

## ANÁLISIS ECONÓMICO

## Portugal: reduciendo marchas

Miguel Jiménez / Agustín García / Massimo Trento / Josep Amer

**La sorpresa negativa en el PIB del tercer trimestre y el debilitamiento de los soportes de la economía tanto internos como externos nos llevan a revisar a la baja nuestra previsión de crecimiento para este año y el próximo. La demanda interna continuará siendo el principal motor de crecimiento, aunque una prolongación de la incertidumbre podría frenarla**

- Tras crecer un 0,5% t/t en cada uno de los tres trimestres anteriores, el PIB se estancó en el tercer trimestre de 2015, claramente por debajo de nuestra previsión de ligera moderación (0,4% t/t) (Gráfico 1). La composición del crecimiento todavía no se ha publicado, pero los datos conocidos apuntan a que la mayor sorpresa podría venir de la contribución negativa de la demanda interna y, en particular, de la caída de la inversión. Por el contrario, la mayor disminución de las importaciones respecto a las exportaciones habría resultado en una aportación positiva de las exportaciones netas.
- A lo largo del tercer trimestre de 2015 las confianzas se estabilizaron en niveles elevados (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 4T15 muestran una consolidación de la tendencia, con la confianza de los hogares especialmente sólida, compensada por la moderación en el sector servicios.
- Estos datos sólo se han reflejado en parte en los indicadores de actividad: la producción industrial se estancó tras el rebote de 2T15, mientras que las ventas minoristas crecieron un 1,6% t/t respecto al trimestre anterior, después de la reducción a lo largo de los tres meses anteriores (Gráficos 5 y 6). En cuanto al sector exterior, la caída de las exportaciones (-1% t/t), que podrían haber acusado la moderación de la demanda global, fue más que compensada por el desplome de las importaciones (-6,6% t/t), en parte relacionado con la contracción de la inversión y el menor dinamismo de las ventas al exterior (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 3T15 y en septiembre se situó en el 12,2%, 1,2 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 se desaceleraron de manera acusada (2,4% a/a en 2T15 tras 4,5% a/a del trimestre anterior), especialmente en su componente salarial (2,9% a/a tras 4,8% a/a), mientras que en el sector público los costes laborales se redujeron un -0,3% a/a (Gráfico 12).
- En octubre, la inflación general (IPCA) se ha desacelerado dos décimas hasta el 0,7% a/a, debido a la moderación del crecimiento tanto de los precios de los alimentos no elaborados como de otros componentes menos volátiles. En consecuencia, la inflación subyacente también registra una disminución de 0,2pp en octubre hasta el 0,9% a/a (Gráficos 13 y 14). Los bajos precios de las materias primas, unido a la moderación prevista del consumo privado a lo largo del año que viene, serán los principales responsables de la baja inflación en el horizonte de previsión, que prevemos que sea en media un 0,5% en 2015 y un 1% en 2016.
- Para el cuarto trimestre, aunque con información todavía limitada a datos de confianza, nuestro modelo MICA-BBVA apunta a que la economía podría estar creciendo alrededor de un 0,2% t/t (Gráfico 2). Este estancamiento en la segunda mitad de año contrasta con nuestra proyección de hace tres meses de un

ritmo de recuperación estable o incluso con algo de aceleración, por lo que ahora la previsión de crecimiento para 2015 se reduce en alrededor de 0,5pp, hasta el 1,5%.

