

# Observatório Económico

## Portugal

Madrid,  
19 de Fevereiro 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

## A recuperação avança a um ritmo mais rápido do que o previsto

### Ao estímulo da procura global une-se o maior dinamismo da despesa privada

- **A melhoria da procura, sobretudo externa, parece suportar a incipiente recuperação**

No último trimestre do ano os indicadores de actividade mantiveram comportamentos opostos: enquanto a produção industrial registou um aumento trimestral de 2,5%, encerrando 2013 com um aumento de 0,9% em relação a 2012, impulsionada principalmente pelas exportações, o comércio de retalho sofreu uma contracção de 1,7% no 4T13 e de 1,8% no conjunto do ano.

- **Prosegue a diminuição do desemprego e dos custos laborais**

A taxa de desemprego caiu novamente em Dezembro para 15,4%, uma redução de 1,9pp nos últimos doze meses (17,3% em Novembro de 2012). Por outro lado, os últimos dados dos custos laborais registaram uma diminuição no 4T13 (-0,4% a/a) devido a uma forte queda da componente "outros custos salariais" (-3,3% a/a) enquanto que a componente "custos salariais" aumentou ligeiramente depois de dois anos de quedas (+0,5% t/t).

- **As baixas taxas de inflação ajudaram a compensar a queda dos rendimentos e melhoraram a vantagem competitiva das exportações**

A inflação geral (IHPC) desacelerou novamente em Janeiro em 0,1pp, para 0,1% a/a, principalmente devido à queda dos preços dos bens industriais, enquanto que se assistiu à moderação da queda dos preços da energia e à baixa ligeira dos preços dos bens alimentares, o que conduziu igualmente à moderação da inflação subjacente de 0,2% a/a em Dezembro para 0,1% em Janeiro.

- **A confiança melhora significativamente, o que contribui para que se materializem as decisões de despesa do sector privado**

O indicador de sentimento económico da Comissão Europeia melhorou significativamente em Novembro e, principalmente, em Dezembro, acelerando a tendência de melhoria que vem sendo observada desde o segundo trimestre de 2013. Não obstante, em Janeiro, o ritmo de crescimento desacelerou e ainda se encontra em níveis ligeiramente abaixo da sua média histórica, sugerindo que o ritmo da recuperação poderia estar a evoluir em torno do seu crescimento médio (cerca de 0,3% t/t).

- **A recuperação ganhou dinamismo no 4T13, mais do que o esperado, o que supõe um enviesamento no sentido ascendente relativamente à nossa previsão de 0.8% para 2014**

O PIB cresceu 0,5% t/t no último trimestre de 2013, ultrapassando as nossas previsões de que a recuperação progrediria a um ritmo relativamente estável (cerca de 0,2% t/t). Embora ainda não se conheçam os resultados detalhados da composição do crescimento, subjacente a esta aceleração da actividade poderá ter estado a maior resistência tanto do consumo privado como do investimento, que se uniu ao bom desempenho das exportações. Foi igualmente revisto em alta o crescimento do PIB no 3T13 em 0,1pp para 0,3% t/t, o que implica que há já três trimestres consecutivos que se observam sólidas taxas de crescimento (1,1% t/t no 2T13). Não obstante, depois das fortes quedas da actividade registadas em 2012, principalmente no final do ano, e no primeiro trimestre de 2013, o PIB no conjunto do ano sofreu uma contracção de 1,4% (BBVA Research: -1,5%).

A revisão do crescimento do PIB no 3T13 aliada a um crescimento superior ao esperado no 4T13, implicam um efeito transferência positivo sobre o crescimento de 2014 de aproximadamente 0,3pp. Adicionalmente, tendo em conta a informação disponível até ao momento (ainda limitada basicamente aos indicadores de confiança relativos a Janeiro), o nosso modelo MICA-BBVA estima um crescimento trimestral do PIB de cerca de 0,2% t/t no 1T14. Tudo isto provoca algum enviesamento no sentido ascendente na nossa previsão de crescimento para 2014 (0,8%), já que assumindo um ritmo de expansão estável ao longo do resto do ano (cerca de 0,2% t/t), a economia portuguesa poderia acabar por crescer um pouco acima de 1% (cerca de 1,3%, valor similar ao da nossa previsão para 2015).

