

## ANÁLISIS ECONÓMICO

# Portugal: La economía crecerá alrededor del 2% en 2015

Miguel Jiménez / Agustín García / Diego Torres / Massimo Trento

## La demanda doméstica continuará siendo el principal motor de crecimiento, apoyada por la mejora en la confianza de los agentes y los bajos precios del petróleo

- El PIB creció un 0,4% t/t en el primer trimestre de 2015, manteniendo el ritmo de avance del trimestre anterior (Gráfico 1), si bien por debajo de nuestras previsiones de aceleración hasta el 1% t/t (Consenso: 0,5% t/t). La composición del crecimiento a principios de año todavía no se ha publicado, pero los datos conocidos apuntan a que detrás de esta estabilización del crecimiento se encuentra un aumento de la demanda interna, aunque consumo privado e inversión habrían crecido por debajo de lo previsto. Además, los inventarios habrían tenido una notable contribución negativa, junto con una aportación prácticamente nula de las exportaciones netas.
- A lo largo del primer trimestre de 2015 se registró una estabilización en niveles altos de las confianzas (Gráfico 3), con el indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea (ESI) por encima de niveles previos a la crisis. Los primeros valores para 2T15 muestran un fuerte rebote tanto en el sector servicios, que se recupera tras un primer trimestre algo más débil, como en el manufacturero, mientras que la confianza de los consumidores se modera ligeramente después de cinco trimestres consecutivos de mejora.
- Estos buenos datos se han reflejado en parte en los indicadores de actividad: la producción industrial ha interrumpido su caída en 1T15 tras dos trimestres de contracción, mientras que, después de la notable reducción a lo largo de los tres meses anteriores, las ventas minoristas se han incrementado un 3% t/t (Gráficos 5 y 6). La nota negativa se observa en la evolución de las exportaciones: tras registrar un +4% t/t en 4T14, las ventas de bienes al exterior han disminuido un 2,7% t/t en el primer trimestre del año, pese a la depreciación del euro, pero en línea con un menor crecimiento de los pedidos industriales desde el extranjero (Gráficos 7 y 8) y con una desaceleración en los mercados emergentes, especialmente en Angola, economía muy afectada por la caída del petróleo.
- La tendencia de reducción de la tasa de desempleo se ha interrumpido en 1T15, tras siete trimestres de rápido descenso. La creación de empleo se ha moderado en 4T14 (0,7% a/a tras 1,9% a/a), por lo que en los próximos meses esperamos una estabilización o una reducción más lenta de la tasa de desempleo (Gráfico 11), que en marzo se ha ubicado en el 13,5% de la población activa. Por otro lado, la moderación de los costes laborales en el sector empresarial observada en los últimos trimestres se ha intensificado (-2,9% a/a en 4T14 tras -1,2% a/a), especialmente en su componente salarial (Gráfico 12), mientras que en el sector público se registra una fuerte contracción debida a un efecto base de finales de 2013.

