

Observatório Económico

Portugal

Madrid,
19 de março de 2013
Análise Económica

Europa

Economista-Chefe
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Sonia López Senra
sonia.lopez.senra@bbva.com

Agustín García Serrador
agustin.garcia@bbva.com

A recessão económica pode ter abrandado no início de 2013

PIB pode ter caído cerca de -0.4% t/t no 1T13

- **Recessão maior do que a esperada no 4T12**

A queda do PIB no 4T12 foi muito maior do que a prevista, apesar de já anteciparmos uma intensificação da recessão em reacção a um aumento da procura interna no 3T12 causado por factores não recorrentes (principalmente pela retoma do investimento em resultado da compra de uma aeronave). Em particular, o PIB registou uma redução de 1.8% t/t no 4T12 (BBVA Research e Consensus: -1.0% t/t), impulsionado por uma forte queda na procura interna, quer no investimento (-5.1% t/t face a +0.5%) quer no consumo (-2.1% t/t depois de permanecer estável no 3T12), enquanto que as medidas de ajustamento orçamental condicionaram o consumo público (-1.1% t/t face a -1.9% t/t). Como resultado, a procura interna contribuiu negativamente para o PIB trimestral, -1.9pp (apesar da contribuição positiva em +0.9pp da variação de existências). Na vertente externa, a intensificação da recessão na Área do Euro no 4T12, juntamente com a desaceleração observada nas economias emergentes no final de 2012, resultou numa forte queda das exportações, que foi superior à observada nas importações, o que se traduziu numa contribuição negativa das exportações líquidas pelo segundo trimestre consecutivo (-0.3pp depois de -0.7pp no 3T12).

- **Os dados disponíveis para o 1T13 apontam para uma recessão económica menos grave**

Os dados quantitativos melhoraram em Janeiro, compensando o fraco desempenho observado ao longo do 4T12 o que, juntamente com melhores dados de indicadores de confiança até Fevereiro corroboram o nosso cenário macroeconómico que prevê uma recessão mais suave no início do ano. No entanto, continuamos cautelosos sobre a perspectiva económica no curto prazo, uma vez que também há sinais decepcionantes sobre o desempenho das exportações nos próximos meses, aumentando assim as dúvidas sobre a sustentabilidade do principal apoio à actividade económica nos próximos trimestres.

No que respeita aos dados qualitativos, o indicador de sentimento económico divulgado pela Comissão Europeia recuperou ligeiramente em Fevereiro, depois de uma breve queda em Janeiro, de certa forma esperada após o forte aumento registado em Dezembro. Embora permaneça em níveis baixos (81.5; quase dois desvios-padrão abaixo da média histórica de 101.6) e ainda a reflectir uma recessão, a média de Janeiro-Fevereiro melhorou claramente face ao 4Q12, revertendo para os níveis observados no início de 2012, quando a contracção económica foi mais moderada (em torno de -0,1% t / t). O aumento da confiança foi generalizado em todos os sectores

- **As exportações líquidas deverão manter-se como o principal suporte de crescimento, embora as perspectivas para as exportações permaneçam frágeis**

Embora as exportações tenham aumentado 5.6% a/a em Janeiro, impulsionadas principalmente por países fora da UE (12% a/a), a média móvel de três meses revelou um quadro sombrio, já que caíram novamente (-0.6%), embora a um ritmo mais moderado do que o observado durante o 4T12. Além disso, a carteira de encomendas de exportação caiu ainda mais em Fevereiro, o que sugere que uma recuperação sustentável das exportações poderia demorar mais tempo. No entanto, a queda das importações foi maior que a das exportações, reflectindo uma procura interna deprimida e confirmando que a relativa resiliência das importações observada durante o 2S12 deve ter sido temporário. Como resultado, é provável que a contribuição das exportações líquidas seja novamente positiva nos próximos trimestres, compensando parcialmente o impacto negativo da procura interna, que continuará a ser condicionada pelos ajustamentos em curso dos desequilíbrios económicos.

