

Observatório Económico

Portugal

Madrid, 8 novembro de
2012
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

Elvira Prades
elvira.prades@bbva.com

Os ajustamentos em curso irão prolongar a recessão económica até 2013

- O PIB contraiu 1.2% t/t, como esperado, arrastado pela forte queda da procura interna
- Os dados disponíveis para o 3T sugerem que a desaceleração está a abrandar
- O apoio da procura externa mostra sinais de esgotamento, depois do forte dinamismo revelado no início do ano
- As perspectivas para 2012 permanecem inalteradas, mas pioram ligeiramente para 2013
- A quinta avaliação elogia novamente os esforços de Portugal e suaviza as metas do défice
- O orçamento de 2013 é suficiente para cumprir os objectivos, mas está fortemente concentrado no aumento da receita fiscal

Os ajustamentos em curso irão prolongar a recessão económica até 2013

Os dados disponíveis para o 3T sugerem que o ritmo de desaceleração da actividade está a diminuir (-0.6 t/t), após a forte contracção no 2T (-1.2% t/t). O sector externo continua a ser o principal suporte, com as exportações a continuarem a crescer a um ritmo assinalável, apesar da desaceleração da procura global, e com as importações a registarem importantes quedas devido à debilidade da procura interna. Para o conjunto do ano prevemos uma queda do PIB de 2,8%, que é um pouco mais moderada do que a previsão do Governo e da Troika. Para 2013 revimos em baixa a nossa previsão, e esperamos uma contracção de 0.7%, em vez da previsão anterior de -0.3%, em resultado das novas medidas anunciadas de consolidação orçamental - que pendem fortemente para um aumento de impostos - de uma forte deterioração no mercado de trabalho, da menor confiança dos consumidores e de um crescimento global mais lento. No entanto, o programa de compra de dívida do BCE deverá conduzir a uma redução suplementar nos custos de financiamento, com consequências, não tanto para o sector público resgatado, mas mais para o sector privado, que poderá beneficiar de um sentimento geral mais positivo nos mercados financeiros dos países periféricos.

A Troika deu luz verde para a sexta tranche de ajuda e suavizou as metas do défice orçamental para os próximos dois anos, permitindo assim mais tempo para o ajustamento. O Governo português apresentou o Orçamento para 2013, adaptado às novas metas mas, não obstante, anunciou medidas adicionais para compensar a queda na actividade económica, um maior pagamento de juros e a caducidade de algumas das medidas de 2012. Por fim, o calendário do regresso de Portugal aos mercados a partir de meados de 2013 mantém-se. O sentimento mais positivo nos mercados financeiros após o anúncio da intervenção do BCE torna este objectivo mais plausível do que há três meses atrás

O PIB contraiu 1.2% t/t, como esperado, arrastado pela forte queda da procura interna

A consolidação orçamental em curso, aliada ao processo de desalavancagem do sector privado, ao declínio da confiança e a uma deterioração do mercado de trabalho, conduziu a um recuo mais acentuado da procura interna (-2.7pp, face a -0.1pp no 1T). No entanto, a queda no consumo privado (-0.8% t/t) e público (-0.1% t/t) foi inferior à do primeiro trimestre, apesar do investimento (-10.3% t/t) ter apresentado uma queda maior que a esperada. Embora a contribuição da exportações líquidas para o PIB tenha aumentado (+1.5pp), os dados do 2T foram ligeiramente menos optimistas, com o crescimento das exportações a desacelerar, crescendo apenas 0.7% t/t, pelo que a contribuição positiva se deveu principalmente à forte queda das importações (-3.3% t/t).

