

## ANÁLISIS ECONÓMICO

# Portugal: La recuperación avanza más rápido de lo previsto

Miguel Jiménez / Agustín García / Diego Torres / Massimo Trento

## La recuperación ganó tracción en 4T14, por encima de lo esperado

- El PIB creció un 0,5% t/t en el último trimestre de 2014 (Gráfico 1), por encima de unas previsiones de una recuperación relativamente estable (BBVA Research y Consenso: 0,3% t/t, tras el 0,3% en el trimestre precedente). Detrás de esta aceleración de la actividad hay una sólida recuperación de la demanda externa neta, resultado de un fuerte aumento de las exportaciones y una caída de las importaciones, mientras que el consumo privado se ha desacelerado. Con este dato, se confirma nuestra previsión de crecimiento del 0,9% en el conjunto de 2014 (-1,4% en 2013). Este crecimiento anual se debió al comportamiento de la demanda interna que contribuyó positivamente a la recuperación (+2pp tras -2,4pp en 2013); entre sus componentes, destacan las mejoras del consumo privado (2,1% tras -1,4%) y de la inversión (2,3% tras -6,3%), mientras que se modera la contracción del consumo público, que se reduce un -0,7% en 2014, tras el -1,9% de 2013. La contribución de la demanda externa neta fue negativa (-1,1pp tras 1pp en 2013), reflejando un crecimiento más intenso de las importaciones de bienes y servicios respecto a la mejora observada en las exportaciones.

## El modelo MICA-BBVA prevé de momento un crecimiento de 0,4% para 1T15

- Teniendo en cuenta la información disponible hasta el momento (todavía limitada a las confianzas de enero), nuestro modelo MICA-BBVA estima un crecimiento trimestral del PIB de alrededor del 0,4% t/t en 1T14 (Gráfico 2).
- A lo largo del cuarto trimestre de 2014 se registró una ligera mejora de las confianzas (Gráfico 3), con el indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea (ESI) que vuelve a niveles previos a la crisis. Los primeros valores de 1T15 siguen en niveles altos, gracias a la mejora de la confianza de los consumidores y al índice del sector manufacturero, mientras que empeora ligeramente la confianza en los servicios.
- Sin embargo, estos buenos datos no se han reflejado en los indicadores de actividad: la producción industrial ha cerrado el segundo trimestre consecutivo de contracción (-1,3% t/t tras -0,4% en 3T14), mientras que, después del buen desempeño a lo largo de los tres meses anteriores, las ventas minoristas se han reducido un -2,4% t/t (Gráficos 5 y 6). La nota positiva se observa en la evolución de las exportaciones: tras registrar un +2,8% t/t en 3T14, las ventas de bienes al exterior han aumentado un 3,6% t/t en el último trimestre del año, animadas por la depreciación del euro y por el crecimiento de los pedidos industriales desde el extranjero (Gráficos 7 y 8).
- La tendencia de reducción de la tasa de desempleo se ha interrumpido en 4T14, tras seis trimestres de rápido descenso, y se sitúa en el 13,5% (Gráfico 11). El empleo ha vuelto a crecer por quinto trimestre consecutivo, si bien a un ritmo más bajo que en 3T14 (0,5% a/a tras 2,1% a/a). Por otro lado, los salarios en el sector empresarial han intensificado su caída (-2,9% en 4T14 tras -1,2% a/a), mientras que los del sector público registran una fuerte disminución (-15,5% en 4T14 tras +2% a/a), por el pago de la extra abonada en el último trimestre de 2013 y que no se abonó en 2014.

- En enero, la inflación general (IPCA) se ha reducido una décima hasta el -0,4% a/a, debido a una mayor caída de los precios de los productos energéticos, pero también a la moderación de la inflación de servicios (Gráficos 13 y 14), por lo que la subyacente también se modera una décima hasta el 0,3% a/a en enero.