- **Previsões a médio prazo: As exportações permanecerão como o principal motor de crescimento no horizonte de previsão**

Ainda sem conhecer os dados para o 4T13, consideramos provável que as exportações tenham crescido cerca de 6% para o conjunto de 2013, apoiadas tanto pela recuperação da procura global como pela moderação dos preços internos (depois de uma redução dos custos laborais de um pouco mais de 3% desde 2007), que compensou em parte a apreciação do euro. Para o horizonte de previsão, as exportações devem crescer novamente a um ritmo relativamente forte (a nossa previsão é de 5,3% em 2014 e 4,9% em 2015 (face a um crescimento médio de 5% entre 1996 e 2008) sustentadas pela aceleração do crescimento mundial e também pelas perspectivas mais positivas para o conjunto da zona euro (a quota conjugada das exportações para Espanha, Alemanha e França é de 47%). Ao referido anteriormente, acresce a nossa expectativa do enfraquecimento do euro nos próximos trimestres conjugado com o diferencial positivo de preços, dadas as baixas taxas de inflação.

A robustez das exportações será determinante para a recuperação do investimento, mas o maior dinamismo das importações irá reduzindo o peso do contributo das exportações líquidas para o crescimento a 0,8pp e 0,4pp em 2014 e 2015, respectivamente, desde os 1,3pp estimados para 2013.

- **O consumo privado e, principalmente, o investimento, vão melhorar gradualmente. Apesar da consolidação orçamental, a procura interna deixará de contribuir negativamente para o crescimento em 2014**

Desde o segundo trimestre de 2013 que se observam sinais de correcção e recuperação dos determinantes da procura interna, sinais esses que se reflectem numa recuperação gradual da despesa privada.

No horizonte de previsão, o investimento continuará a beneficiar da pujança da procura global, da recuperação dos principais parceiros da união monetária e da melhoria da acessibilidade ao crédito. Como resultado, as nossas previsões reflectem um aumento moderado do investimento em 2014 (1,4%, após uma contracção de aproximadamente 8% em 2013) para acelerar em 2015 (3%).

O aumento da actividade, aliado em parte ao novo enquadramento do mercado de trabalho, levou o emprego a crescer cerca de 1% t/t, tanto no segundo como no terceiro trimestre de 2013, assistindo-se a uma queda significativa da taxa de desemprego de cerca de 2,5pp desde o início do ano para 15,3% no 4T13. O rendimento disponível das famílias durante os três primeiros trimestres do ano manteve-se praticamente estagnado (depois das fortes quedas dos anos anteriores) o que, conjugado com a melhoria contínua da confiança dos consumidores traduzir-se-á num crescimento moderado do consumo privado em 2014 (cerca de 0,2%) que irá ganhando dinamismo no próximo ano (0,7%). Estas taxas, não obstante, serão muito mais moderadas do que as registadas antes da crise (crescimento médio do consumo privado de 2,6% de 1996 a 2008), em virtude da necessidade de se continuarem a corrigir os desequilíbrios acumulados.

Finalmente, a consolidação orçamental em curso continuará a implicar a redução do consumo público no horizonte de previsão, embora, uma vez efectuada a maior parte da correcção e após se ter verificado a redução do peso do sector público, as nossas previsões apontem para uma queda mais moderada do consumo público (-2,3% em 2013, -1,9% em 2014 e -0,5% em 2015) depois de quedas de cerca de 5% registadas em 2011 e 2012.

- **O Governo cumpriu largamente o objectivo do défice de 5,5% para 2013. Em 2014 o défice poderá situar-se abaixo do objectivo (4%) se forem aplicadas as medidas previstas**

Em finais de Janeiro, o Governo apresentou os seus dados previsionais relativos ao défice das administrações públicas, segundo o critério de caixa, para o ano de 2013, que para efeitos do cumprimento do Programa de Ajustamento Económico e Financeiro (PAEF), ascendeu a EUR 7.151,5 milhões (4,7% do PIB), cerca de EUR 1.748,5 milhões abaixo do objectivo fixado. O défice segundo o critério de Maastricht rondaria os 5,1% do PIB em 2013, abaixo dos 5,9% previsto pelo Governo ao elaborar o Orçamento de 2014.

Este bom desempenho deveu-se principalmente à obtenção de maiores receitas fiscais enquanto as despesas permaneceram sob controle. As maiores receitas fiscais são explicadas, em parte, por um crescimento económico maior do que o esperado mas também pelo resultado da amnistia fiscal levada a cabo em finais de 2013, com a qual se teriam obtido receitas fiscais adicionais no montante de EUR 1.045 milhões (cerca de EUR 545 milhões acima do inicialmente previsto) e pelo aumento das receitas provenientes do Imposto sobre o Rendimento de Pessoas Singulares (IRS) devido ao aumento da taxa média do imposto.

