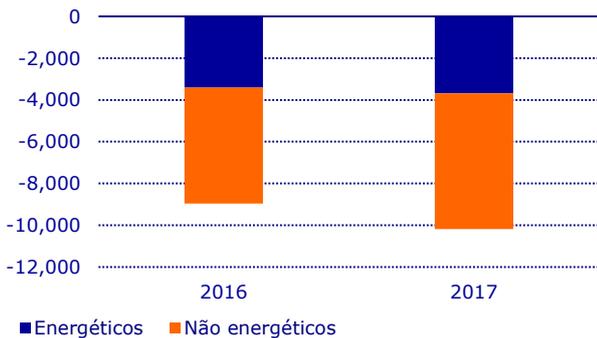
TEMAS EM DESTAQUE

PORTUGAL – BALANÇA CORRENTE E DE CAPITAL (cont.)

Tendo por base a informação do comércio internacional disponibilizada pelo INE, observa-se que o maior crescimento das importações do que das exportações está sobretudo associado ao aumento das importações de maquinaria e bens de capital (13.9% yoy, contribuindo com 2.1 p.p. para o crescimento das importações de bens), material de transporte (12.5% yoy, com um contributo 1.9 p.p.) e combustíveis (11.8%, com contributo de 1.3 p.p.), sendo que a evolução das duas primeiras categorias de bens se justifica pelo incremento observado no investimento, o que a médio e longo prazo poderá reflectir-se em incremento das exportações, reforçando os excedentes externos registados nos últimos anos.

Saldo da balança de bens (12 meses acumulados até Maio)

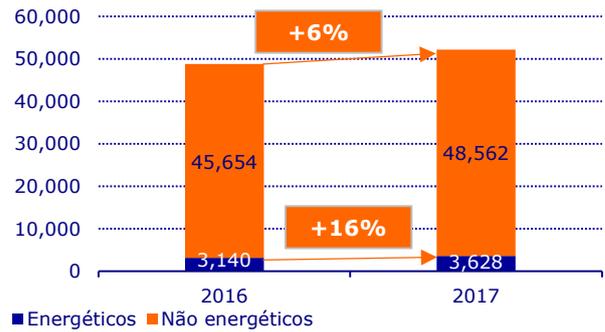
(Milhões de Euros)



Fonte: Banco de Portugal, calc. BPI

Exportações de bens crescem 7% yoy

(Milhões de Euros)



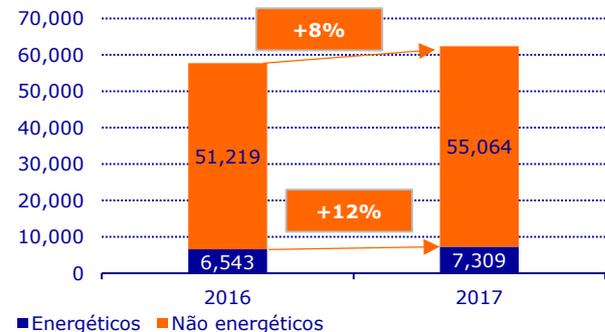
Fonte: Banco de Portugal, calc. BPI

De notar que as exportações de bens e serviços têm vindo a aumentar o seu peso no PIB, representando em Maio de 2017 41.4% do PIB o que contrasta com apenas 33% em Maio de 2011, reflectindo aumentos no peso do PIB das exportações de bens não energéticos, que passou de 21% do PIB em Maio 2011 para 25% em Maio de 2017 e de serviços, que passou de 10% do PIB para 14% no mesmo período.