- **A procura interna pode revelar-se mais resiliente nos próximos meses**

Notícias positivas chegaram igualmente de indicadores da procura interna, com as vendas de retalho a aumentar fortemente em Janeiro (4.2% m/m a.s.), o que implica que os níveis de vendas estão cerca de 2,5% acima da média do 4T12 (quando caíram 7,4% t/t). Embora ainda seja cedo para se retirar um sinal claro dos dados de Janeiro, a melhoria significativa da confiança dos consumidores em Fevereiro sugere que o consumo privado poderá ter sido mais resistente no início de 2013, embora ainda em contracção. Além disso, os factores que condicionam o consumo dos particulares permanecem muito débeis, com a taxa de desemprego a crescer para níveis de 17.6%. No entanto, a forte desaceleração da inflação em Janeiro de 1,7 pp. para 0,2% a/a (principalmente devido à extinção do efeito do aumento do IVA em Janeiro de 2012, estimado em cerca de 1,1pp pelo Instituto Nacional de Estatística) e 0% a/a em Fevereiro, significa que a moderação dos preços dos últimos meses poderia apoiar o rendimento disponível real das famílias nos próximos meses.

O melhor desempenho da procura interna e externa reflectiu-se igualmente na produção industrial, que aumentou 3.5% m/m em Janeiro, compensando a queda observada em meses anteriores. O nível da produção industrial em Janeiro está 1.3% acima da média do 4Q12, depois de diminuir 3.7% t/t nesse trimestre. No entanto, os ainda baixos níveis de confiança industrial e as encomendas industriais em queda sugerem uma perspectiva instável para os próximos meses, enquanto as fracas perspectivas sobre a procura futura, juntamente com condições de crédito restritivas e a elevada capacidade ociosa das empresas apontam para uma nova queda do investimento no curto prazo.

- **Riscos descendentes para o nosso cenário macroeconómico. Os resultados do 4T12 implicam um forte efeito de repercussão que pode levar a uma recessão do PIB de 2% em 2013**

O nosso modelo MICA-BBVA actualizado com os dados disponíveis até ao momento estima uma queda do PIB de cerca de 0,4% t/t no 1T13, um pouco maior do que a prevista no nosso cenário macroeconómico (- 0,1% t/t). Tal acontece devido à inércia incorporada no modelo pelos dados muito negativos do PIB do 4T12. No entanto, se

os dados quantitativos de Fevereiro confirmarem o bom desempenho, a nossa estimativa anterior de -0,1% t/t não deve ser descartada. Este resultado, combinado com o efeito de repercussão de uma queda maior do que a esperada do PIB no 4T12 (cerca de -0.7pp) apontam para uma contracção maior do PIB em 2013 de cerca de 2%, contra a nossa estimativa anterior de - 1,2%. Apesar destas tendências descendentes, continuamos a esperar uma ligeira recuperação económica a partir da segunda metade do ano.

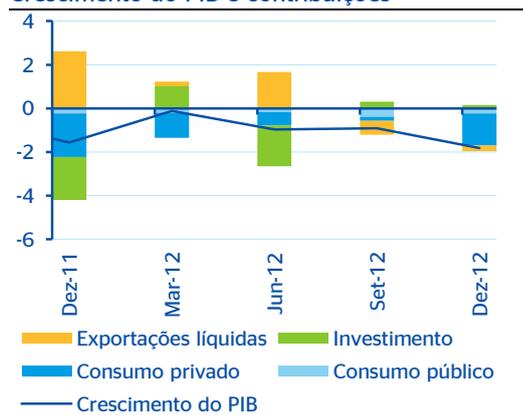
- **Mais tempo para a consolidação orçamental e eventualmente mais tempo para o reembolso da dívida.**

O elevado grau de cumprimento das medidas acordadas com a troika (ver gráfico 7) e a revisão em baixa das perspectivas de crescimento para a procura externa foram determinantes para a decisão de suavizar as metas previamente definidas para o défice orçamental em Setembro de 2012. Agora o Governo terá mais um ano para reduzir o défice abaixo do limite de 3% estabelecido pelo Pacto de Estabilidade e Crescimento, os objectivos de défice são revistos de 4,5% do PIB para 5,5 em 2013, de 2,5% para 4% do PIB em 2014 e a meta do défice para 2015 será de 2,5% do PIB (ver gráfico 8).