Em 2014, o Governo apresentou medidas orçamentais no montante de EUR 3,9 mil milhões (aproximadamente 2,3% do PIB), destacando-se a redução salarial dos funcionários públicos (cortes a partir de uma remuneração mensal de €675, entre 2,5% e 12% do salário) e medidas alternativas apresentadas pelo Governo depois da decisão, por parte do Tribunal Constitucional, da inconstitucionalidade do regime de convergência das pensões (a aplicação, de novo, da contribuição extraordinária de solidariedade, alargando a sua base e o aumento da contribuição dos funcionários públicos para o seu sistema de saúde).

Considerando as medidas orçamentais apresentadas pelo Governo para 2014 e a nossa estimativa de défice nominal para 2013 (5,1% do PIB), menor do que o previsto, em 2014 o Governo poderá cumprir, inclusivamente com alguma margem de manobra, o objectivo fixado (4% do PIB). O défice de 2014 poderia assim fixar-se em 3,6% do PIB, 0.4 pp abaixo do objectivo, assumindo que todas as medidas orçamentais serão mantidas e que o cenário económico de crescimento se cumpre.

## Portugal

### Contas nacionais: A recuperação ganha dinamismo no 4T13 ao crescer mais do que o previsto

O PIB cresceu 0,5% t/t no último trimestre de 2013, mais do que o esperado (BBVA: 0,2% t/t e Consenso: 0,1%). A recuperação da procura interna e a aceleração das exportações são os factores explicativos deste desempenho. A recuperação deverá prosseguir no 1T14 (+0,2% t/t).

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

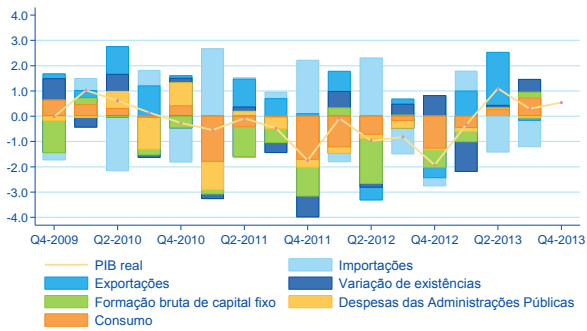
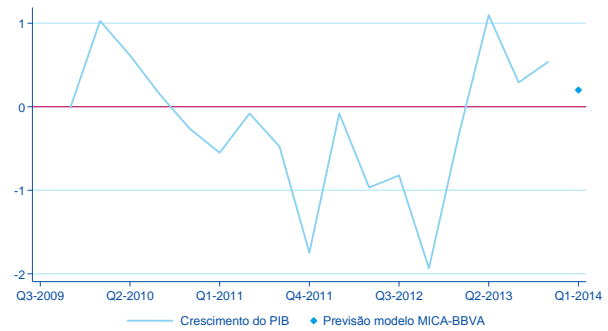


Gráfico 2  
Crescimento do PIB (%t/t) e previsão do MICA-BBVA\*



### Confiança: permanece em Janeiro a tendência positiva iniciada há um ano

Segundo o indicador publicado pela CE (ESI), a confiança continua a melhorar aproximando-se cada vez mais da sua média histórica, registando 99,6 pontos em Janeiro. O indicador coincidente de actividade do BdP (até Novembro) também sinaliza que a economia poderia manter-se nos níveis alcançados no 3T13.

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

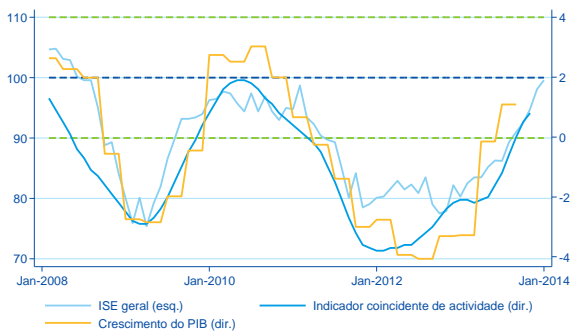
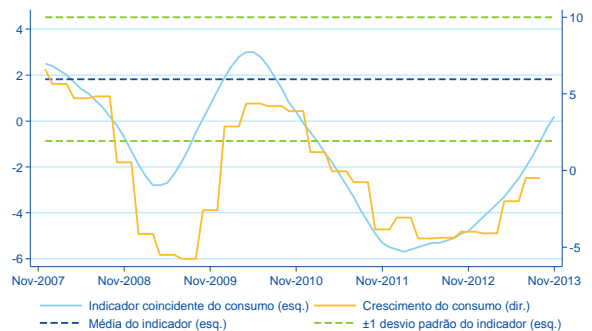