A melhoria da actividade do sector exportador explica-se também pelo reforço dos ganhos de competitividade de Portugal face à zona euro desde Março de 2014 e é evidente quando se compara a evolução das exportações de bens e serviços face aos principais países da zona euro (ver gráfico infra)

Importações de bens crescem 8% yoy

(Milhões de Euros)



Fonte: Banco de Portugal, calc. BPI

Indicador de competitividade relativo de Portugal face à UEM

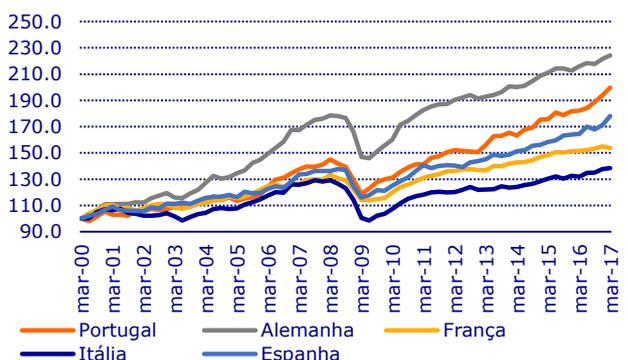
(Índice, Mar-00=100)



Fonte: Datastream, CaixaBank, calc. BPI

Exportações de bens e serviços (preços constantes)

(Índice, Mar-00=100)



Fonte: Datastream, CaixaBank, calc. BPI

PORTUGAL – BALANÇA CORRENTE E DE CAPITAL (cont.)**2. Balança de capital**

O saldo excedentário acumulado desta balança situou-se em 1.8 mme em Maio de 2017, mais 90 me do que no período homólogo, o que se justifica pelo aumento do saldo das transferências de capital, via aumento das contribuições dos fundos comunitários, mas também pela melhoria do saldo de aquisições/cedências de activos produzidos não financeiros, o qual inclui transacções de activos intangíveis, nomeadamente patentes e marcas. As transferências recebidas da União Europeia aumentaram 178 me nos 12 meses terminados em Maio, das quais 38.4 me são totalmente afectas à balança de capital, conforme nota metodológica do Banco de Portugal¹.

3. O saldo da balança corrente e de capital em percentagem do PIB e perspectivas de evolução

Tendo por base a estimativa do BPI para o PIB a preços correntes, temos que o saldo acumulado das duas balanças nos 12 meses terminados em Maio representa 1.6% do PIB, mais 0.3 p.p. do que no mesmo período de 2016. Esta evolução explica-se pela melhoria do saldo da balança corrente, tendo o da balança capital estabilizado em 0.9% do PIB.

Considerando a informação disponível até Maio, e assumindo que a evolução das principais rubricas das balanças até ao final do ano será semelhante à dos últimos 12 meses, estima-se que o saldo da balança corrente e de capital representará 1.8% do PIB em 2017. Nos anos seguintes, admite-se que o saldo da balança corrente será especialmente influenciado pelo comportamento da balança de bens e serviços, considerando-se que a evolução desta reflectirá as previsões do BPI para o crescimento das exportações e das importações de bens e serviços no período em causa. Relativamente às restantes rubricas da balança corrente e no caso da balança de capitais admite-se que o seu comportamento será idêntico ao estimado para 2017. Neste caso a evolução da balança corrente e de capital poderá apresentar uma evolução de acordo com o quadro adjacente.

Balança corrente e de capital em % do PIB - previsões

	2016	2017E	2018E
1. Bens	-4.9%	-5.3%	-4.7%
2. Serviços	7.1%	7.4%	6.6%
3. Rendimentos	-1.4%	-1.1%	-1.1%
Balança corrente (1+2+3)	0.8%	1.0%	0.8%
Balança de capital	0.9%	0.8%	0.8%
Balança corrente+capital	1.7%	1.8%	1.6%

Fonte: Banco de Portugal, calc BPI

Em resumo, o comportamento da balança corrente e de capital até Maio de 2017 apresenta um comportamento positivo, atribuindo-se elevada probabilidade a que o seu saldo excedentário continue a contribuir para a redução da dependência da economia face ao exterior. De notar que a observação de saldos excedentários cumulativos desde 2012 tem sido um factor importante para a redução da dívida externa portuguesa². Esta tendência deverá manter-se no médio prazo, em grande parte como resultado do maior esforço de internacionalização das empresas portuguesas e do esperado aumento continuado do peso das exportações no produto. Os riscos para este cenário parecem balanceados, salientando-se como principais factores de risco:

- **Comportamento da procura externa:** desaceleração implicará deterioração do saldo da balança de bens e serviços; este risco poderá ser reduzido e/ou compensado pela maior diversificação dos mercados destino dos produtos nacionais e pelo maior esforço de internacionalização das empresas.
- **A balança de bens energéticos** tem como principal pressuposto que o preço do petróleo não ultrapassará os 65 dólares por barril, contribuindo para que o défice energético se mantenha em torno de 3.5 mme. Caso se assista a um movimento de subida do petróleo – cenário a que atribuímos uma baixa probabilidade – e porque Portugal é um importador líquido de combustíveis, o défice energético poderá deteriorar-se. **Relembra-se que entre 2011-14, altura em que o petróleo transaccionou próximo dos 100 dólares por barril, o défice energético rondou os 7 mme.**
- **Aumento das taxas de juro** da dívida emitida e/ou o aumento do investimento por não residentes implicará aumento dos pagamentos de juros ao exterior, podendo afectar a balança de rendimentos.

¹www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/suplemento-2-2015.pdf

²Mercados Financeiros Julho 2017: Portugal – Será sustentável a tendência de queda da dívida externa.

TEMAS EM DESTAQUE

PREVISÕES PARA O CRESCIMENTO ECONÓMICO MUNDIAL MANTÊM-SE

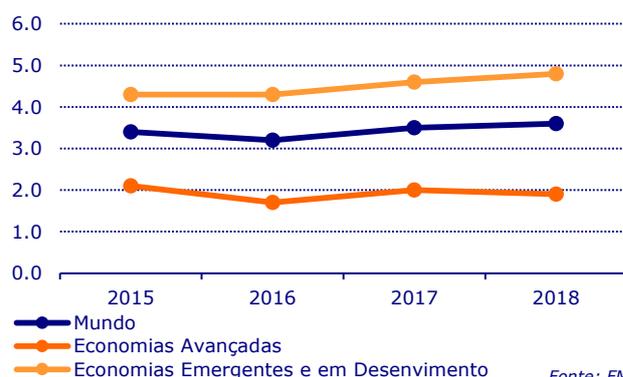
□ A última actualização do *World Economic Outlook* do FMI para as principais economias mundiais, elaborada em Julho, aponta para a manutenção do ritmo de crescimento económico mundial esperado anteriormente, em Abril. No entanto, este cenário mascara o facto de o FMI ter procedido com importantes revisões em alguns dos mais relevantes blocos económicos. Importa, ainda, atentar nos riscos que a instituição aponta: ainda que, para o curto prazo, os riscos estejam equilibrados, uma análise de médio-prazo revela um enviesamento em sentido descendente.

Previsões para o crescimento económico mundial

No recente *World Economic Outlook*, revisto em Julho, o FMI manteve inalteradas as suas previsões para o crescimento económico mundial em **3.5% para 2017 e 3.6% para 2018**. As economias avançadas deverão crescer 2.0% este ano (o mesmo do esperado em Abril), ainda que, para 2018, o FMI tenha revisto ligeiramente o crescimento para 1.9% (-0.1 pontos percentuais (p.p.) do que em Abril). Para as economias emergentes e em desenvolvimento, a instituição reviu em sentido positivo o crescimento para 2017 (+0.1 p.p. para 4.6%), mantendo em 4.8% a previsão para o próximo ano. Apesar de manter as expectativas para a actividade económica mundial inalteradas face às previsões de Abril, a instituição reviu as suas projecções para alguns dos mais relevantes países da economia mundial. Damos especial destaque para a revisão em baixa da taxa de crescimento do PIB para os EUA, de 0.2 e 0.4 p.p. para, respectivamente, 2017 e 2018, antecipando um ritmo de crescimento de 2.1% para os dois anos. Para isso contribuiu, de acordo com o FMI, o débil desempenho registado nos primeiros três meses do ano, mas, principalmente, a expectativa de que a política fiscal seja menos expansionista do que o inicialmente esperado. Para o Reino Unido, o FMI também reviu em baixa as previsões para o crescimento para este ano, de 2.0% para 1.7%, justificando com o fraco crescimento registado no primeiro trimestre do ano.