O Governo está empenhado em cobrir as necessidades de financiamento adicional decorrentes da revisão da meta para o défice orçamental e comprometido com a adopção e publicação de um quadro orçamental de médio prazo baseado principalmente na redução da despesa.

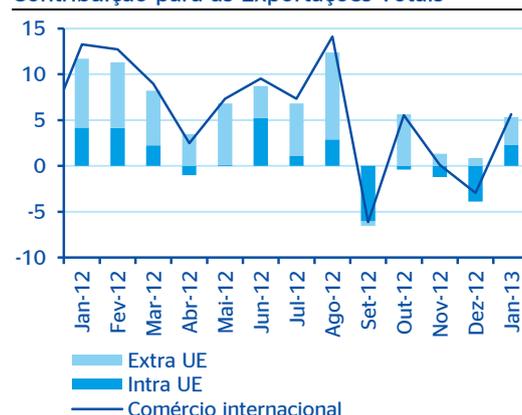
Na última reunião de ministros das Finanças do Eurogrupo, foi aprovado um plano mais flexível de reembolso da dívida ao FEEF, que corresponde a um terço do total da dívida (cerca de 26 mil milhões de euros). Os detalhes da proposta dos novos prazos de vencimento dos empréstimos serão anunciados na próxima reunião a ser realizada em Dublin em meados de Abril de 2013.