- Durante los últimos meses, los principales factores que subyacen al crecimiento se han mantenido (bajos precios materias primas, política monetaria acomodaticia<sup>1</sup>, ausencia del ajuste fiscal) y lo continuarán apoyando, pero se ha producido un mayor deterioro del entorno global y un fuerte aumento de la incertidumbre política a nivel nacional. Por ello, a pesar de un euro algo más débil, esperamos un menor dinamismo de las exportaciones, que lastrarán a su vez las decisiones de inversión en un contexto de moderación de la demanda doméstica, y una mayor incertidumbre, lo que prácticamente explica nuestra revisión a la baja del crecimiento en 2016 (-0,7pp hasta el 1,3%). La baja inflación y la mejora del mercado de trabajo continuarán sosteniendo el consumo de los hogares, aunque de manera más moderada tras el fuerte crecimiento de este año, dado que el efecto positivo de algunos de los soportes positivos se irá desvaneciendo. En cuanto a la política fiscal, esperamos podría continuar siendo algo expansiva. Como resultado de todo ello, se moderará la contribución al crecimiento de la demanda interna hasta los 1,5pp, tras los 2,4pp previstos en 2015. A pesar de que ahora esperamos una mayor moderación de las importaciones, crecerán más que las ventas al exterior, por lo que las exportaciones netas deberían tener una contribución negativa en el horizonte de previsión. En conjunto, para 2016, continuamos esperando que la recuperación se consolide con un crecimiento trimestral moderado y relativamente estable de alrededor del 1,6% anualizado, aunque debido al efecto base de un crecimiento débil en la segunda mitad de este año resultará en un crecimiento medio anual de alrededor del 1,3%.
- El déficit de las Administraciones Públicas hasta septiembre de 2015 se situó en torno del 1,8% del PIB (EUR -3,2Mm) en el acumulado anual, unas cinco décimas menos que el registrado el año anterior, y nueve décimas por debajo del objetivo fijado para todo el 2015<sup>2</sup>. Esto se debe, sobre todo, al aumento de los ingresos fiscales (5,3%), combinado con una disminución del gasto (-0,9%) por el efecto base de la suspensión de los recortes en los salarios públicos, efectiva desde junio de 2014 (Gráfico 14). No obstante, el desempeño histórico de ingresos y gastos en los últimos meses del año pone en peligro no sólo las previsiones de déficit oficiales (Gobierno: 2,7%), sino también la salida del procedimiento de déficit excesivo, tal como estima el FMI, que prevé que Portugal registre un déficit del 3,1% del PIB a finales de año, en línea con nuestras previsiones (BBVA: 3,1%). Según nuestros cálculos, la política fiscal habría sido expansiva en 2015, ya que la reducción del déficit (alrededor de -0,6pp) habría respondido a la mejora cíclica de la economía (-1,1pp), mientras que el déficit estructural habría aumentado alrededor de 0,5pp hasta el 1,8% del PIB.

1: Para más información, véase [Situación Europa 4T15](#)

2: Cabe destacar que existen ingresos y gastos que afectan a la comparabilidad de los datos acumulados a septiembre por haberse efectuado en periodos distintos en ambos años.

**Portugal**

**Cuentas nacionales: se estanca la actividad en 3T15**

En 3T15, el PIB registra un crecimiento nulo, tras el 0,5% t/t de 2T15, debido principalmente a la caída de la demanda interna, mientras que las exportaciones netas contribuyeron positivamente. Nuestro modelo MICA BBVA, con muy pocos indicadores disponibles para 4T15, apunta que la economía avanzaría sólo marginalmente (0,2% t/t).

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

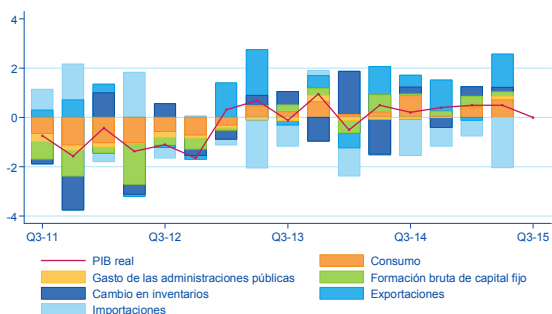
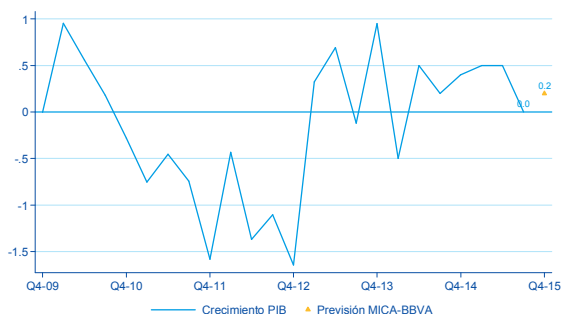