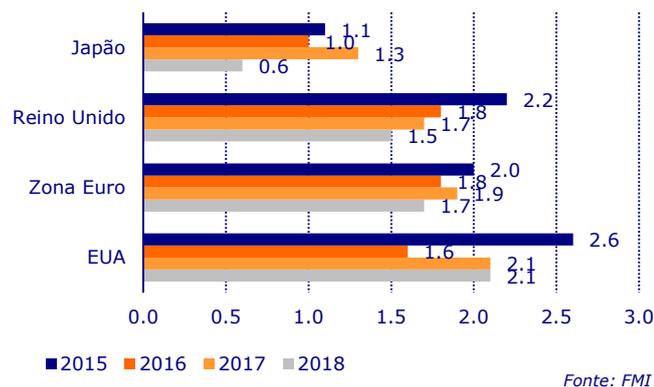
Crescimento Económico Mundial

(taxa de variação homóloga, %)



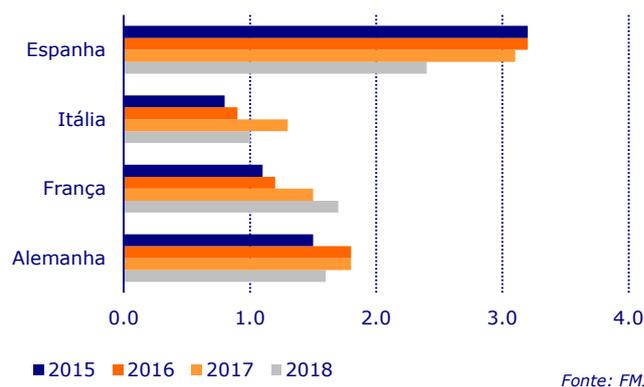
Crescimento Económico: principais economias avançadas

(taxa de variação homóloga, %)



Crescimento Económico nas principais economias da Zona Euro

(taxa de variação homóloga, %)



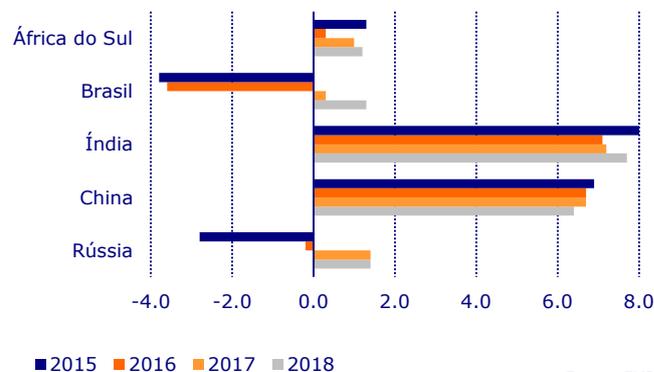
Em sentido inverso, a expansão da actividade económica no conjunto dos países da área do euro poderá ser mais expressiva do que o esperado em Abril pelo FMI, com a instituição a rever em alta em 0.2 p.p. a previsão de crescimento, para 1.9% em 2017, e em 0.1 p.p. para 1.7% em 2018. As quatro principais economias da região foram objecto de revisões em alta por parte do FMI, quer para 2017, quer para o próximo ano, com especial destaque para Espanha e Itália. A surpresa positiva quanto ao crescimento nos primeiros três meses do ano, a par da divulgação de indicadores macroeconómicos em níveis favoráveis, indicam que a procura doméstica na área do euro possa crescer a um ritmo superior ao inicialmente previsto. Adicionalmente, o FMI reviu ligeiramente o crescimento económico do Japão para 2017, em +0.1 p.p. para 1.3%, suportado pelo desempenho positivo do consumo privado, investimento e exportações no 1T de 2017.

PREVISÕES PARA O CRESCIMENTO ECONÓMICO MUNDIAL MANTÊM-SE (cont.)