Gráfico 1
Crescimento do PIB e contribuições



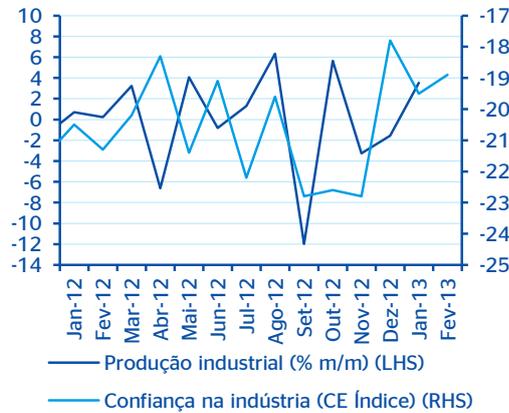
Fonte: Eurostat

Gráfico 2
Contribuição para as Exportações Totais



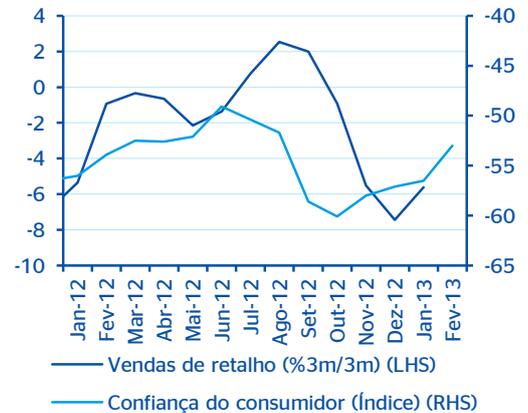
Fonte: INE Portugal

Gráfico 3
Perspectivas da indústria



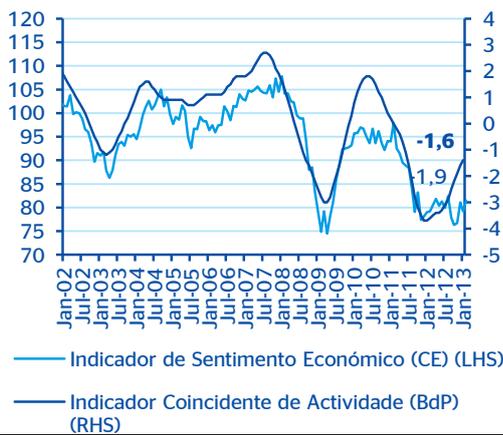
Fonte: Eurostat e Comissão Europeia

Gráfico 4
A confiança do consumidor



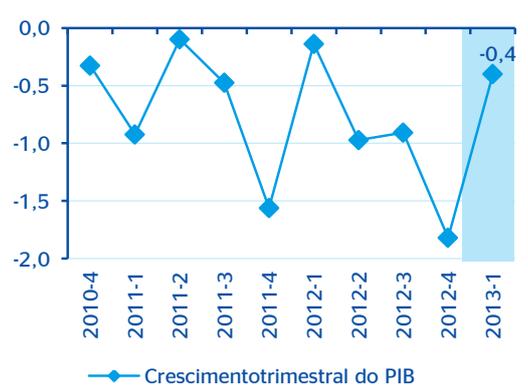
Fonte: Eurostat e Comissão Europeia

Gráfico 5
Sentimento económico



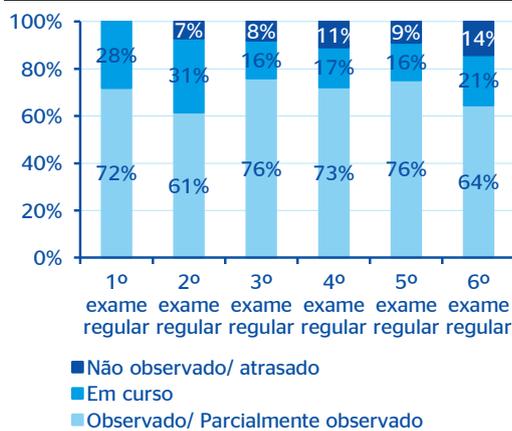
Fonte: Bank of Portugal and European Commission

Gráfico 6
Portugal: Crescimento do PIB e contribuições (% t/t; média)



Fonte: Eurostat and BBVA Research

Gráfico 7
Concretização das medidas previstas por exame regular (%)



Fonte: Ministério das Finanças, março 2013

Gráfico 8
Limite para os défices orçamentais. Em percentagem do PIB (contabilidade nacional)



(p) Projeção; não constitui limite do Programa
Fonte: Ministério das Finanças, março 2013

AVISO LEGAL

Este documento, assim como os dados, opiniões, estimativas, previsões e recomendações contidas no mesmo, foram elaborados pelo Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (adiante "BBVA"), com a finalidade de proporcionar aos seus clientes informação geral à data da sua publicação e estão sujeitas a alterações sem aviso prévio. O BBVA não assume qualquer compromisso de comunicar as referidas alterações nem de actualizar o conteúdo do presente documento.

Nem o presente documento, nem o seu conteúdo, constituem uma oferta, convite, conselho ou qualquer tipo de sugestão destinada à subscrição, aquisição de instrumentos financeiros ou à celebração ou cancelamento de qualquer tipo de operação relativa a produtos ou serviços financeiros, nem o seu conteúdo constituirá a base de qualquer contrato, acordo ou compromisso.

O investidor que tenha acesso ao presente documento deve estar ciente que os valores, instrumentos ou investimentos a que o mesmo se refere podem não ser apropriados para os seus objectivos específicos de investimento, sua posição financeira ou o seu perfil de risco, uma vez que não foram tomados em consideração para a elaboração do presente documento, pelo que devem adoptar as suas próprias decisões de investimento tendo em consideração as referidas circunstâncias e procurando o assessoramento específico e especializado que entendam necessário. O conteúdo do presente documento baseia-se em informações que se estimam disponíveis ao público em geral, obtidas de fontes consideradas fidedignas, mas estas informações não foram independentemente verificadas pelo BBVA e, por isso, nenhuma garantia, expressa ou implícita, poderá ser dada sobre a sua fiabilidade, integridade ou correcção. O BBVA não assume nenhuma responsabilidade por qualquer perda, directa ou indirecta, que possa resultar do uso deste documento ou do seu conteúdo. O investidor deve ter em consideração que a evolução passada de valores ou instrumentos ou os resultados históricos dos investimentos, não garantem a evolução ou resultados futuros.

O preço dos valores ou dos instrumentos ou o resultado dos investimentos podem flutuar contra os interesses do investidor e até mesmo resultar na perda do investimento inicial. As transacções em futuros, opções e valores ou em instrumentos de elevado rendimento (high yield securities) podem envolver riscos elevados e não são adequados para todos os investidores. De facto, em certos investimentos, as perdas podem exceder o investimento inicial, sendo necessário, nestes casos, fundos adicionais para cobrir todos esses prejuízos. Assim, antes de realizar transacções com estes instrumentos, os investidores devem estar cientes de seu funcionamento, dos direitos, obrigações e riscos implícitos, assim como os relativos aos valores que lhes estão subjacentes. Poderia não existir mercado secundário para os mesmos.