Gráfico 4  
Indic. Nac. Conf. (consumo) e cresc. do consumo (%a/a)\*



### Actividade: recuperação da produção industrial e sinais de debilidade no comércio de retalho

A produção industrial aumentou no último trimestre 2,5% t/t em relação ao 3T13, enquanto que as vendas de retalho diminuíram 1,7% t/t devido à forte queda registada no mês de Dezembro.

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

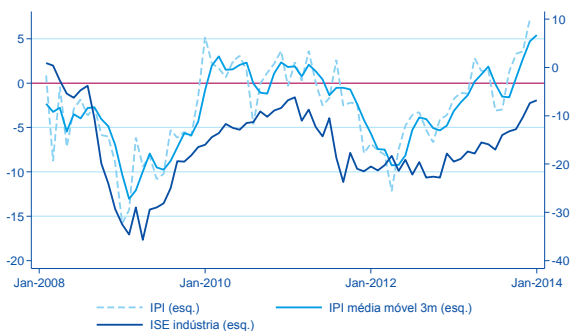
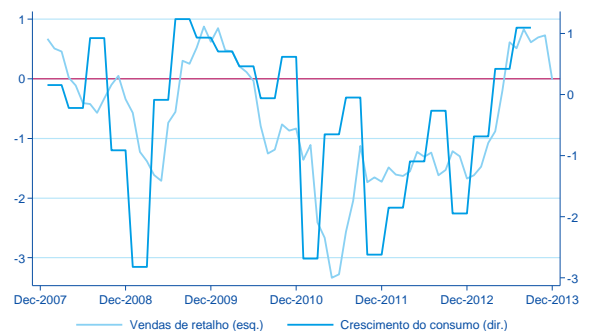


Gráfico 6  
Vendas de retalho (% 3m/3m) e crescimento do cons.(%t/t)\*



\*Fonte: HAVER e BBVA Research

## Sector externo: as encomendas à exportação sugerem que as exportações continuarão a crescer no 1T14

No 4T13 as exportações aumentaram 1,7% relativamente ao 3T13 (0,1% t/t), enquanto que o crescimento das importações foi mais moderado, cerca de 0,8% t/t face ao 3T13 (1,7% t/t).

