

## ANÁLISIS ECONÓMICO

# Portugal: el crecimiento continúa mejorando, pero a un ritmo moderado

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

**Prevedemos un crecimiento del PIB de un 1.5% en 2015, pero los riesgos son bajistas y están ligados al desempeño de la zona euro**

## La recuperación se modera en 3T14, confirmando nuestra previsión

El PIB de Portugal aumentó un 0,2% t/t en el tercer trimestre de 2014, como esperábamos (BBVA: 0.2% t/t, consenso: 0,4% t/t), apoyado en la gradual mejora de la demanda doméstica, sobre todo el consumo privado, mientras que el sector exterior contribuyó negativamente por el fuerte crecimiento de las importaciones. Este crecimiento es similar pero algo menor respecto al segundo trimestre (0.3% t/t), que estuvo más basado en la demanda externa y compensó en parte la caída del PIB observada en 1T14 del -0,4% t/t (Gráfico 1), que se debió en gran medida a factores temporales.

Con los pocos datos disponibles para 4T14, limitados a los de confianza de octubre, nuestro modelo MICA-BBVA prevé que la recuperación continuará a un ritmo similar al de 3T14, con un crecimiento del 0,2% t/t.

## Los indicadores de confianza y de actividad reflejan la mejora de la demanda interna

En los últimos meses, la continua mejora del nivel de la confianza de los consumidores, alentada por la positiva evolución de la tasa de desempleo, se está reflejando en un aumento de las ventas al por menor (+3,1% t/t en 3T14). Por otro lado, tras el buen desempeño en el segundo trimestre, la producción industrial podría haberse reducido ligeramente, tal y como lo había adelantado el indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea (ESI), que se moderó entre julio y septiembre, aunque aun manteniéndose en niveles elevados (Gráfico 5). En cuanto a la demanda externa, las exportaciones de bienes vuelven a aumentar en 3T14, pero la moderación de los pedidos externos, debido al empeoramiento de la coyuntura en los socios comerciales de la zona euro, podría estar enfriando la tendencia positiva. Por otra parte, el empuje del sector turismo podría haber perdido algo de fuelle respecto a 2T14. El aumento de las importaciones, sin embargo, refleja la gradual mejora de la demanda interna.

## El desempleo sigue reduciéndose, y el empleo crece

El mercado laboral portugués sigue mejorando, con una rápida reducción del desempleo (-0,6pp en 3T14 y -2,1pp en los últimos doce meses) que cae hasta el 13,6% en septiembre, pero sigue por encima de la media de la eurozona. También se mantiene la dinámica de creación de empleo en el tercer trimestre (1,1% t/t) en un contexto general de moderación salarial en el sector privado (Gráficos 11 y 12): los costes laborales se han reducido a lo largo de 2T14 (-1,8% tras 0,5% a/a), especialmente en su componente salarial (-1,5% a/a), pero deberían aumentar hacia final del año con la revisión al alza del salario mínimo.

## La inflación se acelera ligeramente en octubre

Tras siete meses en tasas negativas, la inflación general armonizada (IPCA) se ha mantenido estable en septiembre (0,0% a/a tras -0,1% a/a) y se ha acelerado ligeramente en octubre (0,1% a/a), gracias a la moderación de la caída de los precios de los alimentos, sobre todo los no elaborados (Gráficos 13 y 14). A pesar de los riesgos a la baja ligados a la reciente caída de los precios del petróleo, la inflación general

debería continuar aumentando ligeramente en el último trimestre y durante el próximo año, resultando en una tasa de inflación media anual nula en 2014 y del 0,7% en 2015.