Os dados disponíveis para o 3T sugerem que a desaceleração está a abrandar

Apesar do recrudescimento da crise noutros países periféricos e dos ajustes adicionais anunciados em Portugal, a confiança manteve-se relativamente estável ao longo do trimestre, embora a níveis muito baixos e apresentando um declínio acentuado em Setembro. Contudo, os valores relativos à actividade apresentam uma perspectiva um pouco menos sombria, com a produção industrial a recuperar 2.3% t/t, enquanto as vendas de retalho também cresceram 1.5% t/t. Embora este desempenho seja provavelmente transitório e os factores da procura interna sejam bastante frágeis, estes dados sugerem que a contracção da actividade pode ter sido inferior à do 2T.

Para o 4T, apenas estão disponíveis indicadores de confiança da CE, que apontam para que a economia continue a contrair, sem mostrar sinais de estabilização, o que implicaria alguns riscos enviesados no sentido da baixa para as nossas previsões. Finalmente, os dados do sector externo até Setembro continuam a evidenciar um crescimento robusto das exportações, mas

também um comportamento um pouco mais resiliente das importações, de modo que o contributo positivo das exportações líquidas poderá ter diminuído.

O apoio da procura externa mostra sinais de esgotamento, depois do forte dinamismo revelado no início do ano

Os dados do sector externo para Agosto mostram que, embora as exportações estejam a desacelerar, continuam a crescer a um ritmo robusto, enquanto as importações intensificaram nos últimos meses o ritmo de queda. Por conseguinte, esperamos que o sector externo continue a apoiar o crescimento permitindo, ao mesmo tempo, a rápida correcção do défice externo. Em particular, o saldo acumulado da balança comercial nos últimos 12 meses terminados em Agosto, atingiu -4.397 mil milhões de euros, ou o equivalente a 2.6% do PIB. O ajuste tem sido considerável desde um máximo de -12.8% do PIB em Janeiro de 2009, e tem acelerado nos últimos meses, devido principalmente à melhoria da balança de bens, onde as exportações têm mantido uma boa dinâmica de crescimento para os países emergentes. No entanto, a desaceleração das importações iniciada no segundo trimestre de 2011 diminuiu. A balança de serviços também tem mantido um bom comportamento, embora a exportação de serviços mostre sinais de moderação.

O nosso modelo MICA-BBVA estima uma nova contracção do PIB para o 3T

Com base nas informações parciais já disponíveis para o terceiro trimestre do ano, particularmente indicadores de confiança, prevemos uma queda do PIB de 0.5% t/t no 3T.

As perspectivas para 2012 permanecem inalteradas, mas pioram ligeiramente para 2013

As estimativas de curto prazo estão em linha com o nosso cenário macroeconómico, o qual antecipa uma contracção do PIB de 2.7% em 2012 (um pouco mais optimista do que os -3% projectado pela Troika no seu último relatório e do que a nossa anterior estimativa). Para 2013, revimos em baixa a nossa previsão de -0.3% para -0.7%, devido ao impacto das novas medidas fiscais anunciadas recentemente e a um possível efeito de repercussão negativa da economia espanhola e do enquadramento global; embora também possa beneficiar de um clima melhor nos mercados financeiros e de menores tensões devido às medidas anunciadas recentemente pelo BCE.

De acordo com as nossas previsões, a procura interna continuará a contribuir negativamente para o crescimento (-5.4pp em 2012), com uma queda acentuada do consumo privado e público, embora se espera que esta queda seja mais moderada em 2013. A maior contracção ocorrerá no investimento, tanto neste ano como no próximo. Quanto às exportações líquidas espera-se que continuem a contribuir positivamente, ainda que a um ritmo mais lento em ambos os anos.

As perspectivas para o consumo continuam a não ser positivas, embora estejam em linha com a necessária desalavancagem das famílias (não devemos esquecer que o elevado desequilíbrio externo de Portugal na última década foi em grande medida explicado por uma taxa de consumo muito elevada). O mercado de trabalho ainda está a sofrer um difícil processo de ajustamento, com o desemprego a aumentar progressivamente (+1.4pp em 2012 até à data). Os aumentos de impostos nos últimos anos não só afectaram negativamente o rendimento disponível das famílias, como mantiveram a inflação em níveis mais elevados que o esperado, considerando a actual contracção da economia. Contudo, o IHPC tem diminuído gradualmente nos últimos meses, com uma média de 2.8% a/a no 2T, depois de 3.3% no 1T, com a inflação subjacente em 1.6% e 2.0%, respectivamente.