### Esperamos un crecimiento del 1.5% en 2015 y del 1.8% en 2016

- En el horizonte de previsión, la mejora del mercado laboral, la confianza de los hogares y la baja inflación deberían sostener el consumo privado, que, sin embargo, podría moderarse en 2015 hasta el 1,9%, tras la desaparición del fuerte rebote temporal del gasto de los hogares a finales de 2013. La mejora de la demanda doméstica y los altos niveles de confianza empresarial deberían apoyar la consolidación de la inversión (3,2% y 3,5% en 2015 y 2016, respectivamente). La recuperación de los socios comerciales europeos, junto con las favorables condiciones del tipo de cambio, resultarán en un incremento de las exportaciones en el horizonte de previsión (4,6% en 2015 y 5,4% en 2016) y prevemos que las importaciones moderen su crecimiento, por lo que la demanda externa neta debería tener una contribución prácticamente nula tanto en 2015 como en 2016. El único componente que seguirá contrayéndose en 2015 será el consumo público, sujeto a los ajustes presupuestarios, pero podría aumentar ligeramente en 2016 (0,4%). Con todo, estimamos que la economía crecerá un 1,5% en 2015, para acelerar hasta el 1,8% en 2016.
- El déficit del gobierno general mejoró en 2014 respecto al año anterior, y esta mejora fue mayor de lo que se esperaba tanto en el presupuesto original como en sus modificaciones posteriores; si bien los ingresos aumentaron menos de lo esperado (0,8% frente a 2,5%), el gasto público disminuyó un 1,4%, mientras que se preveía un incremento del 0,9%. Excluidas las medidas puntuales, el déficit se ubicará cómodamente por debajo del 4% (alrededor del 3,8%) del PIB en 2014. Para 2015, el gobierno prevé una reducción adicional del déficit hasta situarlo en el 2,7% del PIB, pero esta mejora es, en su mayor parte, cíclica. Nuestras previsiones apuntan a que el ajuste estructural será de medio punto del PIB en 2015, lo que ubicaría el déficit estructural en el 1,6%; esto, sumado al todavía alto nivel de endeudamiento hace imprescindible que el gobierno continúe con la fuerte implementación de las reformas estructurales ya en marcha para que se reduzca uno de los problemas que aún quedan pendientes por resolver.

**Portugal**

**Cuentas nacionales: crecimiento de 0,5% t/t en 4T14**

El crecimiento trimestral del PIB se debe principalmente a una sólida recuperación de la demanda externa neta, resultado de un fuerte aumento de las exportaciones y una caída de las importaciones. Por otro lado, el consumo privado se habría desacelerado.

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

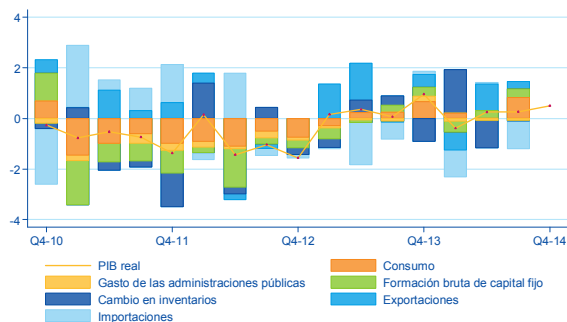
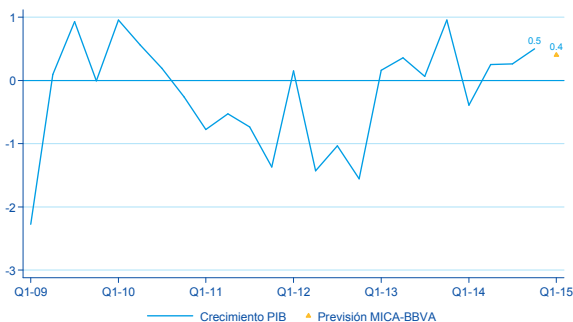