### Previsiones: aceleración prevista en 2015 hasta el 1.5%

La mejora del mercado laboral, la confianza de los hogares y la baja inflación deberían impulsar la paulatina recuperación del consumo privado, para crecer a un ritmo relativamente estable y robusto (alrededor de 0,3%/0,4% t/t) en el horizonte de previsión. Como resultado el consumo privado crecerá en 2014 un 1,6%, desacelerándose ligeramente en 2015 hasta el 1,3% a/a, tras la desaparición del fuerte rebote temporal del gasto de los hogares a finales del pasado año. Los fundamentales detrás del aumento de la inversión desde mediados de 2013 continúan (mejora de la demanda doméstica y recuperación de la demanda externa, a pesar del empeoramiento de la zona euro, junto la reducción de los costes de financiación y una mejora paulatina del acceso al crédito) y se reflejan el fuerte aumento de la inversión en bienes de equipo y maquinaria, aunque todavía pesa la fuerte corrección de la destinada al sector de la construcción. Con todo, la inversión crecerá alrededor del 1,3% en 2014 (tras cinco años consecutivos de fuertes caídas) y prevemos que se acelere hasta alrededor del 2,8% en 2015. A su vez, la mejora de la demanda doméstica está dando lugar a un fuerte aumento de las importaciones (5,5% en 2014 y 4,6% previsto en 2015), por lo que a pesar de la resistencia de las ventas al exterior (4% en 2014 y 5,7% en 2015), las exportaciones netas tendrán una contribución negativa al crecimiento en 2014 y ligeramente positiva en 2015 (Gráfico 1). El único componente que seguirá contrayéndose será el consumo público, lastrado por las restricciones presupuestarias (-0,5% y -0,8% en 2014 y 2015). Con todo, estimamos que la economía crecerá un 0,9% en 2014, para acelerar hasta el 1,5% en 2015. Existen, sin embargo, riesgos a la baja para esta previsión, ligados principalmente al menor crecimiento esperado ahora para el conjunto de la zona euro, del que sigue muy dependiente el sector exportador portugués y cuya evolución también es fundamental para apuntalar la recuperación de la inversión (Gráfico 9).

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

La ejecución presupuestaria de 2014 está siendo determinada por una evolución de los ingresos fiscales mejor de la prevista inicialmente: la mejora de la demanda doméstica, la reducción gradual del desempleo y la efectividad en la lucha contra el fraude fiscal están suponiendo unos ingresos adicionales que compensan la anulación de algunos recortes del gasto público por parte del Tribunal Constitucional. El déficit, en consecuencia, debería ubicarse en el 4% en 2014, lo que supone que el ajuste del déficit estructural sería de unos 0,6pp, cumpliendo con los objetivos de medio plazo (Gráfico 18). En lo que se refiere a 2015, los presupuestos mantienen una perspectiva de austeridad y prevén un déficit del 2,7%, dos décimas por encima del objetivo fijado en el Documento de Estrategia Presupuestaria del pasado abril. La Comisión Europea y el Fondo Monetario Internacional tienen previsiones de déficit más pesimistas que las del gobierno portugués, y estiman que Portugal no conseguirá salir del Procedimiento de Déficit Excesivo tras seis años con déficit superiores al 3%. Nuestras previsiones están más en línea con las del gobierno, pero están sujetas a que la economía portuguesa mantenga el tono de su recuperación y el gobierno lleve a cabo todas las medidas propuestas en el presupuesto 2015.

**Portugal**

**Cuentas nacionales: crecimiento de 0,2% t/t en 3T14**

El PIB creció un 0,2% t/t en el tercer trimestre de 2014. La mejora del consumo compensó la contribución negativa de las exportaciones netas.

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

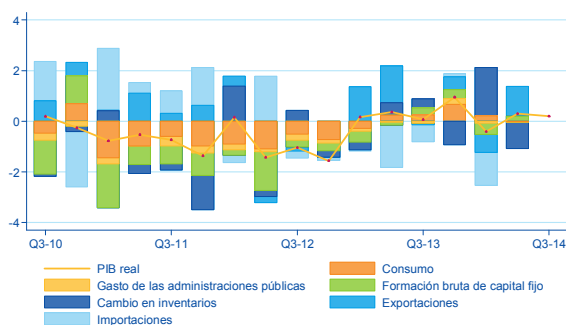
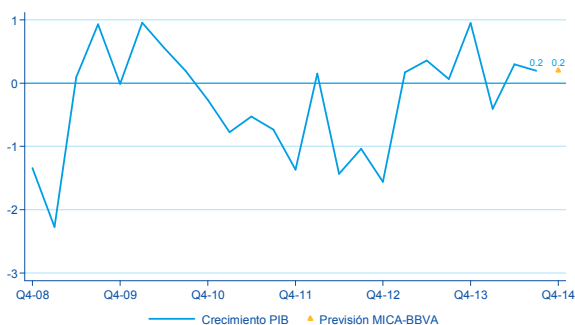