O BBVA ou qualquer outra entidade do Grupo BBVA, assim como os seus respectivos directores ou empregados, poderão ter uma posição em qualquer dos valores ou instrumentos objecto directa ou indirectamente deste documento, ou em quaisquer outros relacionados com os mesmos; podem negociar por conta própria ou alheia com tais valores, prestar serviços de assessoramento ou de outro tipo aos emitentes dos valores mencionados ou a empresas a ele vinculadas ou aos seus accionistas, directivos ou empregados, e podem ter interesses ou realizar quaisquer transacções nesses valores ou instrumentos ou investimentos relacionados com os mesmos, com carácter prévio ou posterior à publicação deste documento, na medida permitida pela lei aplicável.

Os empregados dos departamentos de vendas ou de outros departamentos, ou outra entidade do Grupo BBVA, podem facultar comentários de mercado, verbalmente ou por escrito, ou estratégias de investimento aos seus clientes que reflectam opiniões contrárias às expressas no presente documento; também o BBVA ou qualquer outra entidade do Grupo BBVA pode adoptar decisões de investimento por conta própria que sejam inconsistentes com as recomendações contidas no presente documento. Nenhuma parte deste documento pode ser (i) copiada, fotocopiada ou duplicada de nenhuma maneira, forma ou meio (ii) redistribuída ou (iii) citada, sem a permissão prévia por escrito do BBVA. Nenhuma parte deste relatório pode ser copiada, transmitida ou distribuída para aqueles Países (ou pessoas ou entidades dos mesmos) em que a sua distribuição possa estar proibida pela legislação aplicável. O não cumprimento destas restrições pode violar as leis da jurisdição em causa.

Este documento será distribuído no Reino Unido apenas a (i) pessoas que tenham experiência profissional em assuntos relacionados com investimentos nos termos do artigo 19 (5) da Lei de Serviços e Mercados Financeiros de 2000 (Promoção Financeira) da Ordem de 2005 (conforme alterado, no sucessivo, a "Ordem") ou (ii) entidades de elevados patrimónios sujeitas às disposições do artigo 49 (2) (a) a (d) da Ordem ou (iii) pessoas a quem possa ser legalmente comunicado um convite ou proposta para realizar um investimento (na acepção do artigo 21 da Lei de Serviços e Mercados Financeiros de 2000) (adiante, todas essas pessoas serão "pessoas relevantes"). Este documento está dirigido apenas para as pessoas relevantes e as pessoas que não sejam pessoas relevantes não devem basear-se no mesmo ou agir de acordo com ele. Os investimentos ou actividades de investimento a que este documento se refere só estão disponíveis para as pessoas relevantes e serão feitos apenas com pessoas relevantes

Nenhuma parte deste relatório pode ser copiada, transmitida ou distribuída para os Estados Unidos da América nem a pessoas ou entidades americanas. O não cumprimento destas restrições pode violar as leis dos Estados Unidos da América.

O sistema retributivo do/dos analista/s autor/es do presente documento é baseado em vários critérios, que incluem as receitas auferidas pelo BBVA e, indirectamente, os resultados do Grupo BBVA, incluindo os gerados pelo actividade de banca de investimento, embora estes não recebam compensação baseada em receitas de nenhuma transacção específica da banca de investimento.

O BBVA não é um membro da FINRA e não está sujeito às regras de divulgação previstas para os seus membros.

"O BBVA está sujeito ao código de conduta dos Mercados de Valores do Grupo BBVA, que inclui, entre outras, normas de conduta estabelecidas para prevenir e evitar conflitos de interesse com relação a recomendações, incluindo barreiras à informação. O Código de Conduta nos Mercados de Valores do Grupo BBVA está disponível para consulta no seguinte endereço da Web: [www.bbva.com / Gobierno Corporativo](http://www.bbva.com/GobiernoCorporativo)".

O BBVA é um banco supervisionado pelo Banco de Espanha e pela Comissão Nacional do Mercado de Valores, e inscrito no registo do Banco de Espanha, com o número 0182.