Do conjunto das economias emergentes ou em desenvolvimento, é esperado que o crescimento económico na China estabilize em 6.7% em 2017 (o mesmo ritmo de crescimento do verificado no ano anterior) e que desacelere para 6.4% em 2018, o que representa revisões em alta de 0.1 e 0.2 p.p., respectivamente, face às previsões de Abril. Apesar da revisão em alta, o FMI considera que os riscos negativos em torno deste cenário de crescimento são, agora, mais substanciais. O atraso em proceder com o ajustamento das contas públicas e o conseqüente agravamento dos níveis de dívida suportam esta visão. Para o Brasil, o FMI reviu ligeiramente em alta a previsão para este ano, para 0.3% (+0.1 p.p. em comparação com as previsões de Abril), em linha com a *performance* do primeiro trimestre, mas mantendo-se, ainda assim, num nível baixo, considerando a débil procura doméstica e a crescente incerteza política. Por fim, para a África Subsariana, o FMI revela-se ligeiramente mais optimista para a economia da região (+0.1 p.p.), prevendo uma taxa de crescimento de 2.7% em 2017, mantendo-se a previsão de 3.5% para 2018. Esta nova previsão é suportada pela revisão do crescimento para a África do Sul, +0.2 p.p. para 1.0% este ano, ainda que revisto em baixa para 2018 (-0.4 p.p.) para 1.2%, considerando a significativa incerteza política e os níveis débeis de confiança dos consumidores e empresários.

CRESCIMENTO ECONÓMICO NAS PRINCIPAIS ECONOMIAS EMERGENTES E EM DESENVOLVIMENTO

(taxa de variação homóloga, %)



Fonte: FMI

Riscos de curto prazo estão agora mais equilibrados

O cenário actual assinalado pelo Fundo Monetário Internacional não é isento de riscos. Apesar de, no curto prazo, os riscos estarem, agora, mais equilibrados, para o médio prazo mantêm-se enviesados em sentido negativo. Nos EUA, a eventual implementação das medidas fiscais expansionistas pode impulsionar o ritmo de crescimento económico; em sentido inverso, a aplicação de medidas de consolidação do lado da despesa fiscal pode restringir a actividade económica. Na área do euro, o sentimento de mercado e os baixos riscos políticos podem ser mais duradouros e fortes do que o esperado, o que poderá contribuir positivamente para o cenário macroeconómico; em sentido inverso, a incerteza de políticas ou outros choques podem levar a correcções nos mercados e contribuir para um aumento da volatilidade. Baixos preços das matérias-primas podem agravar os problemas dos países dependentes das exportações de *commodities*, num momento em que as consequências de preços reduzidos registados nos mercados financeiros nos últimos anos ainda não foram resolvidas. O FMI aponta ainda um período mais prolongado de incerteza política (dificuldade em prever as políticas regulatórias e fiscais nos EUA, negociações em torno do Brexit), tensões financeiras (crescimento substancial do crédito na China, normalização da política monetária nos EUA mais rápida do que o inicialmente esperado, balanço do sector bancário em alguns países da Zona Euro, redução da regulação financeira), políticas proteccionistas e outros factores não económicos (como o agravamento das tensões geopolíticas).

ANGOLA – INFLAÇÃO VOLTA A ABRANDAR EM JUNHO

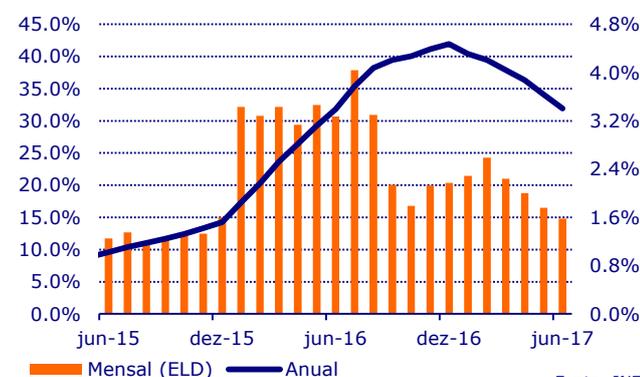
□ **A taxa de inflação da cidade de Luanda voltou a diminuir no mês de Junho.** De acordo com o INE, a taxa de inflação homóloga da cidade de Luanda reduziu de 34.1% em Maio para 31.9% em Junho. Adicionalmente, a diminuição das pressões inflacionistas ficou ainda patente na variação mensal dos preços (-0.18 pontos percentuais para 1.58%). Os custos com saúde aumentaram 4.4% m/m, com uma contribuição de 0.19 p.p. para a inflação mensal. A rubrica de "Alimentação e bebidas não alcoólicas" teve o contributo mais relevante para a variação mensal dos preços (0.52 p.p.), seguida pelos "Bens e serviços diversos" (0.29 p.p.) e "Vestuário e calçado" (0.22 p.p.). **O Comité de Política Monetária do Banco Nacional de Angola reuniu-se no passado dia 31 de Julho, optando por uma nova redução da taxa de juro da facilidade permanente de absorção de liquidez a sete dias.** A taxa BNA manteve-se em 16%, a par da taxa de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez *overnight*, em 20%. Por outro lado, o CPM do banco central angolano optou por reduzir, pela terceira vez consecutiva, a taxa de juro da facilidade permanente de absorção de liquidez a sete dias, passando de 3.25% para 2.75%. A próxima reunião de política monetária ficou marcada para dia 31 de Agosto.

