

# Observatório Económico

## Portugal

Madrid,  
23 de janeiro de 2014  
Análise Económica

Unidade da Europa  
Miguel Jiménez González-Anleo  
mjimenezg@bbva.com

Agustín García Serrador  
agustin.garcia@bbva.com

Diego Torres Torres  
diego.torres.torres@bbva.com

Pablo Budde  
pablo.budde@bbva.com

Massimo Trento  
massimo.trento@bbva.com

Com a colaboração de:

Direcção de Planeamento e  
Gestão Financeira

Ana Claudino  
ana.claudino@bbva.pt

## Crescimento estagnado no final de 2013, embora as exportações recuperem

### O modelo MICA-BBVA prevê um crescimento nulo no 4T2013

- **Em Dezembro, a confiança continua a melhorar de forma generalizada em todos os sectores**

O indicador de sentimento económico da Comissão Europeia melhorou de novo significativamente em Dezembro, tal como já se verificara em Novembro, embora ainda se situe abaixo da sua média histórica, o que indica que o ritmo de recuperação económica permanece débil, um pouco abaixo do seu ritmo médio de crescimento (cerca de 0,3% t/t).

- **Tanto a indústria como o comércio de retalho recuperaram em Novembro, embora antecipem uma deterioração da despesa privada depois da recuperação do 3T13**

O aumento da produção industrial em Novembro compensou a queda registada em Outubro (gráfico 5), aumentando 1,1% nos dois primeiros meses do 4T13 face à média do terceiro trimestre, o que indicia que a queda observada nesse trimestre possa ter sido temporária e associada à redução das encomendas provenientes do exterior (as encomendas do exterior também sofreram alguma deterioração, mas já recuperaram). Subjacente a este recente aumento encontra-se principalmente a maior produção de bens intermédios e de capital, associados à melhoria das exportações, o que sugere que a recuperação do investimento observada no terceiro trimestre (1,5% t/t, principalmente em produtos metálicos e em equipamento e construção) é dificilmente sustentável no último trimestre de 2013.

Apesar da forte recuperação das vendas de retalho em Novembro (3,1% m/m) (gráfico 6), esta não foi suficiente para compensar as quedas significativas dos meses anteriores (-3,2% m/m em Setembro e -0,7% m/m em Outubro), pelo que as vendas entre Outubro e Novembro contraíram-se 0,6% relativamente à média do 3T13 (quando subiram 1,7% t/t), o que aponta para uma ligeira contracção do consumo privado no 4T13 depois do significativo crescimento do trimestre anterior (1,1% t/t).

- **O nosso modelo MICA-BBVA estima um crescimento nulo no 4T13**

Com os dados disponíveis até ao momento, o modelo MICA-BBVA estima um crescimento nulo no quarto trimestre do ano (gráfico 2), embora estimativas econométricas mais simples apontem para 0.1% t/t. Tal significa um claro enviesamento no sentido descendente em relação ao nosso cenário de referência, que incorporava uma previsão de 0.3%. Estes dados, após as pequenas revisões do crescimento dos trimestres anteriores, indicam que o PIB se teria contraído, em média, em 2013, 1,5% (previsão do BBVA Research de Novembro: -1,6%).

O indicador coincidente de actividade do Banco de Portugal continuou a melhorar (gráfico 3), alcançando 0,5 em Outubro e 0,8 em Novembro. Este indicador, associado ao crescimento interanual da economia, corresponderia a um crescimento trimestral ligeiramente negativo (cerca de -0,1/-0,2% t/t).

- **As exportações mantêm-se robustas e as encomendas do exterior voltaram a aumentar**

As exportações<sup>1</sup> até Novembro terão aumentado 2% face à média do terceiro trimestre (quando caíram 0,4% t/t), principalmente devido a uma melhoria na procura mundial, tanto dentro como fora da União Europeia (gráfico 9). Por sua vez, o crescimento das importações teria sido mais moderado, cerca de 0,8% relativamente ao 3T13 (1,7% t/t) (gráfico 7). Estes números sugerem que as exportações voltarão a contribuir positivamente para o crescimento, depois de contribuir negativamente para o PIB, -1,1pp no 3T13.

Além disso, o número de turistas manteve-se em níveis similares aos do terceiro trimestre (gráfico 10), período em que as exportações de serviços cresceram aproximadamente 3,2% t/t (depois de +4,4% no 2T13), o que nos leva a crer que esta tendência poderia ter-se mantido.