Gráfico 2  
**MICA-BBVA: Crecimiento del PIB (%t/t) y previsiones\***



**Confianza: el índice de sentimiento económico sigue en niveles altos a inicios de 1T15**

Según el ESI, la confianza empresarial se mantiene en niveles pre-crisis en enero. La industria y la confianza de los consumidores siguen con su evolución positiva, mientras que en los servicios se ha observado una moderación en la confianza, aunque se mantiene en niveles altos

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

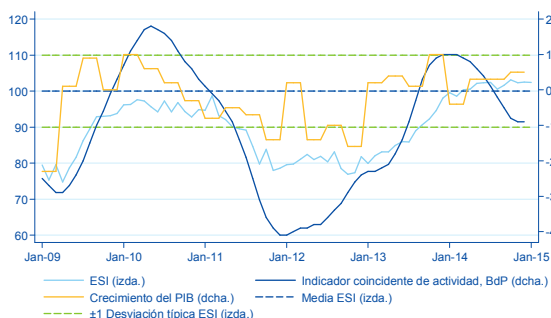
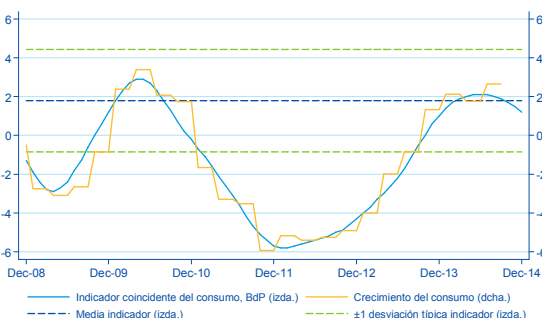


Gráfico 4  
**Indicador coincidente de consumo y cons. privado (%a/a)\***



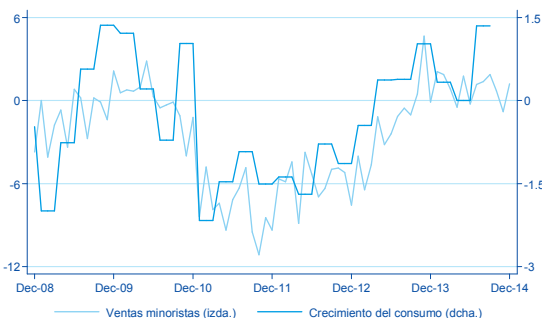
**Actividad: se reducen producción industrial y ventas minoristas en 4T14**

La recuperación de la producción industrial no despegó en 4T14 (-1,3% t/t sobre 3T14). El comercio minorista se desplomó un -2,4% t/t en 4T14, tras el buen registro de 3T14 (+3% t/t)

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



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

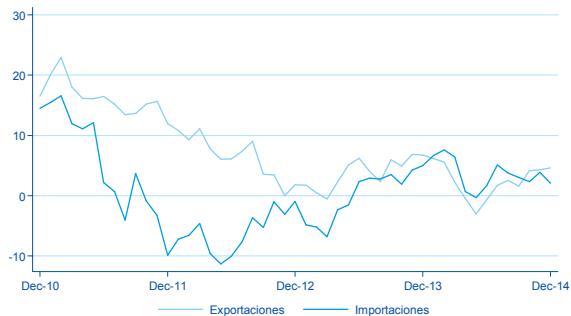


\* Fuente: HAVER y BBVA Research

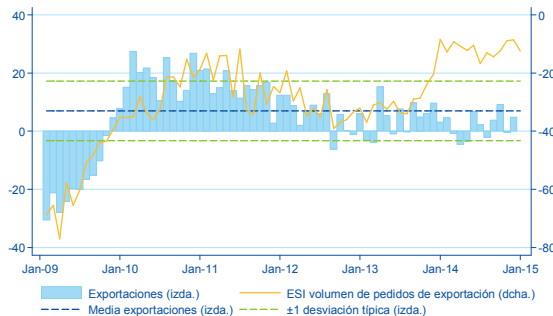
**Sector exterior: las exportaciones de bienes siguen recuperándose**

Las exportaciones de bienes mejoran un 5,1% m/m en diciembre, y se mantienen por encima (+3,6% t/t) del promedio de 3T14. Por otro lado, las exportaciones de servicios (especialmente turismo) continúan creciendo.

