

Observatorio Económico

Portugal

Madrid, 12 de junio de 2013
Análisis Económico

Unidad de Europa
Miguel Jiménez González-Anleo
Economista Jefe
mjjimenezg@bbva.com

Agustín García Serrador
Economista Senior
agustin.garcia@bbva.com

Sonia López Senra
Economista
sonia.lopez.senra@bbva.com

Diego Torres Torres
Economista
diego.torres.torres@bbva.com

Portugal: Se confirma la moderación de la recesión en T1

Apoiada por el rebote de las exportaciones que son la única fuente de crecimiento

- **El PIB se contrajo un -0,4% t/t en 1T13, en línea con lo esperado**

El INE, en su segunda estimación del PIB, ha revisado a la baja (-0,1pp) el crecimiento del primer trimestre de 2013 dejándolo en el -0,4% t/t (BBVA: -0,5% t/t en 1T13) y confirmando la significativa moderación del ritmo de deterioro de la actividad respecto al trimestre anterior (-1,8% t/t en 4T12). El desglose por componentes indica que la caída trimestral del PIB respondió principalmente a que la demanda interna drenó más crecimiento de lo previsto (-2,3pp tras -1,3pp en 4T12, BBVA: -1.2pp), si bien se debió fundamentalmente a la fuerte contribución negativa del stock de inventarios (-1,2pp), reflejando las pobres expectativas de demanda futura, mientras que la caída tanto del consumo privado (-0,7% t/t tras -2,4% en 4T12) como de la inversión (-2,8% t/t tras -4,4% en 4T12) se moderó significativamente, en línea con nuestras estimaciones.

La sorpresa positiva estuvo del lado de la demanda externa, ya que las exportaciones crecieron más de lo previsto (2,6% t/t tras -1,8% t/t en 4T12, BBVA:0,6% t/t), despejando algunas dudas sobre su sostenibilidad tras la fuerte caída de finales de 2012, mientras que las importaciones también sorprendieron con una caída mayor (-2,5% t/t tras -0,5% t/t en 4T12, BBVA: -1,3% t/t), reflejando y compensando en parte el fuerte proceso de desinversión en inventarios. Como resultado, las exportaciones netas volvieron a contribuir al crecimiento (+1,9pp tras -0,5pp en 4T12), más de lo anticipado (BBVA Research: 0,7pp).

- **Los datos reales y de confianza disponibles sugieren que la recesión será algo más moderada en 2T**

Según los datos reales disponibles para el segundo trimestre la demanda interna continuaría débil mientras que la demanda externa seguiría siendo la principal y única fuente de crecimiento. Por una parte, la tasa de crecimiento del comercio minorista en abril (+0.4% m/m) fue prácticamente plana, manteniendo el nivel observado en marzo, cuando se observó una fuerte caída que no fue suficiente para contrarrestar los buenos datos de enero y febrero. Por otra parte, la producción industrial se contrajo en abril con respecto a marzo un -3.7% m/m, drenando todo el crecimiento observado en el primer trimestre del año. También los pedidos industriales cayeron en abril (-3,5% a/a), debido al deterioro de los pedidos tanto nacionales como externos, pero especialmente de estos últimos. En cuanto al sector exterior, las exportaciones portuguesas aumentaron un 3,1% entre febrero y abril con respecto a los tres meses precedentes, mientras que las importaciones cayeron un -2.7%.

Como se ha mencionado previamente, la confianza en la economía portuguesa ha mejorado, como muestra el rebote del Indicador de Sentimiento Económico publicado por la Comisión Europea, que aumentó 1.8 puntos hasta 84.2 en mayo (volviendo a los niveles de mediados de 2011, cuando la economía estuvo prácticamente estancada). Esta mejora de la confianza se debió tanto a la industria como a los servicios y al comercio minorista, aunque la confianza del consumidor y la construcción volvieron a caer.

El empleo, mientras tanto, continúa mostrando signos de debilidad al aumentar 0,1pp en abril tras haberse mantenido en 17,7% en febrero y marzo.

