

ANÁLISIS ECONÓMICO

Portugal: se estabiliza el ritmo de avance de la economía

Miguel Jiménez / Agustín García / Diego Torres / Massimo Trento / Josep Amer

El modelo MICA-BBVA prevé un crecimiento de 0.4% para el tercer trimestre, similar al dato del segundo trimestre publicado en agosto, que fue algo peor de lo que preveíamos. El crecimiento en 2015 estará por debajo del 2%. La demanda doméstica continuará siendo el principal motor de crecimiento, mientras que se debilita el apoyo de la demanda externa

- El PIB creció un 0,4% t/t en el segundo trimestre de 2015, manteniendo el ritmo de avance de los dos trimestres anteriores (Gráfico 1), si bien algo por debajo de nuestras previsiones de una ligera aceleración hasta el 0,6% t/t (Consenso: 0,5% t/t). La composición del crecimiento revela que detrás de esta estabilización se encuentra un considerable aumento del consumo interno, especialmente privado pero también público, mientras que la inversión se contrajo tras cuatro trimestres con signo positivo (lastrada principalmente por la construcción tras el rebote de 1T15) y las exportaciones netas tuvieron una contribución negativa al crecimiento, al anular el fuerte aumento de las importaciones la recuperación de las ventas al exterior.
- A lo largo del segundo trimestre de 2015 continuó la tendencia de mejora 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 3T15 muestran un aumento de la confianza tanto en el sector servicios, que se sigue recuperando tras un primer trimestre débil, como en la de los consumidores, mientras que el sector manufacturero se modera ligeramente después de tres trimestres consecutivos de mejora, aunque se mantiene por encima de su media histórica.
- Estos datos se están reflejando en los indicadores de actividad: la producción industrial disminuye ligeramente tras el rebote de 2T15, mientras que las ventas minoristas están aumentando respecto al trimestre pasado, después de la reducción a lo largo de los tres meses anteriores (Gráficos 5 y 6). Todavía no se dispone de datos de balanza comercial para el tercer trimestre, pero la disminución de los pedidos industriales del exterior podría resultar en una moderación de las exportaciones de bienes, que en 2T15 crecieron un 3,4% t/t, ya que podrían acusar la moderación de la demanda global. Por otro lado, es probable que las importaciones sufran una corrección a la baja a lo largo de 3T15, tras registrar un incremento del 9,4% t/t en el trimestre anterior (Gráficos 7 y 8).
- La tasa de desempleo, cuya tendencia de reducción se había interrumpido en 1T15 tras siete trimestres de descenso, ha vuelto a disminuir notablemente en 2T15 y en julio se situó en el 12,1%, dos puntos menos que doce meses antes (Gráfico 11). La creación de empleo se aceleró ligeramente en 2T15 (1,7% a/a tras 1,5% a/a), creciendo aproximadamente al ritmo que se registró a lo largo de 2014. Por otra parte, los costes laborales en el sector privado aumentaron menos que en el trimestre anterior (0,8% a/a en 2T15 tras 4,5% a/a), especialmente en su componente salarial (1,2% a/a tras 4,9% a/a), mientras que en el sector público los costes laborales se redujeron un 2% a/a (Gráfico 12).
- En julio, la inflación general (IPCA) se ha desacelerado una décima hasta el 0,7% a/a, debido a la caída de los precios de los productos energéticos y a la moderación en el ritmo de expansión de los precios de los alimentos no elaborados. Por otra parte, la inflación subyacente registra un aumento de 0,1pp en julio hasta el 0,7% a/a (Gráficos 13 y 14).