- En abril, la inflación general (IPCA) se ha acelerado una décima hasta el 0,5% a/a, debido a una moderación de la caída de los precios de los productos energéticos, pero también al aumento de los alimentos no elaborados. Por otra parte, la importante desaceleración de la inflación de servicios supone una moderación de la subyacente en dos décimas hasta el 0,6% a/a en abril (Gráficos 13 y 14).
- Para este segundo trimestre, los datos más recientes sugieren que la economía podría estar creciendo a un ritmo relativamente constante. De los dos factores que proporciona nuestro modelo MICA-BBVA, uno más estable y uno más volátil, el factor más estable apunta, con disponibilidad de datos aún muy limitada, a un ritmo de crecimiento de alrededor del 0,5% t/t<sup>1</sup>.
- Esta estabilidad en el ritmo de expansión de la economía contrasta con nuestra previsión de un rebote de la actividad a principios de año para moderarse significativamente en 2T15. No obstante, no supone un cambio significativo en nuestro escenario. Ahora esperamos un crecimiento relativamente robusto y estable que debería resultar en un crecimiento medio anual de alrededor del 2% en el conjunto de año.
- En el horizonte de previsión, los factores que subyacen a la evolución de los distintos componentes de demanda siguen siendo positivos. La confianza de los hogares y la baja inflación deberían impulsar la recuperación del consumo privado, para crecer a un ritmo sólido en torno al 0,5% t/t en los próximos trimestres. Como resultado, el consumo privado crecería en 2015 alrededor del 2%, desacelerándose ligeramente en 2016 hasta el 1,7%. Los fundamentales detrás del aumento de la inversión, que se vieron ya en 2014, continúan (mejora de la demanda doméstica y recuperación de la demanda externa, sobre todo de la zona euro, junto con la reducción de los costes de financiación y una mejora paulatina del acceso al crédito). A ellos se les añaden unos menores costes de producción (ligado al petróleo) y la mejora de la confianza empresarial, lo que se debería reflejar en el aumento de la inversión, que crecerá alrededor del 3,9% en 2015 y que prevemos que se acelere hasta el 4,2% en 2016. A su vez, la mejora de la demanda doméstica continuará siendo soporte del aumento de las importaciones (5,2% en 2015 y 4,8% en 2016), en paralelo a un incremento mayor de las ventas al exterior (5,9% en 2015 y 5% en 2016) animadas por el tipo de cambio favorable, por lo que las exportaciones netas deberían tener una contribución ligeramente positiva en el horizonte de previsión. El único componente que seguirá contrayéndose será el consumo público, sujeto a al proceso de ajuste fiscal (-0,8% en 2015), pero podría aumentar ligeramente en 2016 (0,4%). Con todo, estimamos que la economía crecerá alrededor del 2% en 2015y 2016. Existen, sin embargo, riesgos a la baja para esta previsión, ligados principalmente a una posible moderación de la demanda externa y, en especial, de la consolidación de la recuperación 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).
- La ejecución presupuestaria del primer trimestre muestra un saldo deficitario de 874 M€, por encima de los 835 M€ en el mismo periodo del año anterior. Esto se debe principalmente al aumento del gasto por intereses y en infraestructuras de febrero (aunque esto último se debe a una cuestión de calendario), mientras que los ingresos crecen en menor medida. El gobierno ha previsto para el conjunto de 2015 un déficit fiscal del 2,7%, en línea con nuestras estimaciones (Gráfico 18).

1: Nuestro modelo de corto plazo MICA-BBVA es un modelo factorial dinámico que aprovecha la información de los indicadores de corto plazo para captar el componente cíclico común que comparten con el PIB. El objetivo principal es proporcionar un indicador sintético mensual en tiempo real de la actividad económica. Dada la particular volatilidad de las series en la economía portuguesa, el modelo incluye dos factores, uno que recoge la evolución del componente ciclo-tendencia de la actividad y otro que captura la volatilidad de alta frecuencia. El dato de PIB del primer trimestre (0,4% t/t) está mucho más en línea con el componente ciclo-tendencia (0,7%) que con la suma de ambos componentes (1%), por lo que parece utilizar solamente ese componente parece lo más indicado para recoger la evolución tendencial de la economía, y así lo reportaremos de ahora en adelante.

**Portugal**

**Cuentas nacionales: crecimiento del 0,4% t/t en 1T15**

El PIB registra un crecimiento de 0,4% t/t en 1T15, al igual que en 4T14, debido principalmente al aumento de la demanda interna. Además, los inventarios habrían tenido una notable contribución negativa, junto con una aportación prácticamente nula de las exportaciones netas. Nuestro modelo MICA BBVA, con muy pocos indicadores disponibles para 2T15, apunta que la economía continuaría avanzando a un ritmo relativamente estable o acelerándose ligeramente en este trimestre.

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

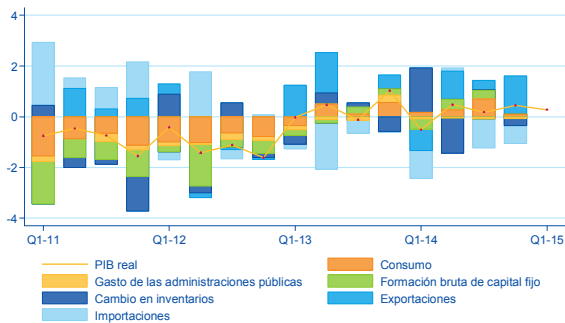


Gráfico 2  
**MICA-BBVA: Crecimiento del PIB y previsiones (%t/t)\***



**Confianza: el índice de sentimiento económico mejora en abril**

Según el ESI, la confianza empresarial vuelve a aumentar en abril. La industria continúa con su evolución positiva, mientras que en los servicios se ha observado un claro rebote en la confianza, tras moderarse en 4T14 y 1T15.