- **Nuestro modelo MICA-BBVA estima que la moderación de la contracción económica continuará en el 2T (-0,3% t/t)**

Con los datos disponibles para 2T13, principalmente datos de confianza hasta mayo, nuestro modelo MICA-BBVA estima que la contracción económica en el segundo trimestre se moderaría aún más (-0,3%t/t tras -0,4% en 1T2013), frente a la estabilización que contemplábamos en nuestro escenario macroeconómico para este trimestre. No obstante, este dato algo peor de lo previsto se compensaría con la ligera sorpresa positiva de 1T13, por lo que mantenemos nuestra previsión de una caída del PIB del -2,3% para el conjunto de 2013, con la actividad creciendo ligeramente en el segundo semestre apoyada por la buena evolución de las exportaciones, lo que debería reflejarse también en una recuperación paulatina de la inversión.

- **Los datos de ejecución presupuestaria más el nuevo presupuesto adicional apuntan a que se cumplirá el objetivo de déficit (ahora del 5.5% del PIB)**

Los datos preliminares de enero-abril de 2013 indican que el déficit del gobierno general estuvo por debajo del límite fijado por el programa (unos 300 millones de euros menos, alcanzando un déficit de 2407 millones de euros -aproximadamente 1.45% del PIB-). Por otra parte, el déficit de la administración central y la seguridad social también estuvo por debajo de los límites fijados por el programa de ajuste económico (unos 530 millones de euros menos, alcanzando un déficit de 2469 millones de euros -aproximadamente 1.49% del PIB).

Por otra parte, el gobierno ha presentado a la Asamblea de la República el presupuesto adicional que incorpora, el nuevo objetivo de déficit (5.5% del PIB frente al 4.5% anterior), las nuevas previsiones económicas (-2,3% frente al -1% anterior) y las nuevas medidas para compensar el déficit adicional generado por la decisión del Tribunal Constitucional que anula algunos recortes del presupuesto inicial (equivalentes al 0,8% del PIB). Las nuevas medidas aprobadas provienen de mayores ingresos no fiscales (0,6pp) y el resto de una reducción adicional de gastos (0,5pp).

En resumen, un déficit en línea con lo planeado y la introducción de las nuevas medidas, hacen que mantengamos nuestro escenario central de consecución del déficit para el 2013 (fijado ahora en el 5,5% del PIB).

- **Incentivos fiscales para promover la inversión**

Ante un escenario de restricción del crédito, demanda interna débil y desempleo en aumento, el gobierno ha presentado, a finales de mayo, su plan para reactivar la inversión, lo que podría ayudar a su recuperación en un contexto de crecimiento de las exportaciones y cierta mejoría de la actividad en el conjunto de la zona euro:

- **Incentivos a la inversión en el impuesto de sociedades:** Las empresas que realicen inversiones de hasta 5 millones de euros entre el 1 de junio y el 31 de diciembre de 2013 podrán deducir del impuesto a sociedades hasta el 20% del monto invertido, siempre y cuando la deducción no supere el 70% del impuesto. Esta medida podría reducir, en algunos casos, el impuesto efectivamente pagado hasta el 7,5% desde el 25% actualmente vigente. Además, en el caso de que no se utilice todo el crédito obtenido se podrá utilizar el sobrante durante un periodo de 5 años. **Pago del IVA:** Desde el 1 de octubre de este año las empresas con unos ingresos no superiores a los 500 mil euros anuales podrán solicitar acogerse al criterio de caja para el pago del IVA. Con esta medida se espera mejorar la condición financiera de aproximadamente el 85% de las empresas portuguesas.