A quinta avaliação elogia novamente os esforços de Portugal e suaviza as metas do défice

A missão da Troika completou a sua quinta avaliação no final de Outubro e fez novamente uma avaliação positiva. Depois de avaliar a correcção de outros desequilíbrios, como o défice da balança corrente, a Troika suavizou as metas do défice orçamental, o que está igualmente de

acordo com a percepção de “fadiga” fiscal sentida pelos países periféricos em geral. Encorajou novamente o país a prosseguir as reformas estruturais (isto é, no mercado de trabalho e a competitividade de preços) como forma de impulsionar o crescimento de longo prazo.

O orçamento de 2013 é suficiente para cumprir os objectivos, mas está fortemente concentrado no aumento da receita fiscal

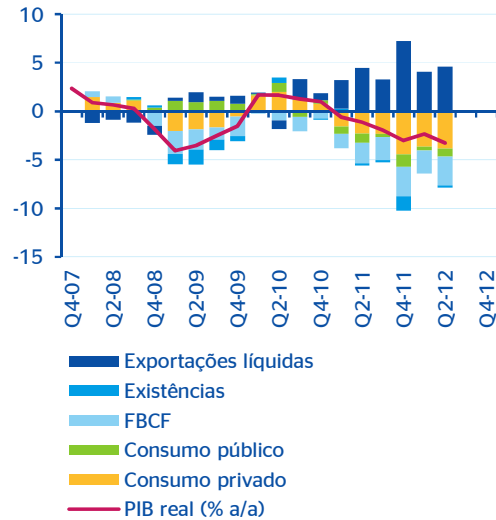
Em meados de Outubro, após a aprovação da sexta tranche de assistência, o Governo anunciou os detalhes do orçamento para 2013 destinado a alcançar o novo objectivo de -4.5% para o défice. As medidas correspondem a um total de €5.3 mil milhões (3.2% do PIB). Este montante destina-se a cobrir: (a) a redução do défice em 0.5pp entre 2012 e 2013; (b) a compensação para algumas das medidas temporárias implementadas em 2012, o equivalente a 1% do PIB; (c) o esperado aumento no pagamento de juros (0.1pp) e (d) a deterioração do cenário macroeconómico (1.6pp do PIB).

O cenário macroeconómico previsto pelo Governo é idêntico ao do FMI: ou seja, uma queda na actividade de 1%, que é ligeiramente mais negativa do que a nossa previsão.

A reacção ao orçamento tem sido negativa, em parte devido à inércia que se seguiu aos planos iniciais (que acabaram por não ser adoptados) de aumentar a contribuição dos trabalhadores para a segurança social e reduzir a contribuição dos empresários, uma espécie de desvalorização interna que foi fortemente contestada por vários partidos políticos e, inclusive, dentro da própria coligação governamental. Os dados disponíveis até Setembro sobre a execução orçamental mostram uma melhoria em relação ao ano passado, mas que se deve principalmente à transferência do fundo de pensões da banca. Por parcelas, a contenção da despesa tem sido eficaz, mas foi ensombrada pela maior despesa com juros. Do lado da receita, a receita de impostos caiu, reflectindo um impacto maior do que o esperado na actividade económica.