- Para el tercer trimestre, aunque con información todavía limitada y básicamente de confianza, nuestro modelo MICA-BBVA apunta a que la economía podría estar creciendo al mismo de alrededor del 0,4% t/t. Esta estabilidad en el ritmo de expansión junto con un crecimiento algo menor de lo previsto en 2T15 pone un sesgo a la baja en nuestro escenario de previsiones (véase [Situación Europa 3T15](#)) de unos 0,3pp en el crecimiento anual para el conjunto de 2015, hasta alrededor del 1,7%. Para 2016 mantenemos nuestra previsión de crecimiento de 2%.
- Para el horizonte de previsión, esperamos que los factores que subyacen a la evolución de los distintos componentes de demanda doméstica sigan siendo positivos. La confianza de los hogares, la baja inflación y la mejora del mercado de trabajo deberían continuar impulsando la recuperación del consumo privado, que crecería a ritmos sólidos tanto en 2015 como en 2016. Los fundamentales detrás del aumento de la inversión, que se vieron ya en 2014, continúan siendo robustos - mejora de la demanda interna, reducción de los costes de financiación y una mejora paulatina del acceso al crédito-aunque algo más débiles que hace tres meses por la moderación de la demanda global. Aun así, si a lo anterior se añaden unos menores costes de producción (por el precio del petróleo) y la confianza empresarial en niveles altos, la inversión podría registrar un incremento notable este año y el próximo. La mejora de la demanda doméstica continuará impulsando las importaciones, en paralelo a un incremento de las ventas al exterior animadas por el tipo de cambio favorable; por esta razón, las exportaciones netas deberían tener una contribución nula o ligeramente negativa en el horizonte de previsión. Al igual que el consumo público, que sigue sujeto a al proceso de ajuste fiscal.
- El déficit de las Administraciones Públicas hasta julio de 2015 se situó en torno del 3,2% del PIB (EUR - 5Mm) en el acumulado anual, unas dos décimas menos que el registrado el año anterior, pero cinco décimas¹ por encima del objetivo fijado para todo el 2015 (Gobierno: 2,7%, BBVA: 2,6%). El desvío con respecto a lo presupuestado para 2015 se debe principalmente a que el incremento de los ingresos efectivos está siendo más lento de lo previsto (+0,1% a/a frente a una previsión del +1,4%). La caída de los ingresos no corrientes (ingresos de capital) están drenando parte de la buena evolución de los ingresos corrientes (impuestos y contribuciones sociales), los cuales están prácticamente en línea con las previsiones oficiales (0,6% frente al 0,9% previsto). Por otra parte, el gasto efectivo acumulado hasta julio de 2015 disminuye más lentamente de lo previsto oficialmente (-0,8% a/a frente al -1,2% a/a previsto en los presupuestos), influenciado por la evolución de los gastos de personal, que disminuyen moderadamente (-0,6% frente al -4,8% previsto). Se prevé que esta tendencia se revierta en los últimos meses del año debido al efecto base de la decisión del tribunal constitucional sobre la reversión parcial de la reducción de los salarios públicos². Con todo, si esta tendencia no se revierte sustancialmente en la segunda mitad del año, Portugal podría continuar dentro del procedimiento de déficit excesivo al no ser capaz de reducir su déficit fiscal por debajo del umbral del 3%. Nuestros cálculos apuntan a que la probabilidad de alcanzar el objetivo de déficit para este año es baja, debido a que el esfuerzo fiscal necesario para alcanzarlo deberá ser mayor al registrado históricamente en los meses de agosto-diciembre, más aún si incorporamos el posible efecto negativo de la imposibilidad de llegar a un acuerdo aceptable en la venta de Novo Banco.

1: Cabe destacar que existen ingresos y gastos que afectan a la comparabilidad de los datos acumulados a julio por haberse efectuado en periodos distintos en ambos años. Si se incorporan estos datos y en el segundo semestre no hay una mejora sustancial del perfil, el déficit podría ser incluso mayor al 3,2% del PIB.

2: En 2015 se vuelve a aplicar, parcialmente, la reducción de los salarios públicos mientras que en 2014 el tribunal constitucional suspendió su aplicación a partir del mes de junio

Portugal

Cuentas nacionales: se mantiene el crecimiento del 0,4% t/t en 2T15

En 2T15, el PIB registra un crecimiento idéntico al del trimestre anterior del 0,4% t/t, debido principalmente al aumento de la demanda interna. Asimismo, las exportaciones netas habrían tenido una contribución negativa. Nuestro modelo MICA BBVA, con muy pocos indicadores disponibles para 3T15, apunta que la economía continuaría avanzando a un ritmo relativamente estable del 0,4% t/t.