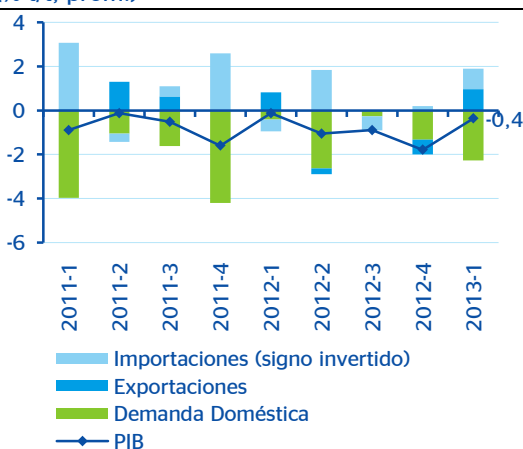
Tabla 1
Portugal: Crecimiento del PIB trimestral y sus componentes (%)

	1T12	2T12	3T12	4T12	1T13	
					Observado	BBVA Research
PIB	-0,1	-0,2	-0,1	-0,6	-0,2	0,1
Consumo privado	-1,8	-1,0	-0,3	-2,4	-0,7	-0,8
Consumo público	-1,1	-0,8	-1,6	-0,6	-1,1	-0,2
Inversión	1,9	-10,8	0,4	-4,4	-2,8	-1,8
Inventarios (1)	0,7	0,0	0,2	1,0	-1,2	-0,4
Demanda doméstica (1)	-0,4	-2,6	-0,3	-1,3	-2,3	-1,2
Exportaciones	2,3	-0,7	0,0	-1,8	2,6	0,6
Importaciones	1,4	-4,8	1,8	-0,5	-2,5	-1,3
Demanda externa (1)	0,3	1,6	-0,6	-0,5	1,9	0,7

(1) Contribución al crecimiento trimestral del PIB
Fuente: INE Portugal y BBVA Research

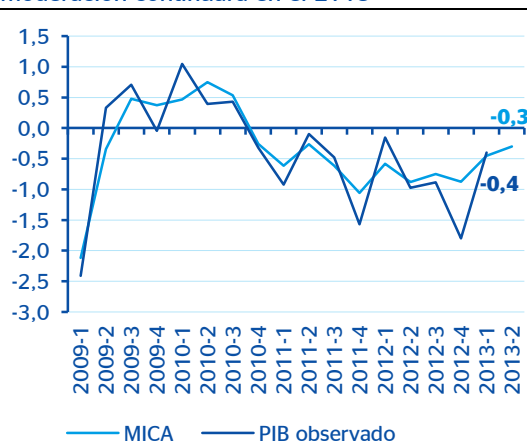
Con los datos disponibles estimamos que la contracción económica en el segundo trimestre se moderaría aún más.

Gráfico 1
Portugal: crecimiento del PIB y contribuciones (% t/t; prom.)



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

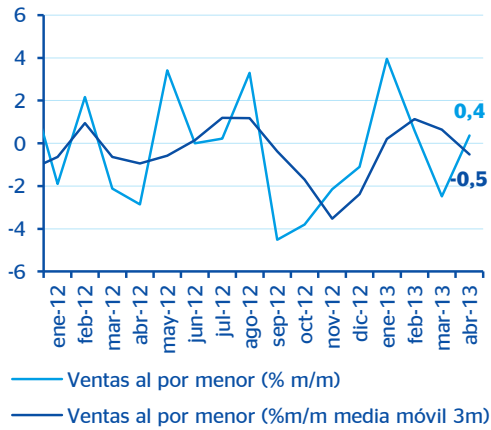
Gráfico 2
Portugal: MICA-BBVA y PIB observado (% t/t) la moderación continuará en el 2T13



Fuente: BBVA Research

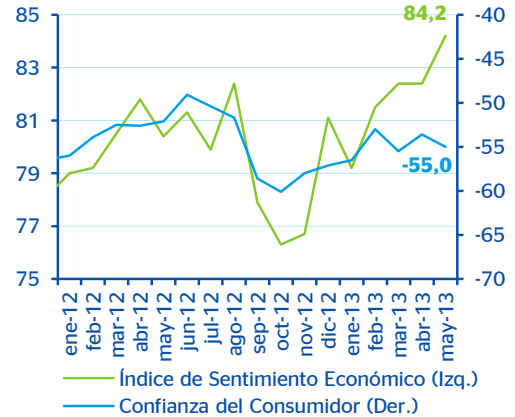
La evolución de las ventas minoristas, así como de la confianza del consumidor apuntan a que el consumo privado podría contraerse nuevamente en el segundo trimestre.

