

## ANÁLISIS MACROECONÓMICO

## Portugal: Actividad en línea con lo previsto

Miguel Jiménez / Agustín García / Diego Torres / Massimo Trento / Pablo Budde / Ana María Almeida Claudino

### El modelo MICA-BBVA prevé un crecimiento de 0.2% t/t en el tercer trimestre

### La mejora de las exportaciones netas compensó la caída del consumo en 2T14

A lo largo del segundo trimestre, la economía portuguesa registró un crecimiento del 0,3% t/t (-0,5% t/t en 1T14), gracias al desempeño de las exportaciones netas. A principios de año, las ventas al exterior se resintieron, especialmente por el cierre temporal de una refinería, pero el efecto se ha revertido en 2T14. Junto con lo anterior, la moderación de las importaciones (-0,3% t/t), tras el fuerte incremento de 1T14 (3,1% t/t), ha resultado en una contribución al crecimiento de 0,8pp de la demanda externa neta.

Por otro lado, la sorpresa negativa se registró en el componente del consumo privado, que se contrajo (-0,4% t/t) tras tres trimestres de mejora, mientras que la inversión se recuperó, tras desplomarse en 1T14 (2,9% tras -4% t/t).

### Señales positivas de los indicadores de confianza y de actividad en 3T14

La producción manufacturera repuntó un 0,8% m/m en julio y va acompañada de un alto nivel de los indicadores de confianza en la industria, si bien éstos parecen haber alcanzado máximos en 2T14, mientras que las ventas minoristas han aumentado de forma acorde a la mejoría de la confianza de los consumidores, en paralelo a la evolución positiva de la tasa de desempleo. En cuanto a la demanda externa, las exportaciones, tanto de bienes como de servicios (especialmente turismo), siguen mejorando y la evolución de pedidos para exportación augura un mantenimiento de la tendencia. Con todo ello, nuestro modelo MICA-BBVA estima un crecimiento de 0,2% t/t en 3T14.

### El desempleo sigue reduciéndose, pero continúa por encima de la media de la eurozona

En los últimos doce meses el desempleo se ha reducido en 2,3pp, mucho más rápido de lo previsto, hasta situarse en el 14% en julio, en una clara tendencia a la baja comenzada a principios de 2013, que en 2T14 se ha visto acompañada por la creación de empleo (2% t/t). Por otro lado, los costes laborales han caído (-1,8% tras 0,5% a/a), especialmente en su componente salarial (-1,5% a/a).

### La inflación se mantiene en tasas negativas en el tercer trimestre

Los precios de los alimentos, sobre todo no procesados, siguen cayendo en agosto, manteniendo a la inflación general (IPCA) en tasas negativas por séptimo mes consecutivo (-0,1% tras -0,7% a/a), pese a la moderación de la caída de la mayoría de componentes. Sin embargo, los precios de los servicios se aceleran en agosto y devuelven la inflación subyacente a tasas positivas (0,7% tras -0,2% a/a).

### Prevedemos un crecimiento más basado en la demanda interna en la segunda mitad de año

A lo largo del 3T14, la demanda interna debería tomar el relevo de las exportaciones netas como principal motor del crecimiento, tras registrar una aportación negativa en 2T14 (-0,5pp). En general, desde principio de año se ha notado un desempeño de los fundamentales domésticos mejor de lo esperado, debido principalmente a la evolución del desempleo y a la confianza de los consumidores: el consumo privado,

aunque se contrajo en 2T14, mantiene una tendencia positiva a nivel interanual, y el sector público drenará menos crecimiento que en años anteriores. La fortaleza de la demanda interna estaría teniendo un impacto directo sobre el aumento de las importaciones, lo que acabaría limitando la contribución de las exportaciones netas.

### El déficit público, cerca de cumplir con el objetivo del 4% del PIB en 2014

En los últimos meses, el cambio del escenario macroeconómico y las decisiones del Tribunal Constitucional han llevado al gobierno portugués a revisar su estrategia presupuestaria para el año 2014. Por un lado, la mejora de la demanda doméstica y la positiva evolución del desempleo han supuesto unos ingresos fiscales superiores a los previstos inicialmente. Por otro, las sentencias de inconstitucionalidad sobre los recortes salariales de funcionarios públicos ha incrementado el gasto público, dejando la previsión de déficit para 2014 en el 4,1% del PIB. La revisión presupuestaria pretende cumplir el objetivo de medio plazo que exige un ajuste anual del saldo estructural de al menos 0,5pp.