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

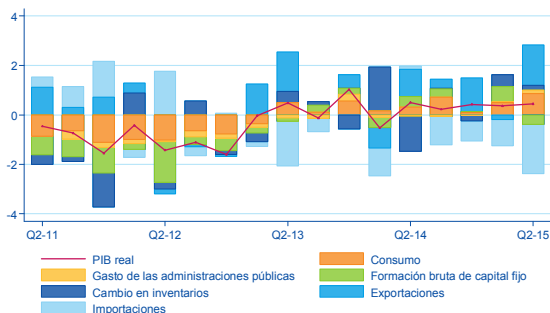
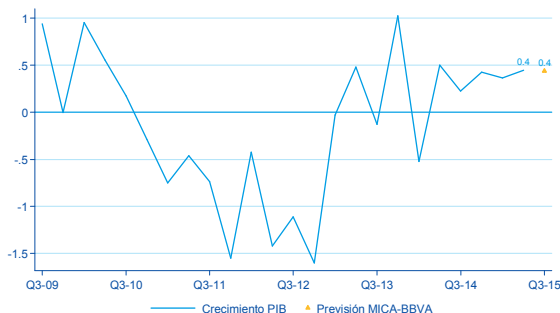


Gráfico 2
MICA-BBVA: Crecimiento del PIB y previsiones (%t/t)*



Confianza: el índice de sentimiento económico se suaviza en agosto

Según el ESI, la confianza empresarial disminuye en agosto, aunque se mantiene por encima de su media histórica. En 3T15, mejoran la confianza de los hogares y del sector servicios, mientras que se modera en las manufacturas

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

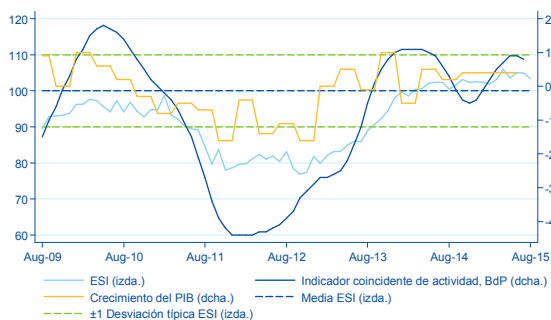
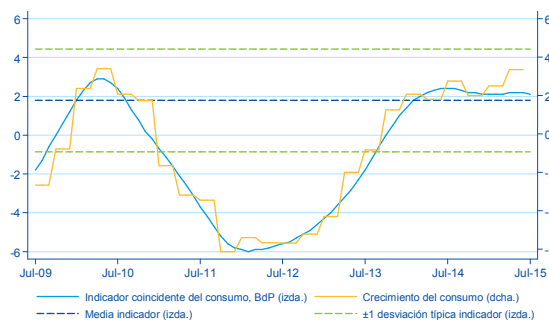


Gráfico 4
Indicador coincidente de consumo y cons. privado (%a/a)*



Actividad: estable la producción industrial y repunte de las ventas minoristas

La producción industrial creció 0,1% m/m en julio y se estanca respecto al promedio de 2T15, cuando creció un 2,9% t/t. Por su parte, el comercio minorista registra un aumento del 1,1% m/m en julio tras una caída de 1,5% t/t en 2T15.

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

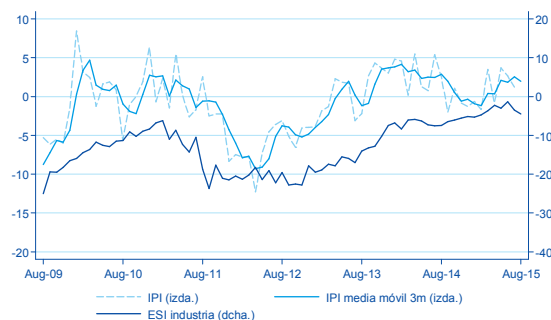
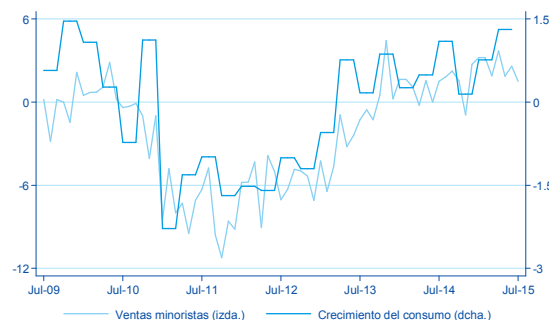


Gráfico 6
Ventas minoristas (% a/a) y consumo privado (%t/t)*



* Fuente: HAVER y BBVA Research

Sector exterior: la menor demanda global puede afectar a las exportaciones de bienes en 3T15

Después del notable incremento en junio y a pesar de las caídas de abril y mayo, las exportaciones aumentan (3,4% t/t) en 2T15 respecto a 1T15. Por otro lado, las importaciones pueden disminuir tras el notable aumento de 2T15 (9,4% t/t).