Gráfico 2  
**MICA-BBVA: Crecimiento del PIB y previsiones (%t/t)\***



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

Según el ESI, la confianza empresarial aumenta en octubre, tras dos meses de disminución, y se mantiene por encima de su media histórica. Respecto a 3T15, mejoran la confianza de los hogares y en las manufacturas, mientras que se modera en el sector servicios

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

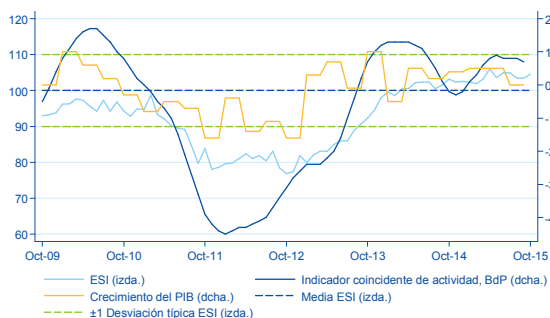
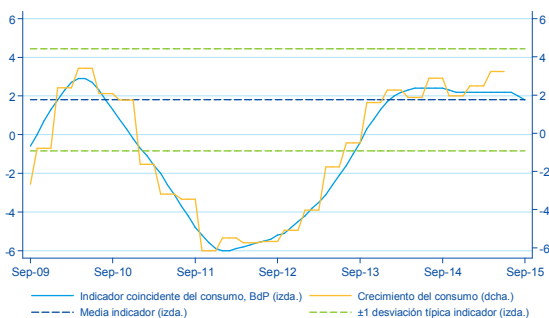


Gráfico 4  
**Indicador coincidente de consumo y cons. privado (%a/a)\***



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

La producción industrial no creció respecto al promedio de 2T15, cuando mejoró un 3% t/t. Por su parte, el comercio minorista registraron un aumento del 1,6% en el conjunto del tercer trimestre.

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

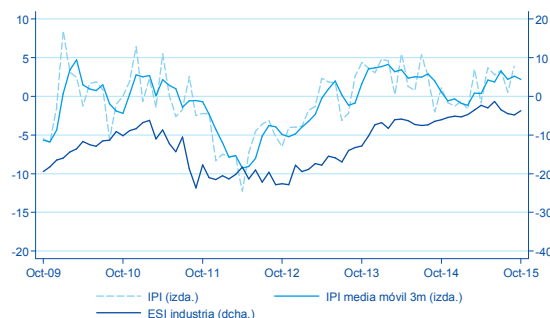
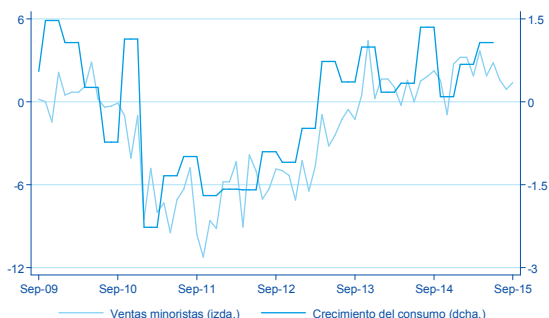


Gráfico 6  
**Ventas minoristas (% a/a) y consumo privado (%t/t)\***

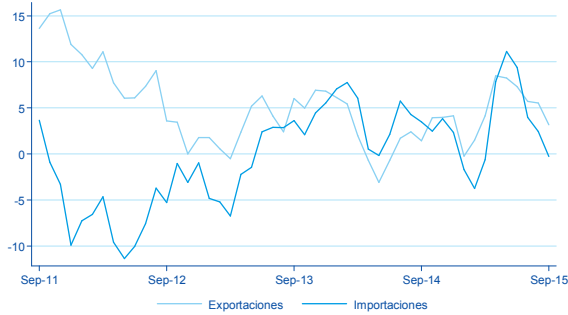


\* Fuente: HAVER y BBVA Research

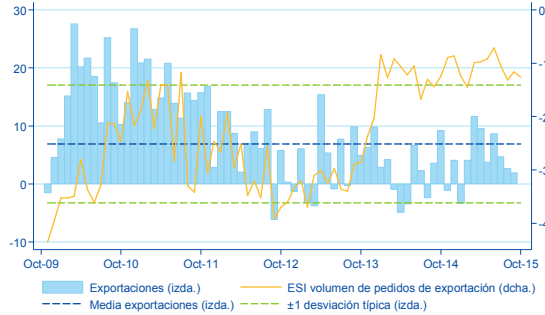
**Sector exterior: la menor demanda global afectó a las exportaciones de bienes en 3T15**

Pese a la mejora de septiembre, las exportaciones cayeron un 1% t/t en 3T15. Por otro lado, las importaciones se desplomaron (-6%), tras el notable aumento de 2T15 (9,3% t/t).