Gráfico 7  
Conta corrente (% del PIB)\*

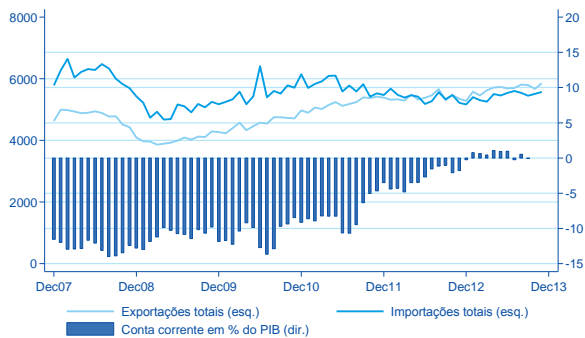


Gráfico 8  
Cresc. das exportações(% a/a) e vol.de encomendas de exp\*

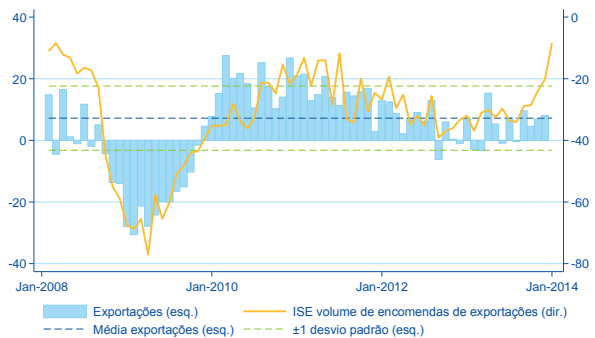


Gráfico 9  
O comércio internacional por destino (% a/a)\*

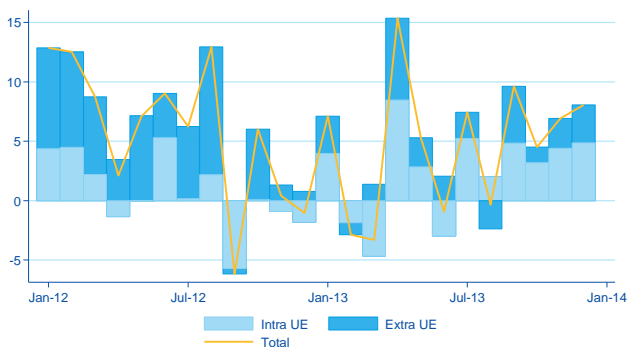
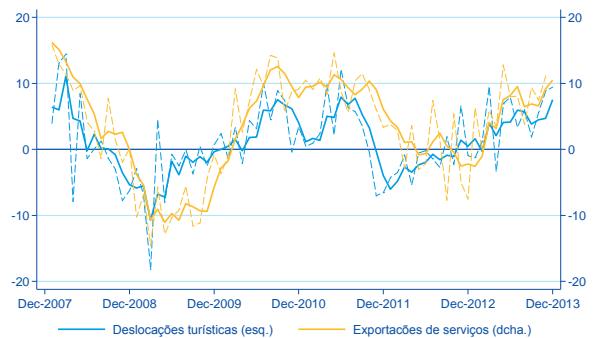


Gráfico 10  
Turismo e exportação de serviços (% a/a)\*



## Mercado laboral: o desemprego continua a diminuir e os custos laborais mantêm-se baixos

A taxa de desemprego voltou a descer ligeiramente em Dezembro, situando-se em 15,4%, uma melhoria de 1,9pp quando comparada com o valor de 2012. Os dados mais recentes de custos laborais apresentam uma descida no 4T13 (-0,4% a/a) apoiada por uma forte queda da componente "outros custos salariais" (-3,3% a/a) enquanto que a componente "custos salariais" sobe ligeiramente após dois anos de quedas (+0,5% t/t).

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

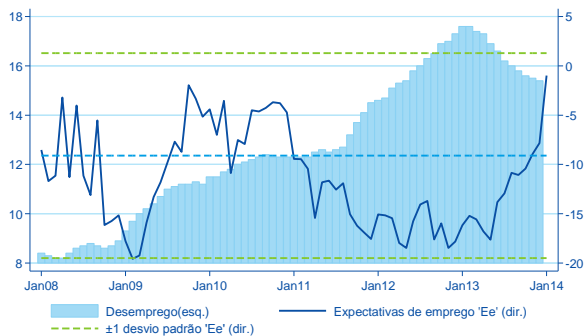
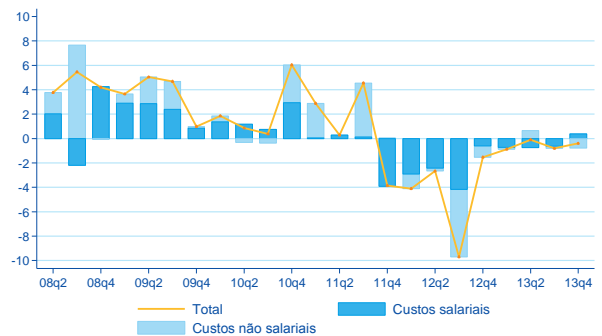


Gráfico 12  
Custos laborais no sector empresarial (%a/a)\*



\* Fonte: HAVER e BBVA Research

## Preços: a inflação reduziu-se novamente em Janeiro e mantém-se em níveis baixos

A inflação geral (IHPC) voltou a baixar em Janeiro em 0,1pp, situando-se em 0,1% a/a (principalmente devido à queda dos preços dos bens industriais), comportamento idêntico ao da inflação subjacente.