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



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

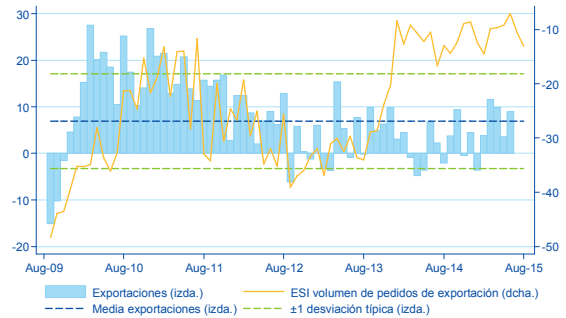


Gráfico 9
Comercio internacional por destino (% a/a, sa)*

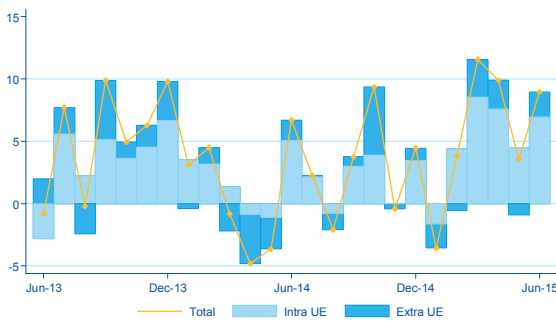
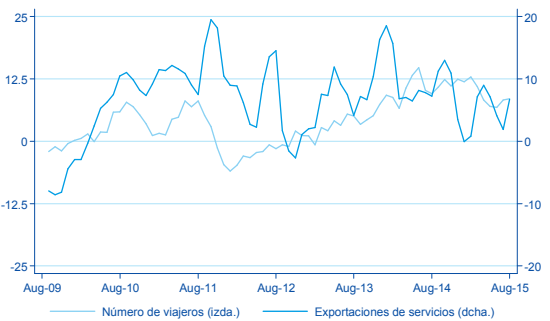


Gráfico 10
Turismo y export. de servicios (% a/a, MM3p)*



Mercado laboral: continúa la reducción del desempleo

Tras la notable disminución de la tasa de desempleo de 2T15 (12,5%), la tasa continúa cayendo en julio hasta el 12,1%. Gracias a la ligera aceleración en la creación de empleo (1,7% a/a tras 1,5% a/a en 1T15). Por su parte los salarios privados siguen aumentando a un menor ritmo en 2T15 (0,8% a/a tras 4,5% a/a en 1T15).

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

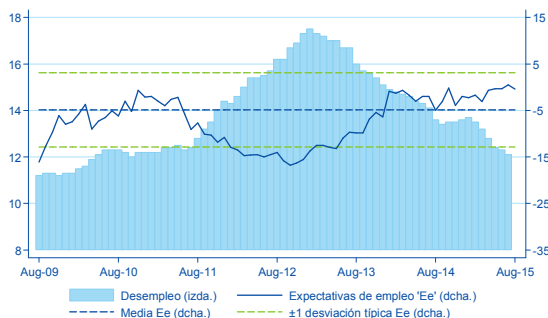
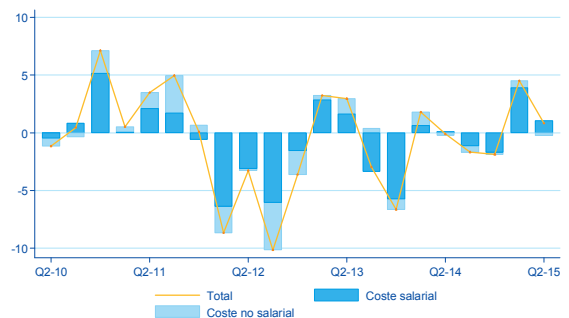