- **A inflação geral aumentou ligeiramente de novo em Dezembro, interrompendo a forte moderação observada desde meados do ano**

A inflação geral (IHPC) aumentou novamente em Dezembro em 0,1pp atingindo 0,2% a/a, devido fundamentalmente a uma menor queda dos preços dos produtos energéticos e ao aumento dos preços dos produtos alimentares não transformados, que compensaram a moderação da inflação subjacente de 0,2% a/a (gráfico 13). Em qualquer caso, as baixas taxas de inflação são similares às observadas no princípio do ano após a dissipação dos efeitos transitórios observados em anos anteriores. A desaceleração da inflação no 4T13 em comparação com o primeiro trimestre do ano foi de cerca de 0,4pp, como consequência de -0,5pp de queda na inflação mais volátil, enquanto que a subjacente aumentou 0,1pp em virtude da moderação da queda dos preços dos bens industriais não energéticos.

---

1: As exportações de bens dessazonalizados com a função da sazonalidade da Haver Analytics.

- **Diminuem novamente o desemprego e os custos laborais**

O mercado de trabalho continua a comportar-se melhor do que seria de esperar para uma economia que mal saiu da recessão, o que indica que moderação salarial poderá ter tido efeitos positivos sobre o emprego. A taxa de desemprego voltou a descer ligeiramente em Novembro (gráfico 11), até situar-se em 15,5%, uma melhoria de 1,5pp se a compararmos com o valor de há um ano (17% em Novembro de 2012). A redução do desemprego foi um pouco mais moderada na segunda metade de 2013 do que na primeira. Sem conhecer ainda se essa redução se deve em parte a uma moderação ou queda da taxa de actividade, os dados até ao terceiro trimestre já registavam uma melhoria da taxa de desemprego compatível com um aumento da população activa.

Por outro lado os custos laborais diminuíram ligeiramente (-0,1% t/t) no 3T13 depois do aumento observado no trimestre anterior (1,3% t/t, devido fundamentalmente aos custos não salariais). Em termos interanuais, os custos salariais apresentam dois anos de quedas consecutivas, sobretudo na sua componente salarial; embora durante o ano de 2013 as reduções tenham sido muito mais moderadas do que em 2012 (gráfico 12).

- **O défice em 2013 poderia situar-se inclusivamente abaixo do objectivo fixado pelo Governo e pela troika**

Os últimos dados de execução orçamental, disponíveis até Novembro de 2013, continuam a indicar que o Governo cumprirá com o objectivo do défice segundo o critério de desempenho (5,5%) e, inclusivamente, ficará abaixo da meta definida (gráfico 17). As estimativas oficiais apontam para que o défice possa finalmente fixar-se em cerca de 5,1% do PIB (5,5% incluindo a recapitalização do BANIF), inferior em cerca de 0,4 pontos percentuais às estimativas prévias. Os aumentos acumulados até Novembro, tanto em receitas como em despesas, estão em linha com os objectivos (gráficos 15 e 16).

Tal como já havíamos alertado na Situação Europa de Novembro<sup>2</sup>, o Tribunal Constitucional declarou inconstitucional em finais de Dezembro do ano passado, a medida que previa a convergência da fórmula das pensões da CGA (caixa dos funcionários públicos) com as da Segurança Social. O Governo, com esta medida, iria cortar cerca de 10% em pensões acima dos 600 euros e em pensões de sobrevivência acima dos 419 euros (poupança de 0,4 pontos do PIB).

Perante a decisão do Tribunal Constitucional, o Governo tomou decisões que compensam a poupança que adviria da convergência das pensões. Por um lado aplicar novamente em 2014 a contribuição especial de solidariedade (CES) e alargar a base de contribuição, que até ao ano passado se aplicava apenas a pensões superiores a 1350 euros, para pensões acima de 1000 euros. Por outro lado, aumentar as contribuições dos funcionários públicos para a ADSE (sistema de saúde dos funcionários públicos) que inicialmente estava previsto que seria de 2,5% em 2014, e que passará a ser de 3,5% (gráfico 18).