Gráfico 2  
**MICA-BBVA: Crecimiento del PIB (%t/t) y previsiones\***



**Confianza: el indicador de sentimiento económico sigue creciendo en 4T14**

Según el indicador de la CE (ESI), la confianza empresarial vuelve a mejorar a principios de 4T14, tanto en servicios como en industria, al igual que la confianza de los consumidores que está por encima de la media de 3T14.

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

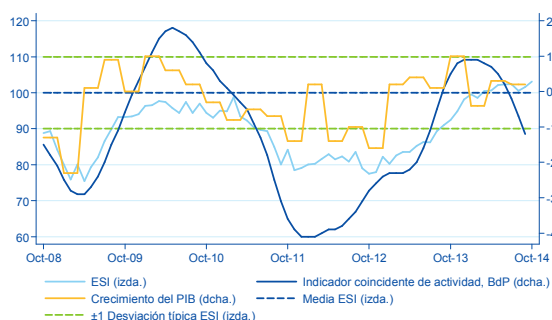
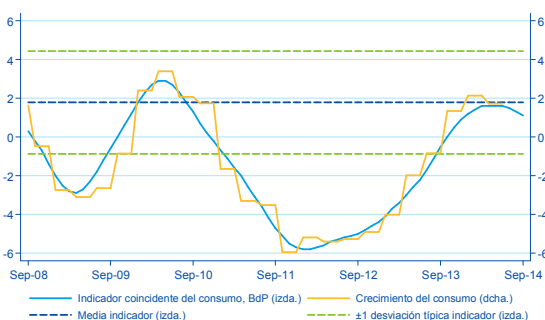


Gráfico 4  
**Indicador coincidente de consumo y cons. privado (%a/a)\***



**Actividad: se reduce la producción industrial y mejoran las ventas minoristas en 3T14**

La recuperación de la producción industrial se ralentiza en 3T14. El comercio minorista, por el contrario, rebota con fuerza (+3,1% sobre la media de 2T14), apoyado por los altos niveles de confianza de los consumidores.

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

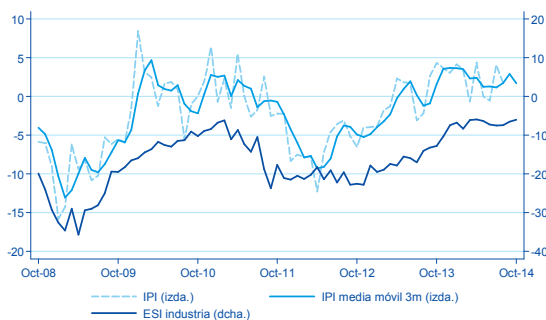
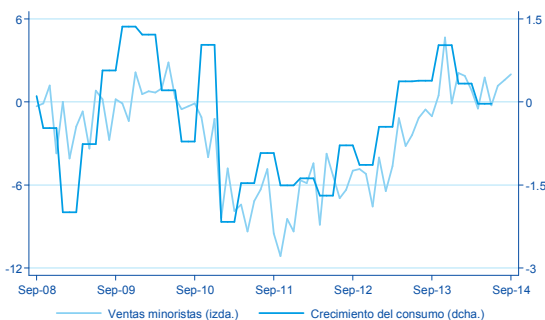


Gráfico 6  
**Ventas minoristas (% a/a) y consumo privado (%t/t)\***



\* Fuente: HAVER y BBVA Research

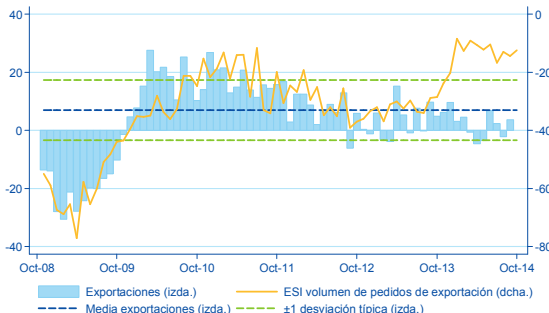
**Sector exterior: las exportaciones de bienes siguen recuperándose**

Las exportaciones de bienes siguen mejorando tras los malos registros de principio de año. Por otro lado, las exportaciones de servicios continúan creciendo, a pesar de que el turismo podría estar enfriándose en 3T14.