Gráfico 12
Costes laborales en el sector empresarial (%a/a)*



* Fuentes: HAVER y BBVA Research

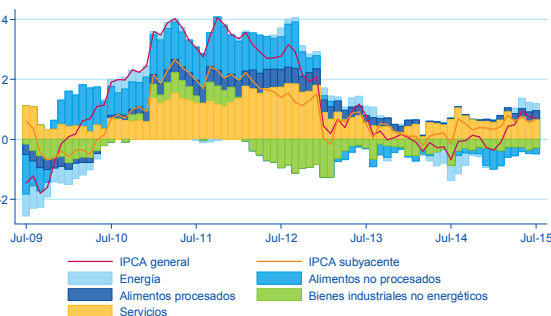
Precios: la inflación general se modera en julio, la subyacente repunta

La inflación general (IPCA) modera en una décima su ritmo de expansión en julio y se sitúa en el 0,7% a/a, debido a una moderación de la caída de los precios de los productos energéticos. Por su parte, la inflación subyacente aumenta en 0,1pp hasta el +0,7% a/a.

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



Gráfico 14
Inflación por componentes (contribución en %)*



Sector público: el déficit acumulado hasta julio impone riesgos al cumplimiento del objetivo oficial del 2,7%

El desvío con respecto a lo presupuestado para 2015 se debe principalmente a que el incremento de los ingresos efectivos y la reducción de los gastos de personal están siendo más lentos de lo previsto.

Gráfico 15
Gastos fiscales (comparación año anterior)*

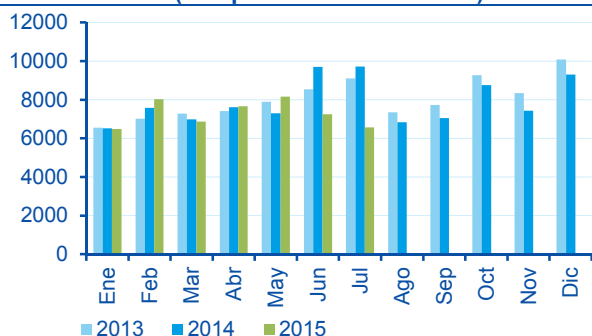


Gráfico 16
Ingresos fiscales (comparación año anterior)*

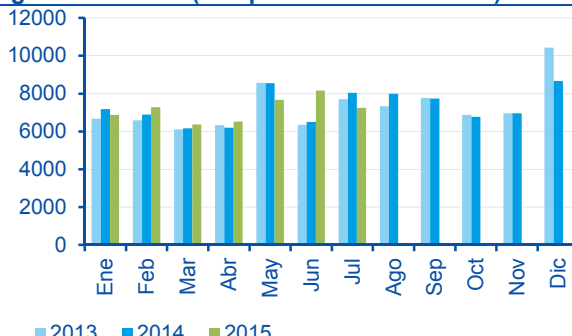


Gráfico 17
Deuda pública y privada (% del PIB)*

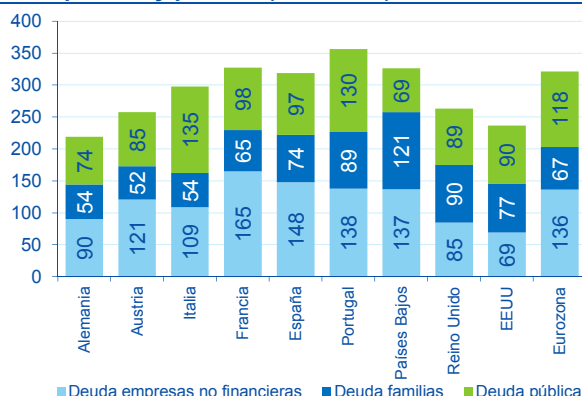
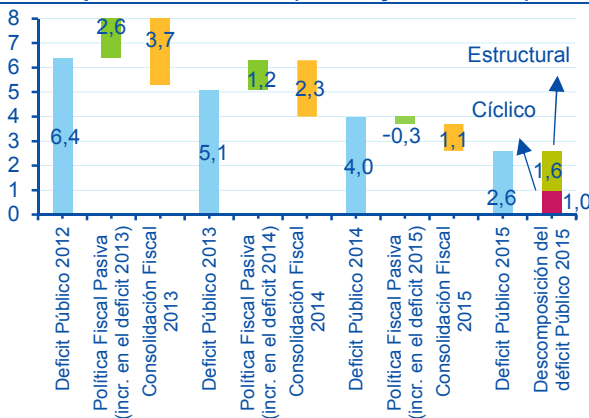


Gráfico 18
Descomp. de déficit fiscal (cíclico y estructural)*



* 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.