En cuanto a la deuda pública, a junio 2014 habría aumentado hasta el 134% del PIB, desde el 128,9% de 2013, entre otras razones por la financiación concedida por el Estado a las compañías de transporte (CP, Carris y STCP), que obligó a reclasificar la deuda de estas empresas como deuda pública, y por el préstamo efectuado por la banca al Fondo de Resolución en el ámbito del caso BES. Sin embargo, el gobierno confía en disminuir la deuda pública a lo largo del segundo semestre a través de la reducción de los depósitos de la administración central y prevé que a final de año se sitúe en el 130,9% del PIB.

**Portugal**

**Cuentas nacionales: El modelo MICA-BBVA estima un crecimiento de 0,2% t/t en 3T14**

El PIB creció un 0,3% t/t en el segundo trimestre de 2014. La caída del consumo (tanto público como privado) ha sido compensada por la recuperación de las exportaciones.

Gráfico 1  
**PIB (%t/t) y contribución por componentes (pp)\***

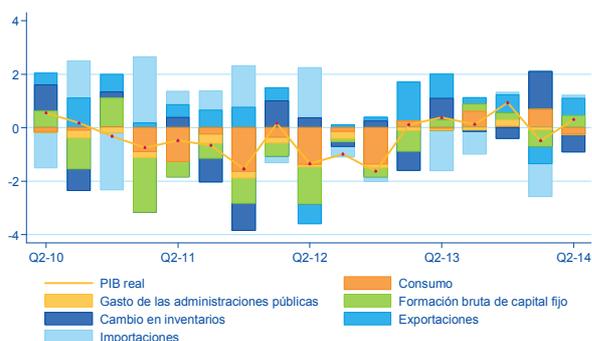


Gráfico 2  
**MICA-BBVA: Crecimiento del PIB (%t/t) y previsiones\***



**Confianza: El indicador de sentimiento económico se estabiliza en niveles altos en 3T14**

Según el indicador de la CE (ESI), la confianza empresarial se sitúa por encima de su media histórica en 3T14. Por otra parte, la confianza de los consumidores hasta agosto está por encima de la media de 2T14.

Gráfico 3  
**Confianza (ESI) e indicador coincidente de actividad\***

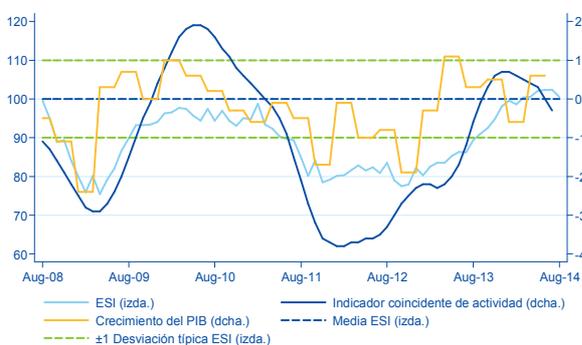
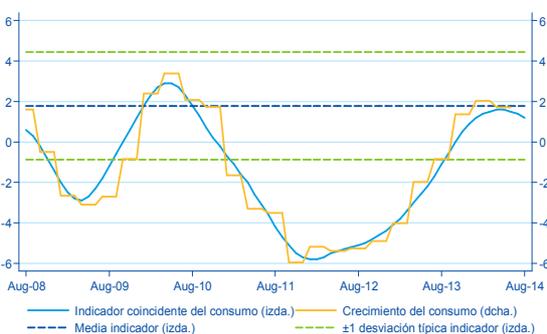


Gráfico 4  
**Indicador coincidente de consumo y cons. privado (%a/a)\***



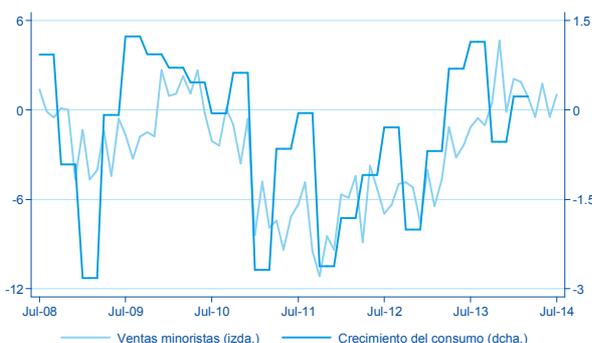
**Actividad: crecen tanto producción industrial como ventas minoristas en julio**