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

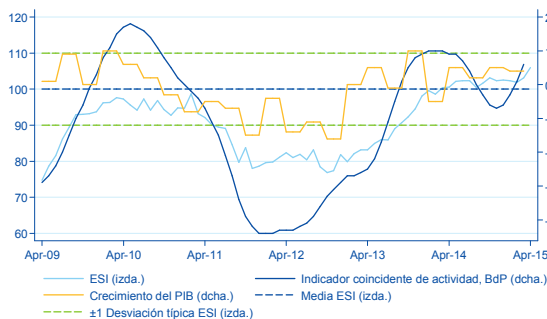
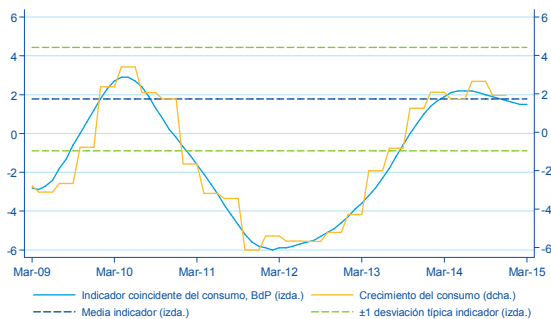


Gráfico 4  
**Indicador coincidente de consumo y cons. privado (%a/a)\***



**Actividad: estable la producción industrial y rebote de las ventas minoristas en 1T15**

La producción industrial aumenta en marzo (1,4% m/m) y sigue estable respecto al promedio de 4T14, cuando cayó un 0,6% t/t. El comercio minorista registra un +3% respecto al trimestre anterior (-1,8% t/t en 4T14).

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

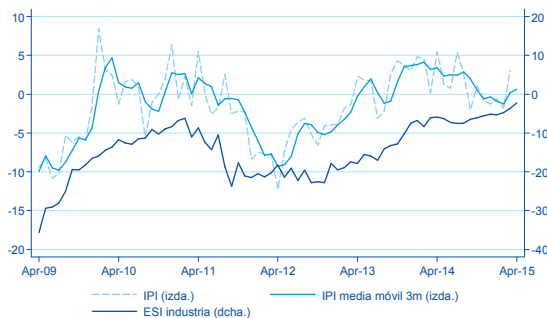
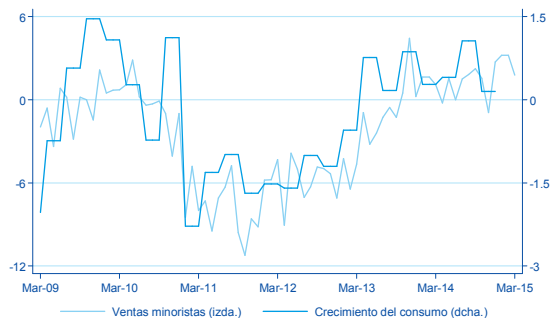


Gráfico 6  
**Ventas minoristas (% a/a) y consumo privado (%t/t)\***



\* Fuente: HAVER y BBVA Research

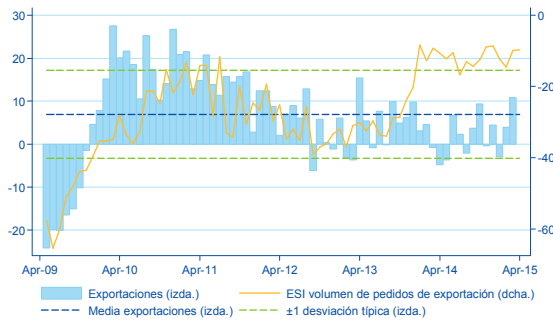
**Sector exterior: los datos de balanza comercial y los pedidos industriales apuntan a una menor contribución de las exportaciones netas**

A pesar del notable incremento en marzo, las exportaciones disminuyen (-2,7% t/t) respecto al promedio de 4T14 debido a la fuerte caída observada en enero. Por otro lado, las importaciones también se redujeron respecto a 4T14 (-3,7% t/t)