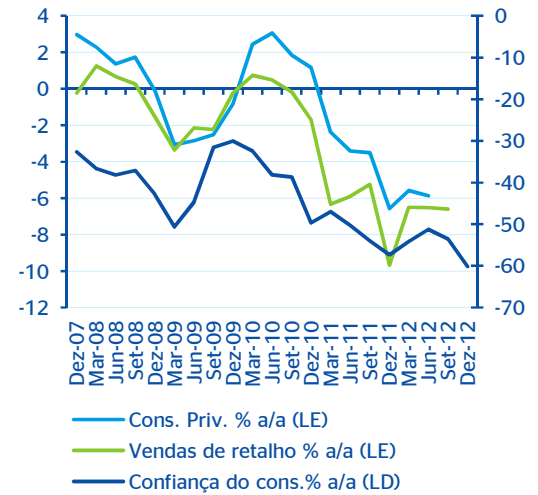
Quadros e gráficos

Gráfico 1
Portugal: Crescimento do PIB e contribuição por componentes (% a/a)



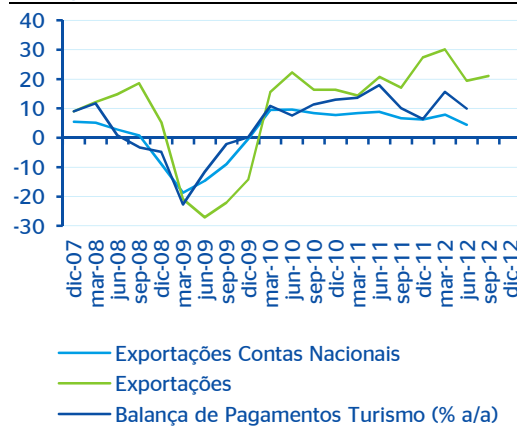
Fonte: INE e BBVA Research

Gráfico 2
Portugal: Consumo privado, vendas de retalho e confiança do consumidor



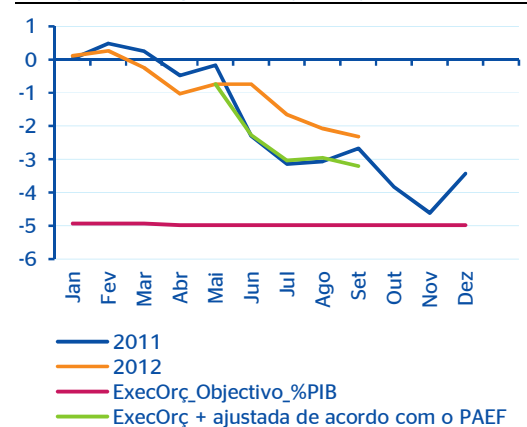
Fonte: CE, INE e BBVA Research

Gráfico 3
Portugal: Sector externo



Fonte: INE e BBVA Research

Gráfico 4
Portugal: Execução orçamental % PIB



Fonte: DGO e BBVA Research

Quadro 1
Previsões Macroeconómicas

Taxa a/a	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Consumo privado	1,3	-2,3	2,1	-4,0	-6,1	-1,4
Consumo público	0,3	4,7	0,9	-3,8	-2,6	-1,5
Formação bruta de capital fixo	-0,3	-8,6	-4,1	-11,3	-9,6	-3,0
Existências (*)	0,0	-1,1	0,1	-0,5	0,2	0,0
Procura Interna (*)	0,9	-3,6	0,9	-6,2	-6,0	-1,7
Exportações	-0,1	-10,9	8,8	7,6	4,2	5,1
Importações	2,3	-10,0	5,4	-5,3	-5,1	1,3
Exportações líquidas (*)	-1,0	0,6	0,5	4,6	3,5	1,4
PIB	-0,1	-2,9	1,4	-1,6	-2,6	-0,3
Inflação	2,7	-0,9	1,4	3,6	2,7	1,2
Em % do PIB	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Défice Orçamental	-3,7	-10,2	-9,8	-4,4	-5,0	-4,5
Divida pública	71,7	83,2	93,5	108,1	118,8	121,4
Conta corrente	-12,6	-10,9	-10,0	-6,4	-2,6	-1,9

(*) Contribuição para o crescimento
Fonte: BBVA Research

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.