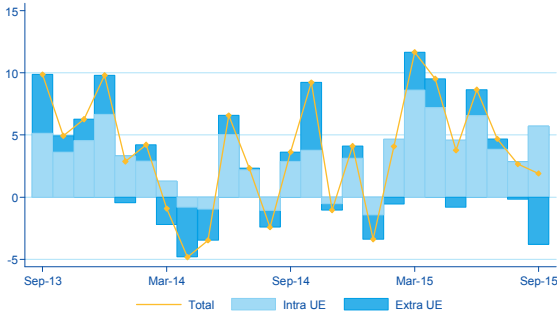
**Gráfico 7**  
**Exportaciones e importaciones (% a/a, MM3p)\***



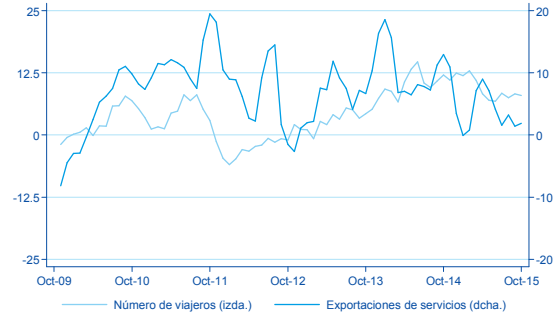
**Gráfico 8**  
**Exportaciones (% a/a) y pedidos de exportación\***



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



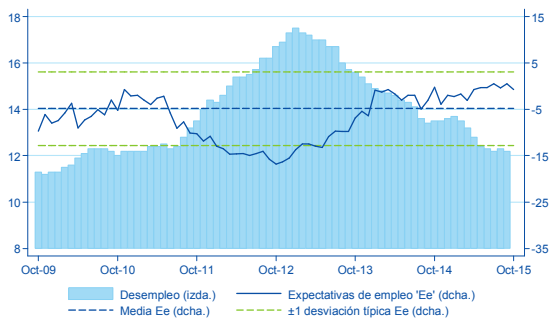
**Gráfico 10**  
**Turismo y export. de servicios (% a/a, MM3p)\***



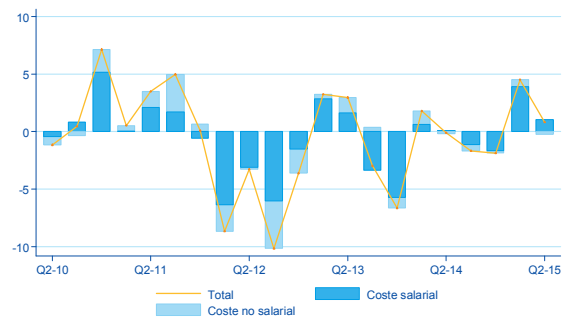
**Mercado laboral: continúa la reducción del desempleo**

Sigue disminuyendo de la tasa de desempleo en 3T15, registrando en septiembre un 12,2%, 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 (2,4% 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

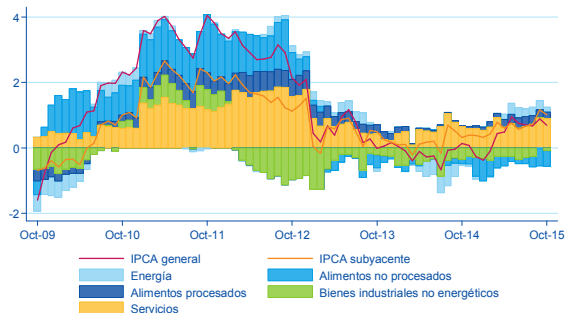
Precios: la inflación general y subyacente se moderan en octubre

La inflación general (IPCA) y la subyacente moderan en dos décimas su ritmo de expansión en octubre y se sitúan en el 0,7% a/a y 0,9% a/a, respectivamente, debido a una moderación del crecimiento tanto de los precios de los alimentos no elaborados como de otros componentes menos volátiles.