□ **A produção petrolífera viu uma quebra de 10.4% y/y em Junho, totalizando uma média de 1.62 milhões de barris diários (mbd).** Assim, a média para a primeira metade do ano situou-se em 1.61 mbd, o que compara desfavoravelmente com uma média de 1.76 mbd registada na primeira metade de 2016, e uma estimativa de 1.82 mbd projectada pelo Governo no Orçamento Geral do Estado para o total do ano (e um preço médio de USD 46). Ao mesmo tempo, o preço médio do barril de petróleo angolano desceu em 0.5% y/y em Junho, para USD 44.5. Este é o primeiro mês do ano em que se regista uma descida homóloga do preço, ainda que seja de reduzida dimensão. Assim, as receitas de exportação foram inferiores às registadas em Junho de 2016 em 10.8%, quando medidas em dólares. Em termos mensais houve também uma redução das receitas de 16.1%. **Apesar da queda do preço do barril de petróleo em Junho, a análise da primeira metade do ano aponta para um preço médio superior em 41.4% face ao período homólogo.** Assim, apesar da menor produção, obtiveram-se receitas de exportação mais elevadas até Junho, em comparação com o primeiro semestre de 2016 (29.1%). Em termos fiscais, Junho registou uma quebra do total da receita (incluindo a receita da concessionária) de 2.3% y/y e de 0.6% m/m. Pelo contrário, quando avaliados os primeiros seis meses de 2017 verifica-se um aumento de 31.7% na cobrança de impostos petrolíferos; em particular, a receita da concessionária cresceu 35.5% y/y até Junho deste ano. No primeiro semestre do ano, e de acordo com os nossos cálculos, a receita fiscal executada atingiu um nível perto, mas inferior, a 50%. Dada a considerável importância do sector petrolífero para a actividade económica em Angola, importa analisar como irá evoluir o preço do barril de petróleo angolano na segunda metade de 2017, considerando o actual contexto de preços mais baixos do que os registados no início do ano. Este cenário, a par das limitações impostas ao abrigo do acordo da OPEP, podem colocar desafios no desempenho da actividade económica no país, considerando a relevante importância que o sector petrolífero assume no crescimento económico em Angola, quer por via directa, quer indirectamente (através da arrecadação de receitas fiscais e impacto no sector real da economia).

□ **As eleições legislativas em Angola, marcadas para o dia 23 de Agosto, não deverão trazer novidades significativas ao nível político, considerando as primeiras sondagens entretanto divulgadas.** De facto, é esperado, de acordo com as sondagens, que o MPLA renove a maioria parlamentar e que as principais linhas de acção política do actual Governo se mantenham.