Gráfico 13

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

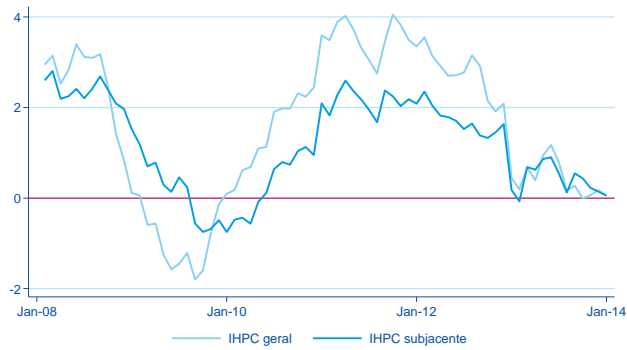
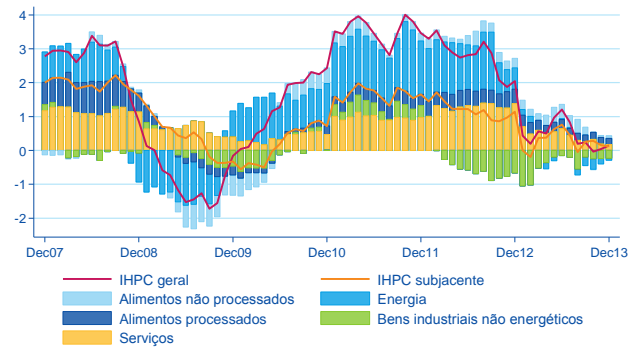


Gráfico 14

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



## Sector público: o Governo cumpre com o objectivo do défice

Os últimos dados da execução orçamental indicam que o Governo cumpriu com o objectivo do défice de 5,5% do PIB.

Gráfico 15

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

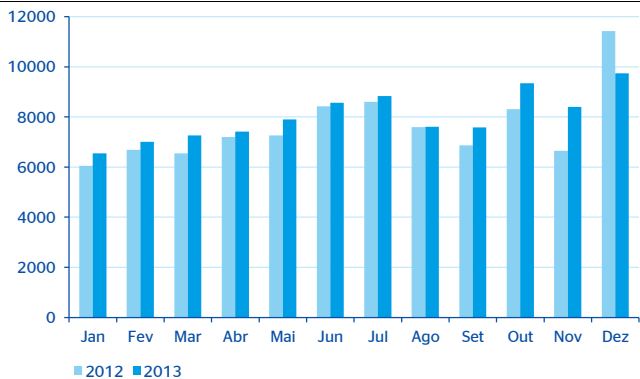


Gráfico 16

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

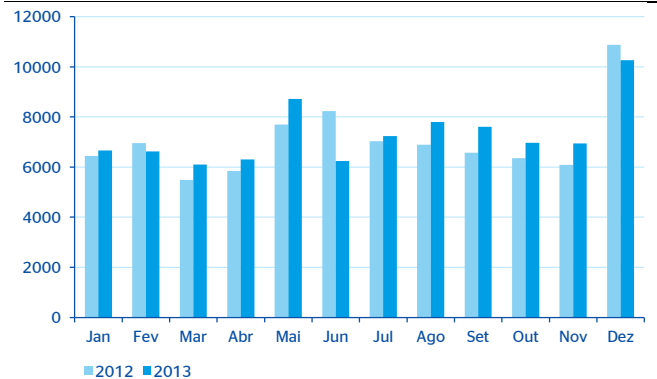


Gráfico 17

### Objetivo de défice orçamental\*

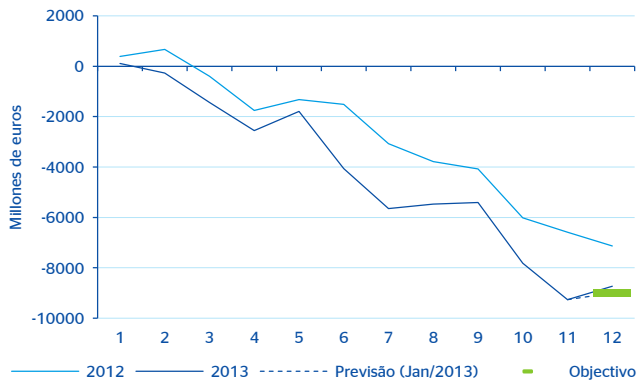
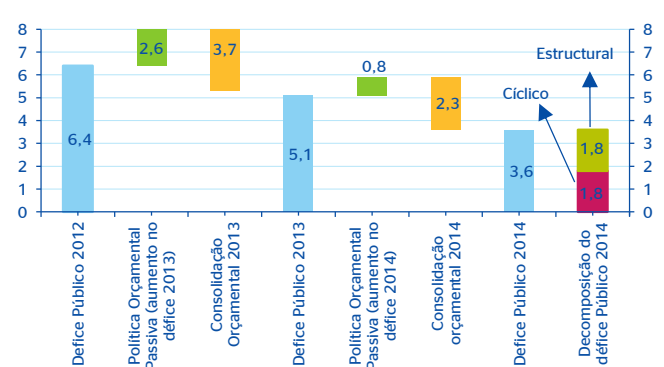


Gráfico 18

### 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.