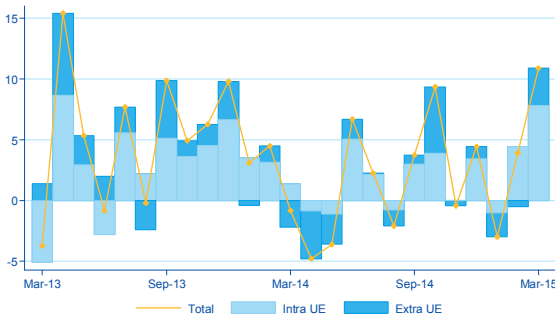
**Gráfico 7**  
**Exportaciones e importaciones (% a/a, MM3p)\***



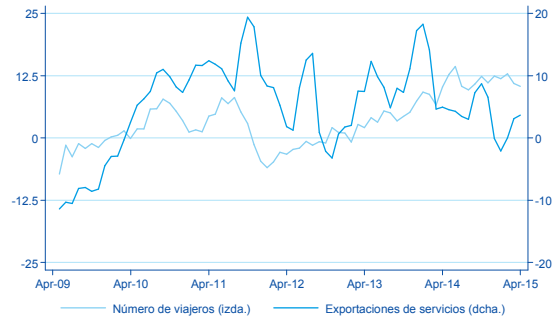
**Gráfico 8**  
**Exportaciones (% a/a) y pedidos de exportación\***



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



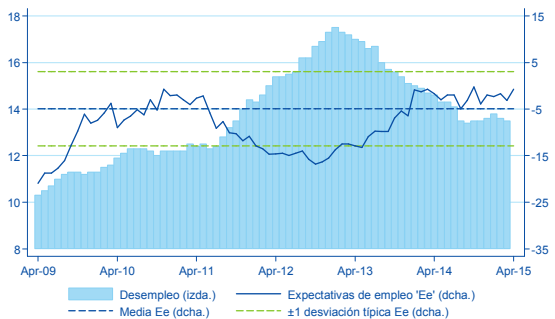
**Gráfico 10**  
**Turismo y export. de servicios (% a/a, MM3p)\***



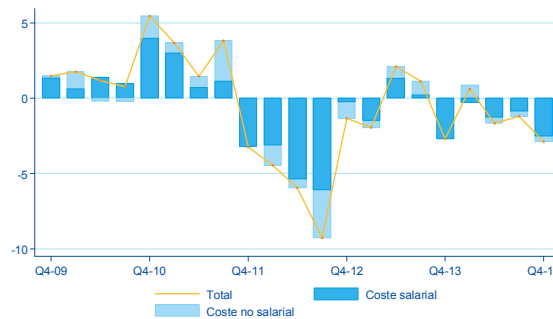
**Mercado laboral: se interrumpe la reducción del desempleo**

En los últimos meses se ha observado una estabilización de la tasa de desempleo (13,5% en marzo), con la creación de empleo moderando su ritmo de crecimiento en 4T14 (0,7% a/a tras 1,9% a/a). 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 general repunta en abril, la subyacente se modera**

La inflación general (IPCA) se ha acelerado una décima hasta el 0,5% a/a, debido a una moderación de la caída de los precios de los productos energéticos. Por otra parte, la desaceleración de la inflación de servicios supone una moderación de la subyacente en dos décimas hasta el 0,6% a/a en abril.

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

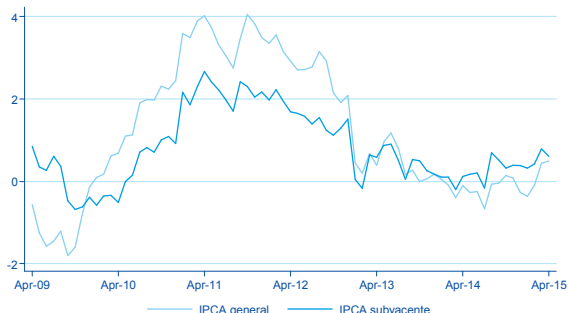
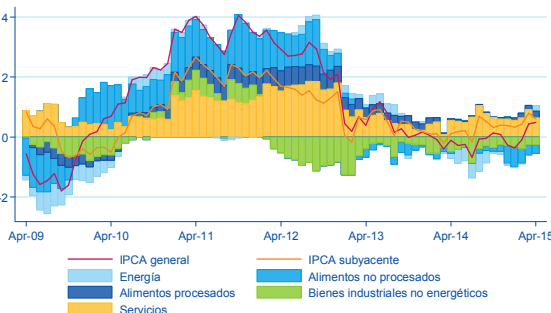