La producción industrial aumenta en julio, tras caer en los dos meses anteriores. El comercio minorista rebota con fuerza (+2,3% sobre la media de 2T14), apoyado por los altos niveles de confianza de los consumidores

Gráfico 5  
**Producción industrial (%a/a) y confianza industrial\***



Gráfico 6  
**Ventas minoristas (% a/a) y consumo privado (%t/t)\***



\*Fuente: HAVER y BBVA Research

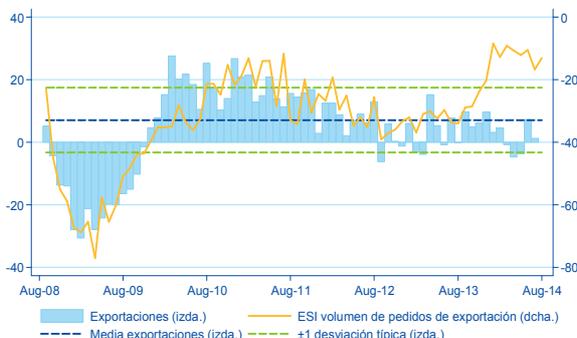
**Sector exterior: las exportaciones de bienes siguen recuperándose**

Las exportaciones de bienes siguen mejorando tras los malos registros de principio de año. Por otro lado, las exportaciones de servicios, en especial de turismo, continúan creciendo

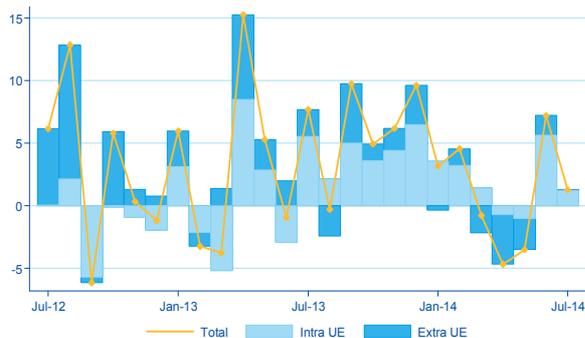
**Gráfico 7**  
**Exportaciones e importaciones (trimestralizado, cve %)\***



**Gráfico 8**  
**Exportaciones (% a/a) y pedidos de exportación\***



**Gráfico 9**  
**Comercio internacional por destino (% a/a)\*cve %\***



**Gráfico 10**  
**Turismo y exportaciones de servicios (% a/a)\***



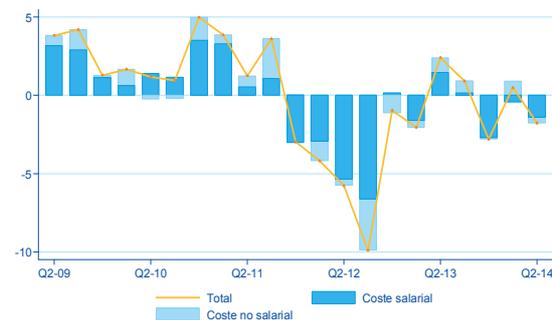
**Mercado laboral: se reducen los costes laborales y sigue bajando la tasa de paro**

La tasa de desempleo ha caído en 2,3pp en un año hasta 14%, en una clara tendencia a la baja, aunque no está resultando en presiones alcistas sobre los salarios (-1,8% a/a en 2T14) y se ha vuelto a crear empleo (2% t/t)

**Gráfico 11**  
**Tasa de desempleo (%) y expectativas de empleo\***



**Gráfico 12**  
**Costes laborales en el sector empresarial (%a/a)\***



\* Fuentes: HAVER y BBVA Research

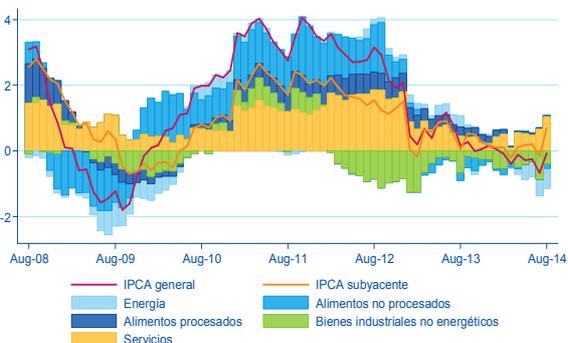
**Precios: la inflación se mantiene en tasas negativas en agosto**

La inflación general (IPCA) se mantuvo en terreno negativo en agosto (-0,1% a/a desde -0,7% a/a), debido fundamentalmente a la caída de los precios de los alimentos no elaborados. La subyacente, por otra parte, se aceleró hasta el 0,7% a/a.