---

2: Ver quadro 4 em [http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/Situaci\\_nEuropa\\_nov-13\\_e\\_tcm346-410556.pdf?ts=2212014](http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/Situaci_nEuropa_nov-13_e_tcm346-410556.pdf?ts=2212014)

## Portugal

### Contas nacionais: o PIB deverá manter-se estável no 4T13, depois de dois trimestres de crescimento

Confirma-se o aumento do PIB de +0,2% t/t no 3T13, principalmente devido ao crescimento da procura interna que compensa a queda da procura externa. O nosso modelo MICA-BBVA prevê de momento um crescimento estagnado no 4T13

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

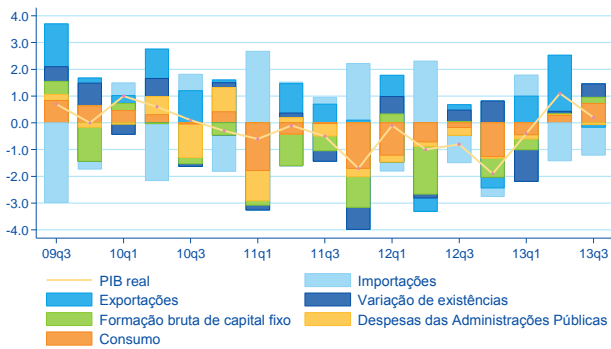


Gráfico 2  
Crescimento do PIB (%t/t) e previsão do MICA-BBVA\*



### Confiança: prossegue em Dezembro a tendência positiva iniciada no princípio do ano

O dado de confiança publicado pela CE (ISE) aproxima-se cada vez mais da sua média histórica, situando-se nos 97,4 pontos em Dezembro. O indicador coincidente de actividade do BdP também indica que a economia poderia manter-se nos níveis alcançados no 3T13.

Gráfico 3  
ISE, Confiança Nacional (actividade) e cresc. do PIB(%a/a)\*

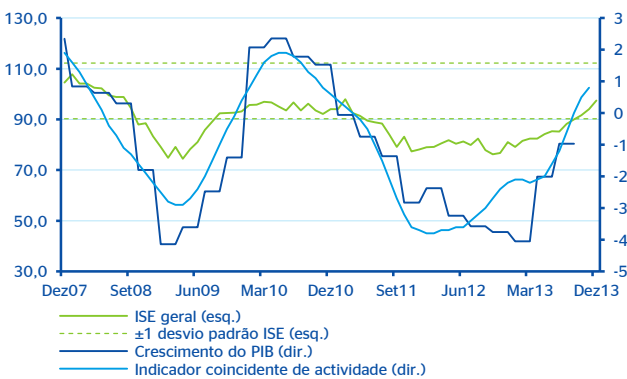


Gráfico 4  
Indic. Nac. Conf. (consumo) e cresc. do consumo (%a/a)\*



### Actividade: a produção industrial e o comércio de retalho recuperam em Novembro

O aumento da produção industrial em Novembro (1,5% m/m) compensou a queda registada em Outubro (-0,7% m/m), situando-se acima da média do trimestre anterior (1,1% mais elevado). As vendas de retalho situam-se abaixo da média observada no 3T13 (-0,6%).

Gráfico 5  
Produção Industrial (%a/a) e ISE Indústria\*

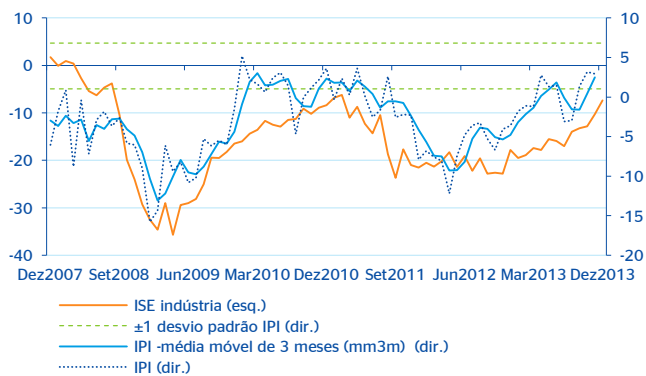


Gráfico 6  
Vendas de retalho (% 3m/3m) e crescimento do cons. (%t/t)\*



\* Fonte: HAVER e BBVA Research

## Sector externo: As exportações continuam a um bom ritmo no início do 4T13

As exportações até Novembro aumentaram 2% face à média do 3T13 (-0,4% t/t), enquanto que o crescimento das importações se moderou, cerca de 0,8% relativamente ao 3T13 (1,7% t/t).