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



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



Sector público: el déficit podría ser mayor que la previsión del Gobierno del 2,7%

Los gastos hasta septiembre se reducen y aumentan los ingresos fiscales, pero el desempeño histórico de ambas componentes en los últimos meses del año pone en peligro no sólo las previsiones de déficit oficiales (Gobierno: 2,7%), sino también la salida del procedimiento de déficit excesivo.

Gráfico 15  
Gastos fiscales (comparación año anterior)\*

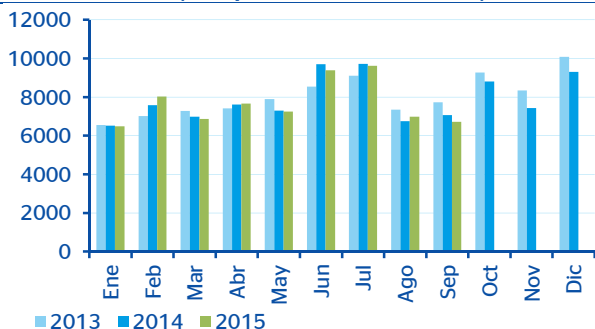


Gráfico 16  
Ingresos fiscales (comparación año anterior)\*

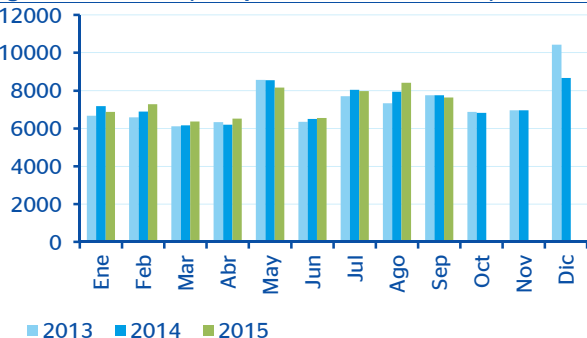


Gráfico 17  
Deuda pública y privada (% del PIB)\*

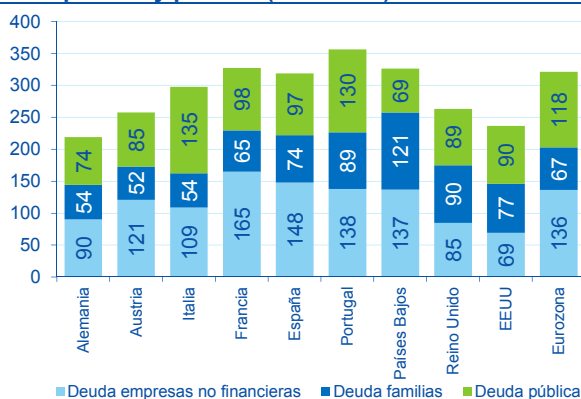
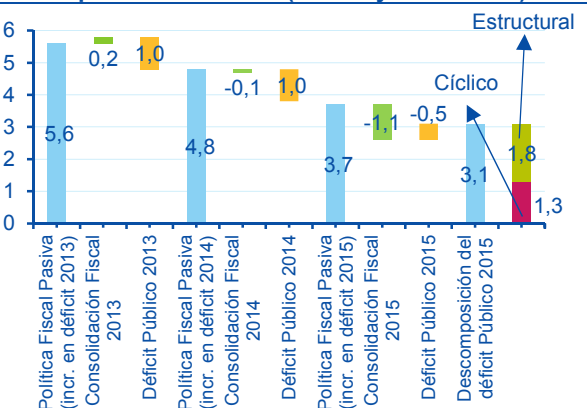


Gráfico 18  
Descomp. de déficit fiscal (cíclico y estructural)\*\*



\* Fuentes: HAVER y BBVA Research

\*\* Fuentes: HAVER, FMI 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.