Gráfico 13  
**Inflación, general y subyacente (%/a/a)\***



Gráfico 14  
**Inflación por componentes (contribución en %)\***



**Sector público: las cuentas fiscales, cerca de cumplir el objetivo presupuestario**

Hasta julio de 2014, las cuentas de las administraciones públicas apuntan a que se cumplirá con el objetivo de déficit del 4% del PIB. Aunque el gasto haya aumentado más que en los años anteriores, esto se debe a un cambio en el calendario de pagos a funcionarios y pensionistas y a los aumentos de retribución a los funcionarios públicos, en virtud de las decisiones del Tribunal Constitucional

Gráfico 15  
**Gastos fiscales (comparación año anterior)\***

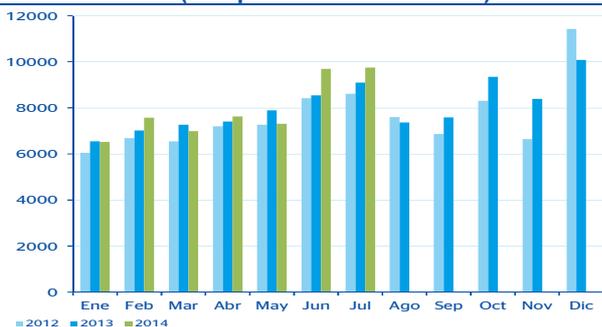


Gráfico 16  
**Ingresos fiscales (comparación año anterior)\***

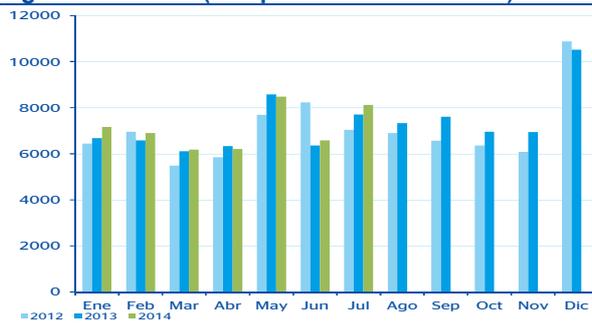


Gráfico 17  
**Deuda pública y privada (% del PIB)**

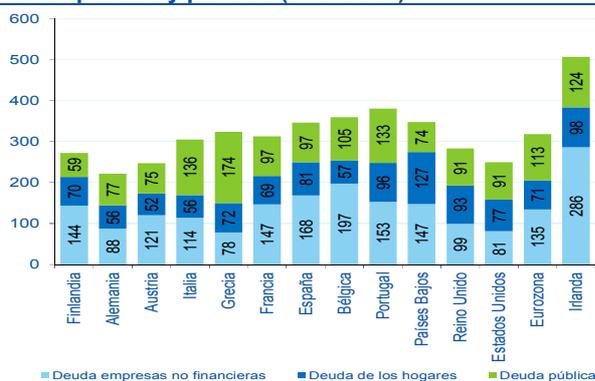
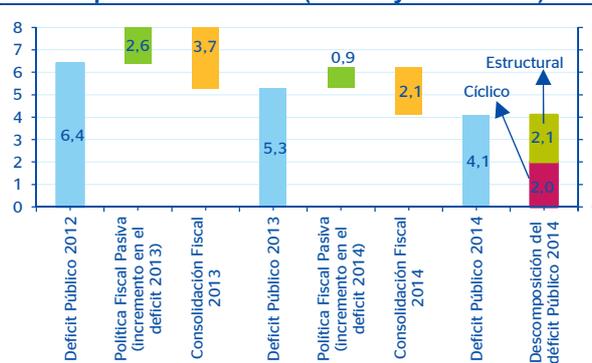


Gráfico 18  
**Descomp. de déficit fiscal (cíclico y estructural)\***



\* Fuentes: HAVER y BBVA Research

**AVISO LEGAL**

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.