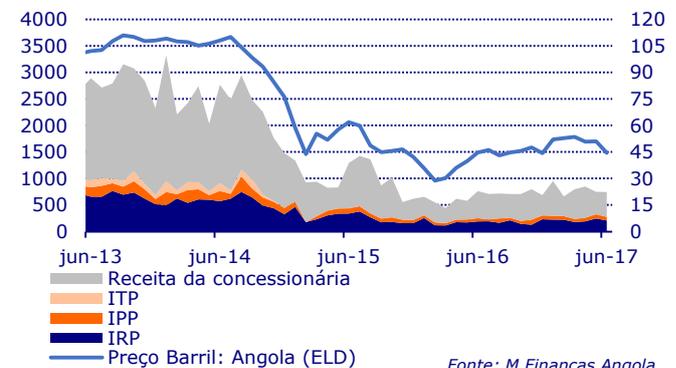
Inflação desacelerou de novo em Junho

(yoy%; mom%)



Preço médio do barril de petróleo e produção diminuem no mês de Junho

(milhões de USD; USD)



ECONOMIAS

ANGOLA – INFLAÇÃO VOLTA A ABRANDAR EM JUNHO (Cont.)

Previsões para o crescimento económico e taxa de inflação

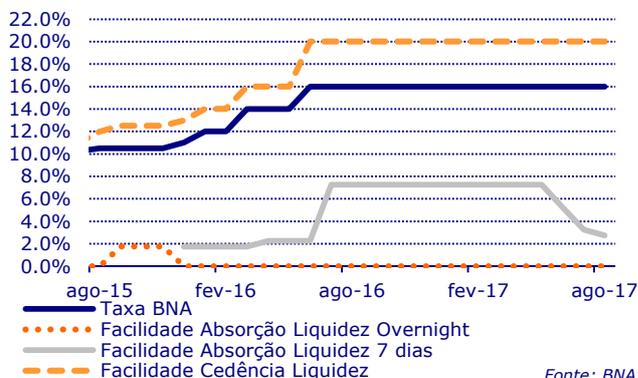
	Taxa de Crescimento Real do PIB		Taxa de Inflação Média Anual	
	2017	2018	2017	2018
	%			
FMI	1.3	1.5	27.0	17.8
FocusEconomics	1.6	2.5	29.9	18.3
EIU	2.1	2.4	29.9	16.1
Moody's*	2.6	3.5	19.0*	15*
Fitch	1.5	1.3	22.0	11.0
Consensus Bloomberg	1.6	2.4	29.0	15.0

Fonte: FMI (WEO Abril 2017), FocusEconomics, EIU, Moody's, Fitch, Bloomberg.

Nota: *Dez/Dez

CPM reduziu a taxa de absorção de liquidez a 7 dias, na reunião realizada no final de Julho

(percentagem)



Fonte: BNA

MOÇAMBIQUE – FMI REVIU EM ALTA A PREVISÃO PARA O CRESCIMENTO ECONÓMICO EM 2017

□ **O FMI terminou a visita a Moçambique, que teve lugar entre os dias 10 e 19 de Julho, após a divulgação do relatório da Kroll.** O objectivo da visita era o de analisar as conclusões do relatório elaborado pela auditora externa sobre as dívidas escondidas das três empresas, EMATUM, Proindicus e MAM, assim como avaliar os últimos desenvolvimentos económicos, monetários e fiscais. O Fundo considera que a actividade económica em Moçambique melhorou desde o final do ano passado, devido às medidas de política monetária adoptadas em Outubro e à recuperação dos preços e do volume exportado de carvão, principalmente. **Tendo em conta a recuperação do sector do carvão, o FMI reviu em alta a sua previsão para o crescimento económico em 2017, de 4.5% para 4.7%.** Apesar da perspectiva mais positiva para o crescimento económico, o FMI chama à atenção para a necessidade de consolidação das contas públicas, devendo o Orçamento de Estado para 2018 ter já em conta a necessidade de reduzir efectivamente o défice fiscal. Para isso, e de acordo com o Fundo, deve ser assegurada a eliminação das isenções fiscais, a contenção dos custos com salários na função pública, assim como priorizar os investimentos, sem descuidar o reforço de programas sociais que atenuem os efeitos da contracção fiscal nas classes mais vulneráveis economicamente. No que diz respeito ao relatório da Kroll, o FMI apontou para a necessidade do Governo tomar medidas que possam suprimir as lacunas de informação que a auditora apontou, a par de medidas que promovam a transparência e a melhoria da governação.