Gráfico 7  
Conta corrente (% del PIB)\*

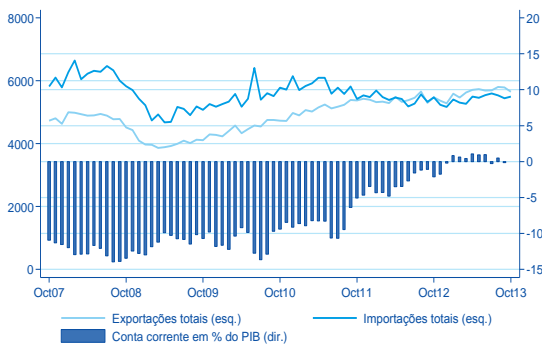


Gráfico 8  
Cresc. das exportações(% a/a) e vol.de encomendas de exp\*

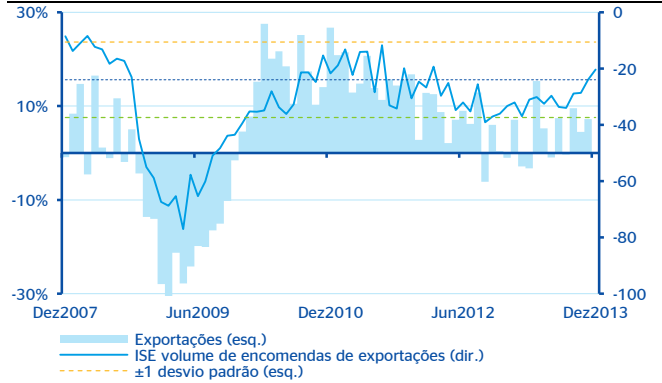


Gráfico 9  
O comércio internacional por destino (% a/a)\*

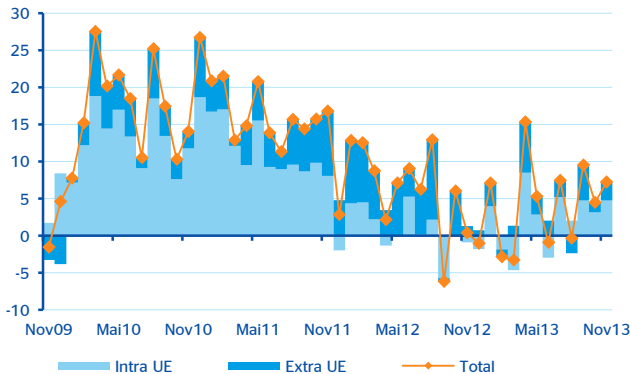
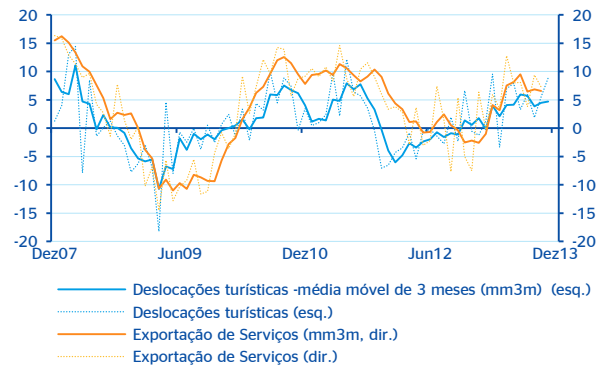


Gráfico 10  
Turismo e exportação de serviços (% a/a)\*



## Mercado laboral: o desemprego e os custos laborais continuam a diminuir

A taxa de desemprego voltou a descer ligeiramente em Novembro, até se fixar em 15,5%, uma melhoria de 1,5pp se compararmos com o valor de há um ano. Os custos laborais diminuíram ligeiramente (-0,1% t/t) no 3T13 após o aumento observado no trimestre anterior.

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

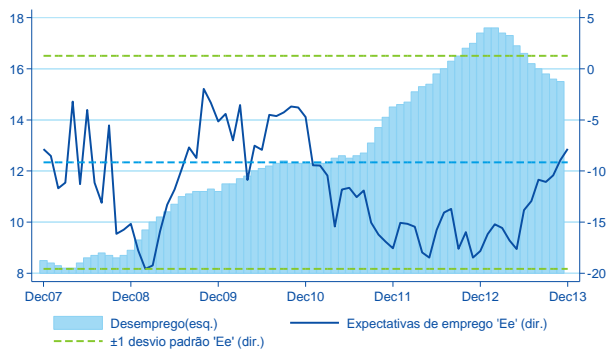
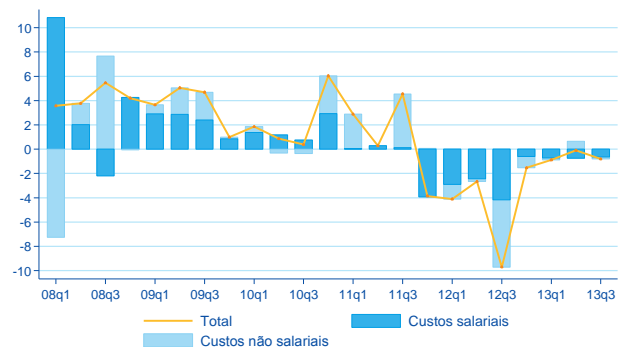