Gráfico 3
Comercio minorista



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

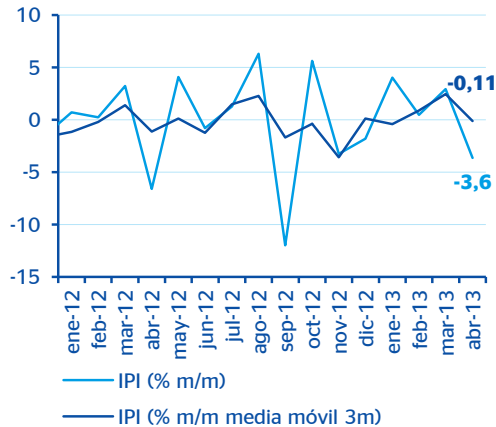
Gráfico 4
Portugal: sentimiento económico



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

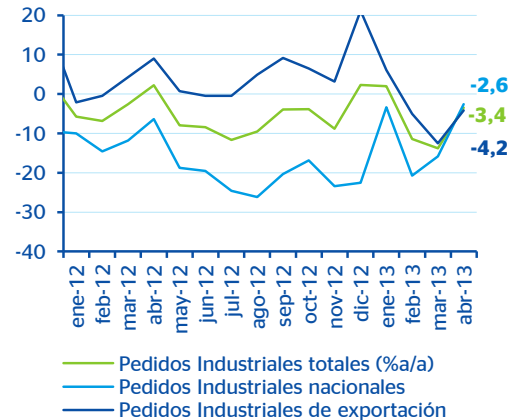
El deterioro de la producción industrial y la debilidad de los pedidos industriales sugiere que la inversión continuará contrayéndose en el 2T.

Gráfico 5
Portugal: producción industrial



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

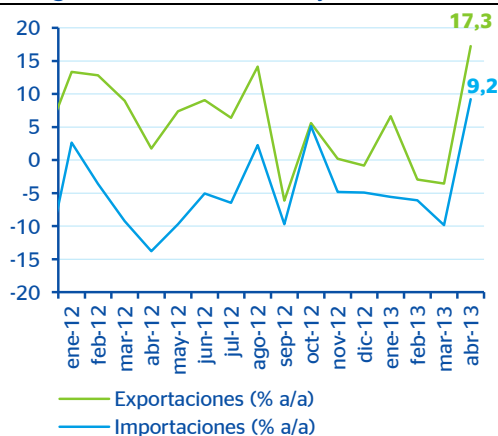
Gráfico 6
Portugal: Pedidos industriales



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

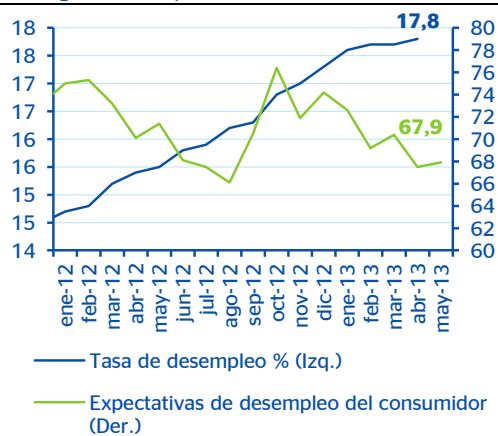
Los datos disponibles hasta la fecha de cierre de este informe parece indicar que el sector exterior continuará siendo la única fuente de crecimiento en 2T.

Gráfico 7
Portugal: sector exterior (sin ajuste estacional)



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Gráfico 8
Portugal: desempleo



Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: [www.bbva.com / Gobierno Corporativo](http://www.bbva.com/GobiernoCorporativo)".

BBVA es un banco supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.