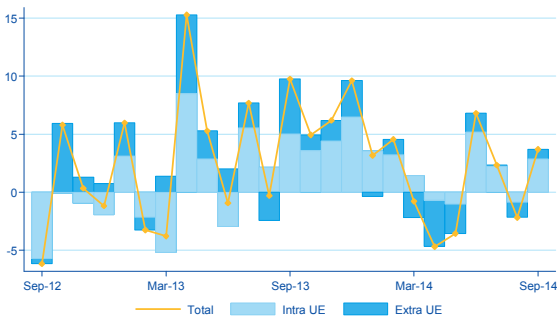
**Gráfico 7**  
**Exportaciones e importaciones (% a/a, MM3p)\***



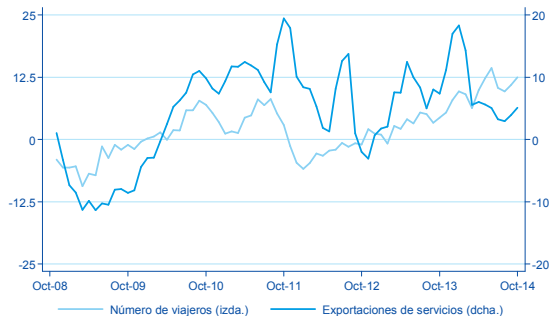
**Gráfico 8**  
**Exportaciones (% a/a) y pedidos de exportación\***



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



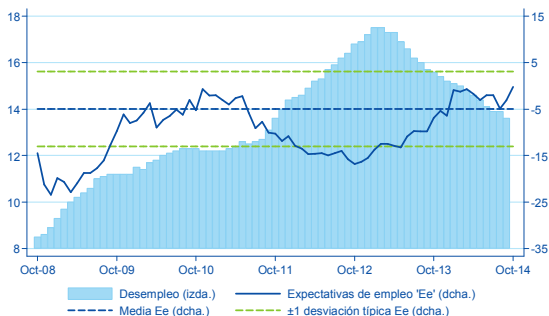
**Gráfico 10**  
**Turismo y export. de servicios (% a/a, MM3p)\***



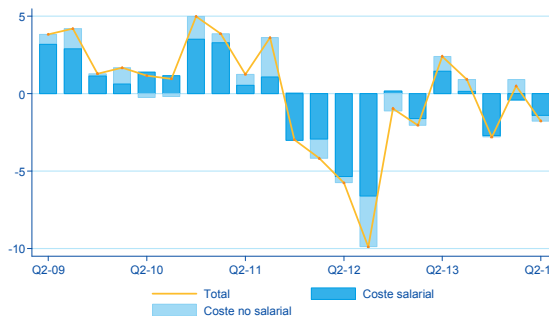
**Mercado laboral: se reducen los costes laborales y sigue bajando la tasa de paro**

La tasa de desempleo ha caído en 2,1pp en un año hasta 13,6%, 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 (1,1% t/t en 3T14).

**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 acelera ligeramente en octubre

La inflación general armonizada (IPCA) se ha mantenido estable en septiembre (0,0% a/a tras -0,1% a/a) y se ha acelerado ligeramente en octubre (0,1% a/a), gracias a la moderación de la caída de los precios de los alimentos, sobre todo los no elaborados