Gráfico 12  
Custos laborais no sector empresarial (%a/a)\*



\* Fonte: HAVER e BBVA Research

## Preços: a inflação aumentou de novo em Dezembro, mas mantém-se baixa

A inflação geral (IHPC) aumentou novamente em Dezembro em 0,1pp fixando-se em 0,2% a/a, enquanto que a subjacente aumentou em 0,2pp (por moderação da queda dos preços dos bens industriais não energéticos).

Gráfico 13

### Taxa de inflação, global e subjacente (%a/a)\*

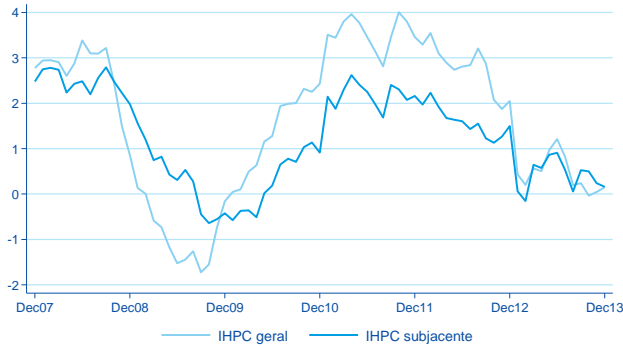
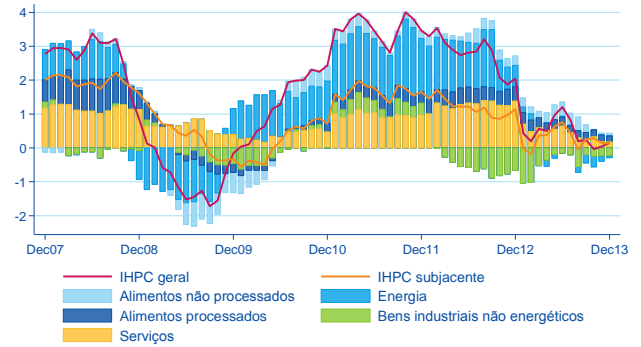


Gráfico 14

### Inflação por componentes (contribuição em %)\*



## Sector público: o Governo cumprirá o objectivo acordado para o défice

Os últimos dados da execução orçamental sugerem que o Governo irá cumprir o objectivo do défice de 5,5% do PIB, com as despesas e receitas em níveis acima dos de 2013.