Gráfico 14  
**Inflación por componentes (contribución en %)\***



**Sector público: aumentan los gastos fiscales a principios de año**

Los datos de ejecución presupuestaria de marzo señalan un incremento de los gastos superior al de los ingresos. Las estimaciones del gobierno señalan una reducción del déficit en el conjunto de 2015 hasta el 2,7% del PIB, desde el 3,7% de 2014.

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

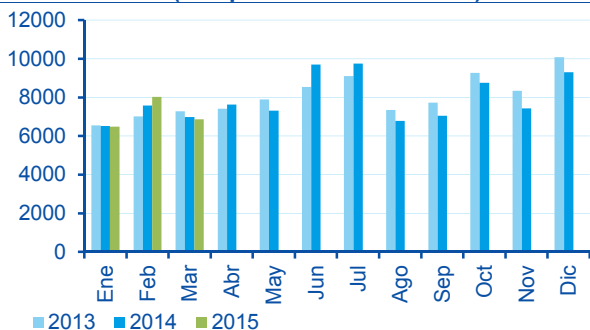


Gráfico 16  
**Ingresos fiscales (comparación año anterior)\***

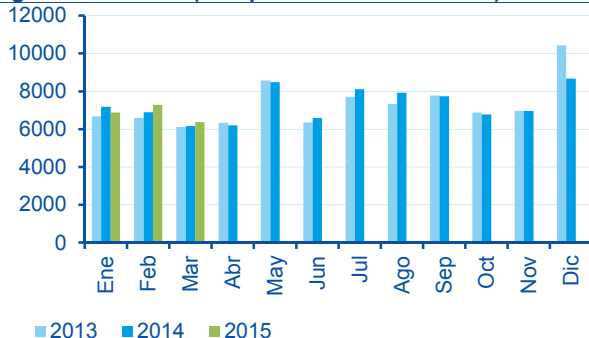


Gráfico 17  
**Deuda pública y privada (% del PIB)**

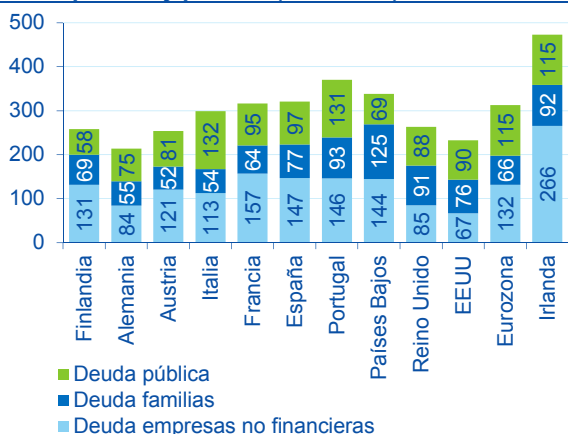
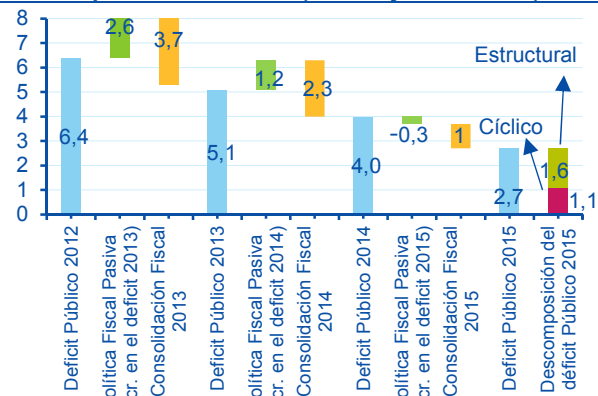


Gráfico 18  
**Descomp. de déficit fiscal (cíclico y estructural)\***



\* 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.