□ **A taxa de inflação homóloga de Moçambique diminuiu consideravelmente no mês de Junho.** De facto, o ritmo de crescimento dos preços diminuiu 2.4 pontos percentuais (p.p.) para 18.1% em Junho; de acordo com a informação disponibilizada pelo INE de Moçambique, a rubrica onde se registou um crescimento mais acentuado dos preços foi a de "Vestuário e Calçado (+26.8% y/y)". A variação mensal dos preços foi de -1.2%, com os contributos negativos das rubricas de "Alimentação e bebidas não alcoólicas" (-0.83 p.p.), "Transportes" (-0.41 p.p.) e "Habitação, água, electricidade, gás e outros combustíveis" (-0.23 p.p.). **A par da diminuição das pressões inflacionistas, importa apontar para a estabilidade do câmbio do Metical face ao Dólar em níveis perto de MT 60 por USD,** ainda que, em Julho, se tenha assistido a uma ligeira depreciação da moeda nacional para níveis em torno de MT 61. Ao mesmo tempo, **mantém-se a trajetória de recuperação das reservas internacionais líquidas,** que, de acordo com o Banco de Moçambique, **atingiram USD 2.2 mil milhões** (cerca de 6 meses de importações, excluindo megaproj.), aproximando-se, assim, dos níveis de 2015. Para além de se manter os efeitos de medidas anteriormente implementadas, nomeadamente de cariz monetário, contribuem ainda as exportações de carvão e de alumínio.

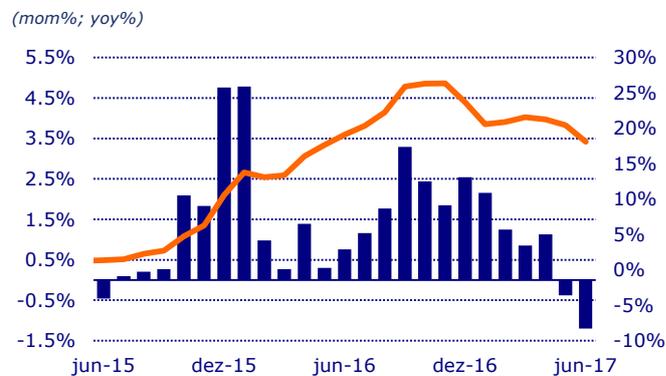
Previsões para o crescimento económico e taxa de inflação

	Taxa de crescimento real do PIB		Taxa de Inflação Média Anual	
	2017	2018	2017	2018
Governo	5.5	-	15.5	-
FMI	4.7	5.5	19.0	10.6
EIU	4.2	4.8	16.4	8.4
Moody's*	4.7	5.7	14.5	7.5
FocusEconomics	4.1	5.2	18.9	11.8

Fonte: Orçamento de Estado para 2017; FMI; EIU; Moody's; Fitch; FocusEconomics (Agosto).

Nota:* Taxa de inflação no final do período.

Taxa de inflação homóloga diminuiu consideravelmente em Junho

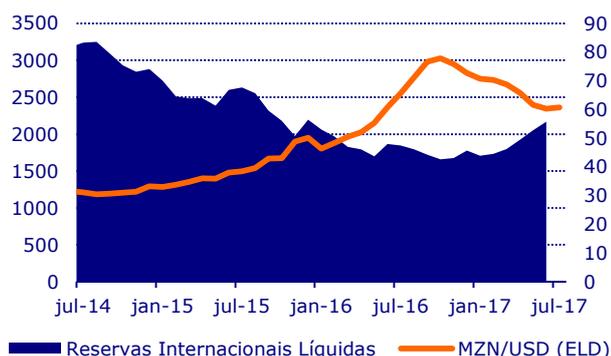


■ m-o-m % — y-o-y % (ELD)

Fonte: INE

Reservas têm recuperado nos últimos meses, impulso dado pelas exportações e pela política monetária

(milhões USD; x Meticals por USD)



Fonte: Banco de Moçambique; Bloomberg

Yield da emissão reestruturada da EMATUM corrigiu dos valores de Jun., para níveis perto de 17%

(yield da emissão reestruturada da EMATUM, %)



Fonte: Bloomberg