Gráfico 15

### Despesas orçamentais (comparação com o ano anterior)\*

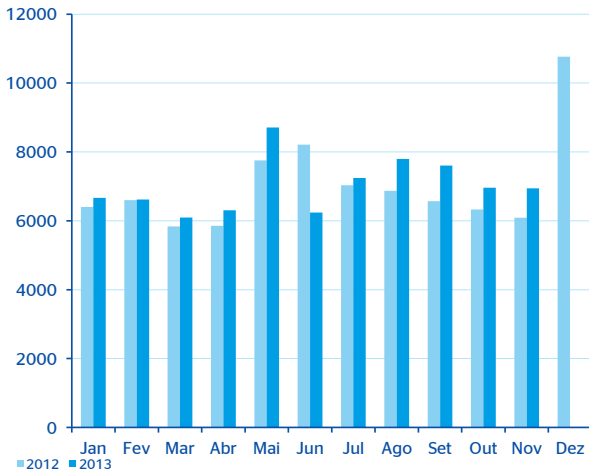


Gráfico 16

### Receitas orçamentais (comparação com o ano anterior)\*

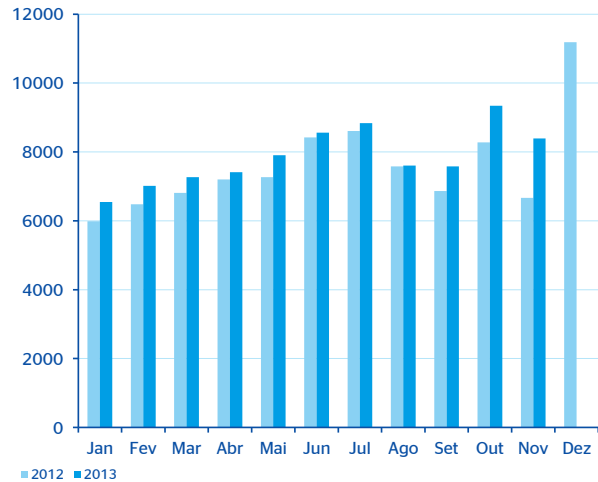


Gráfico 17

### Objetivo de défice orçamental\*

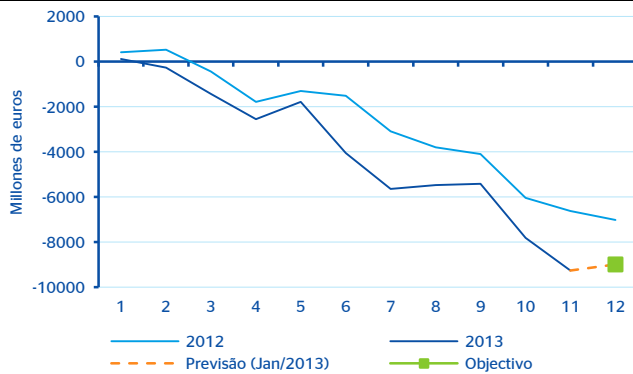
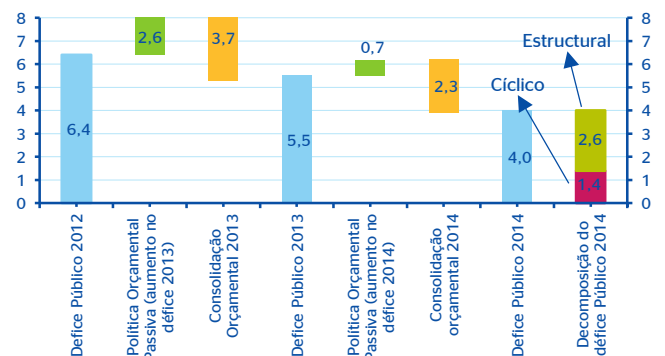


Gráfico 18

### Descomposição orçamental (cíclico e estrutural)\*



\* Fonte: HAVER e BBVA Research

**AVISO LEGAL**

Este documento, elaborado pelo Departamento do BBVA Research, tem um carácter meramente informativo e contém dados, opiniões ou estimativas que têm por referência a data da sua publicação, de elaboração própria ou precedentes de fontes consideradas fidedignas, sem que tenham sido objecto de verificação independente pelo BBVA e por isso nenhuma garantia, expressa ou implícita, poderá ser dada sobre a sua precisão, integridade ou correcção.

As estimativas que este documento possa conter foram realizadas de acordo com as metodologias geralmente aceites e devem ser entendidas como tal, ou seja, como previsões ou projecções. A evolução histórica das variáveis económicas (positiva ou negativa) não garante uma evolução equivalente no futuro.

O conteúdo deste documento está sujeito a alterações sem aviso prévio em função, por exemplo, do contexto económico ou de flutuações de mercado. O BBVA não assume qualquer compromisso de actualizar o referido conteúdo ou de comunicar essas alterações.

O BBVA não assume nenhuma responsabilidade por qualquer perda, directa ou indirecta, que possa resultar do uso deste documento ou do seu conteúdo.

Nem o presente documento, nem o seu conteúdo, constituem uma oferta, convite, conselho ou qualquer tipo de sugestão destinada à aquisição, alienação ou obtenção de qualquer benefício em activos ou instrumentos financeiros, nem podem servir de base para qualquer contrato, compromisso ou decisão de qualquer espécie.

Nomeadamente no que diz respeito ao investimento em activos financeiros que possam estar relacionados com as variáveis económicas eventualmente desenvolvidas neste documento, os leitores devem estar conscientes de que em caso algum devem considerar este documento como base para tomarem as suas decisões de investimento e que as pessoas ou entidades que potencialmente lhes podem oferecer produtos de investimento são aquelas que estão legalmente obrigadas a proporcionar-lhes toda a informação que necessitem para essa tomada de decisão.

O conteúdo do presente documento está protegido pela legislação de propriedade intelectual. Fica expressamente proibida a sua reprodução, transformação, distribuição, comunicação pública, colocação à disposição, extracção, reutilização, reenvio ou utilização de qualquer natureza, por qualquer meio ou procedimento, salvo nos casos em que seja legalmente permitido ou autorizado expressamente pelo BBVA.