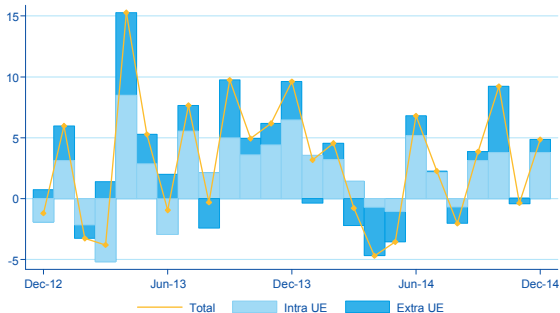
**Gráfico 7**  
**Exportaciones e importaciones (% a/a, MM3p)\***



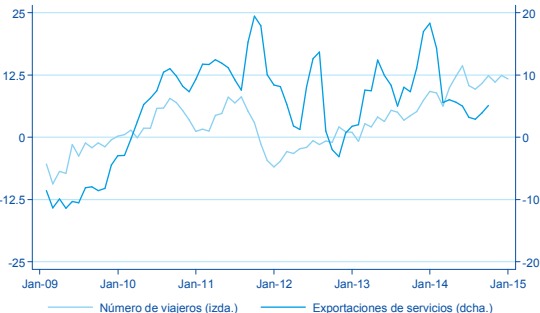
**Gráfico 8**  
**Exportaciones (% a/a) y pedidos de exportación\***



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



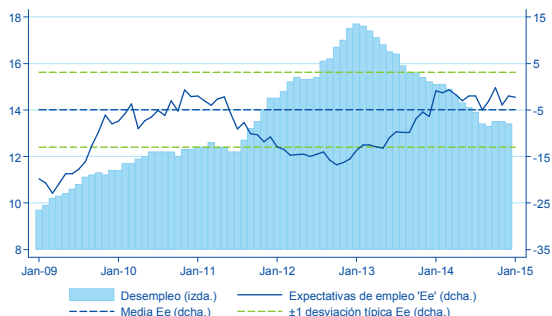
**Gráfico 10**  
**Turismo y export. de servicios (% a/a, MM3p)\***



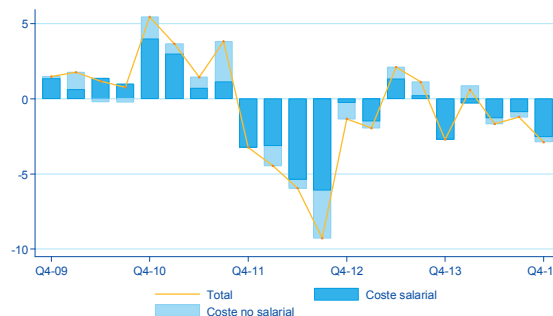
**Mercado laboral: se interrumpe la reducción del desempleo**

Tras haber registrado una rápida reducción del desempleo en los últimos dos años, en 4T14 se ha observado un agotamiento de la tendencia, manteniendo la tasa de paro en el 13,5%. Los salarios privados han vuelto a disminuir (-2,9% a/a tras -1,2% a/a 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

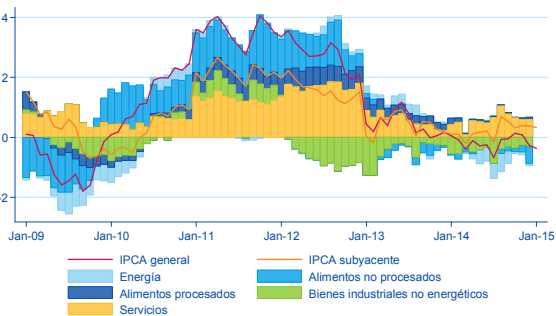
Precios: la inflación sigue en tasas negativas en enero

La inflación general (IPCA) ha caído una décima más hasta el -0,4% a/a, debido a la intensificación de la caída de los precios de los productos energéticos. La moderación de los precios de los servicios lleva la inflación subyacente a desacelerarse hasta el 0,3% a/a

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

Pese a unos ingresos menores de los esperados, el fuerte recorte de gastos de las administraciones públicas permite el cumplimiento del objetivo de déficit del 4% del PIB.