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

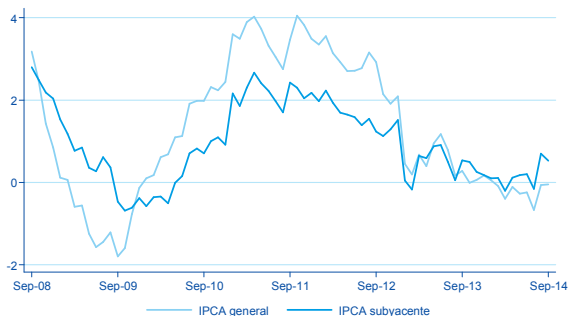
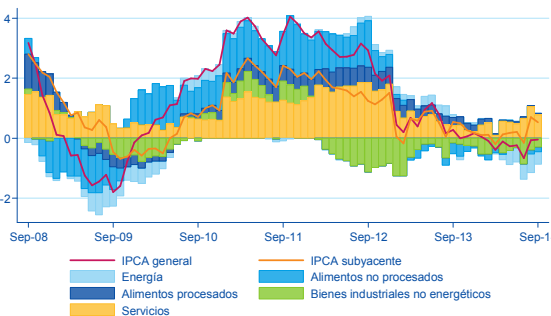


Gráfico 14  
Inflación por componentes (contribución en %)\*



Sector público: las cuentas fiscales, en línea con el objetivo presupuestario

Hasta septiembre de 2014, las cuentas de las administraciones públicas apuntan a que se cumplirá con el objetivo de déficit del 4% del PIB. Unos ingresos superiores a los esperados han compensado el aumento del gasto debido 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)\*

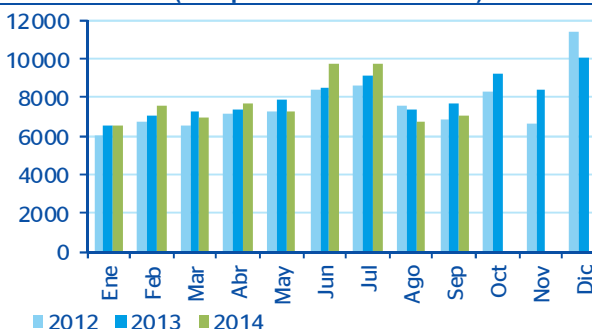


Gráfico 16  
Ingresos fiscales (comparación año anterior)\*

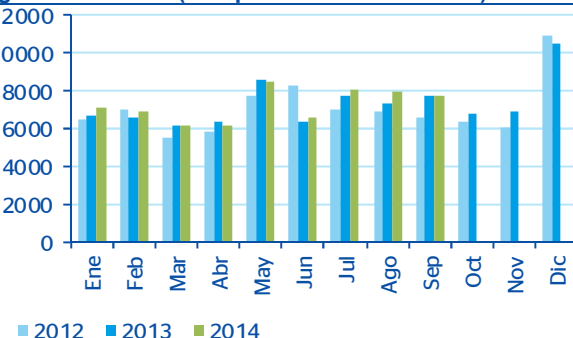


Gráfico 17  
Deuda pública y privada (% del PIB)

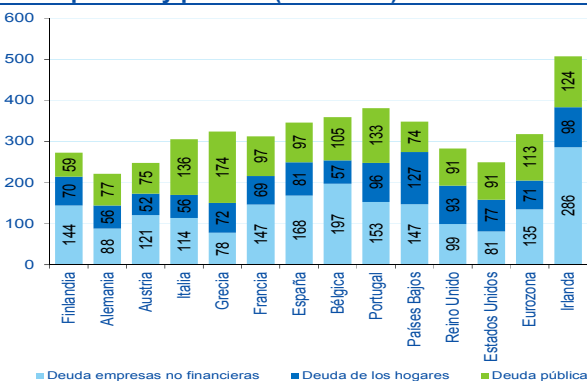
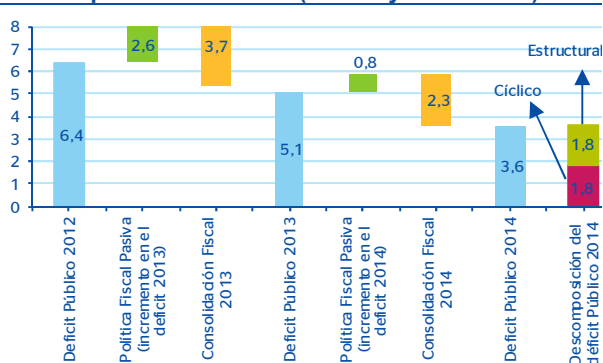


Gráfico 18  
Descomp. de déficit fiscal (cíclico y estructural)\*



\* 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.