Gráfico 15  
Gastos fiscales (comparación año anterior)\*

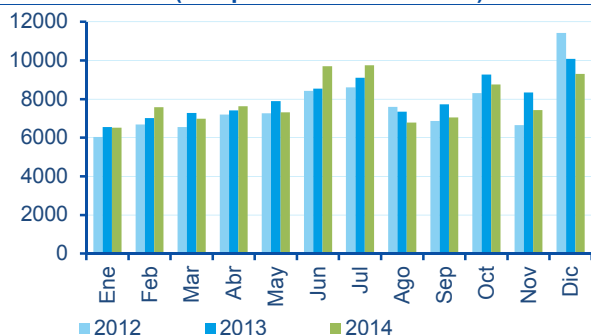


Gráfico 16  
Ingresos fiscales (comparación año anterior)\*

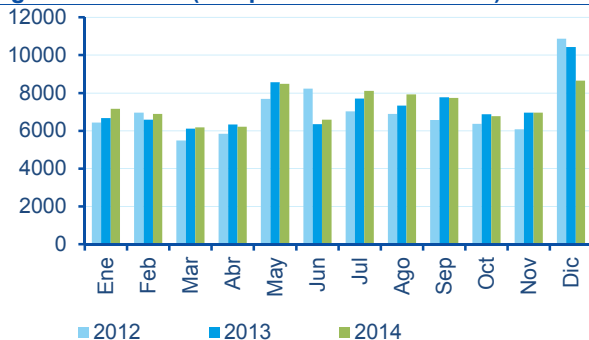


Gráfico 17  
Deuda pública y privada (% del PIB)

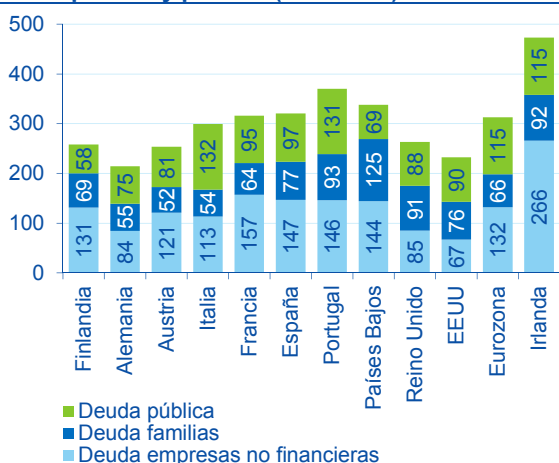
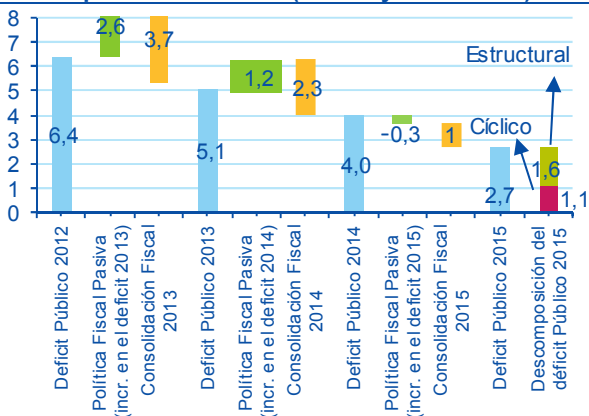


Gráfico 18  
Descomp. de déficit fiscal (cíclico y estructural)\*



\* 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.