

# Observatorio Económico

## Portugal

Madrid,  
19 de marzo de 2014  
Análisis Económico

Europa

Miguel Jiménez González-Anleo  
Economista Jefe  
mjimenezg@bbva.com

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

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

Pablo Budde  
pablo.budde@bbva.com

Massimo Trento  
massimo.trento@bbva.com

Con la colaboración de:

Dirección de Planeamiento  
y Gestión Financiera

Ana Claudino  
ana.claudino@bbva.pt

## Tras la sorpresa positiva de 4T13, la recuperación continúa a principios del año

### Nuestro modelo MICA-BBVA estima un crecimiento de +0,2% t/t en 1T14, con sesgos al alza

- **El crecimiento del PIB sorprendió al alza en 4T13, liderado por la inversión y las exportaciones**

El PIB creció un 0,6% t/t en el último trimestre de 2013, frente a unas previsiones de que la recuperación progresaría a un ritmo relativamente estable (alrededor de 0,2% t/t). Detrás de esta aceleración de la actividad está tanto la solidez de la inversión (3,3% t/t) como la aportación de las exportaciones netas (gráfico 1). A pesar de ello, tras las fuertes caídas de la actividad registradas a finales de 2012 y el primer trimestre de 2013, el PIB en el conjunto del año se contrajo un -1,4% (BBVA Research: -1,5%).

- **Las expectativas de los hogares continúan en su senda de recuperación y se reflejan en unas mayores ventas minoristas al inicio del año**

Desde principios del año pasado las expectativas de los hogares siguen mejorando, y son ya superiores a su media histórica (cerca de una desviación típica por encima). Parte de este optimismo podría deberse a la mejora en el mercado laboral y estaría detrás del impulso de las ventas minoristas que, dentro de un comportamiento más bien volátil, aumentan en enero, creciendo casi un 4% sobre la media de 4T13 (gráficos 4 y 6).

- **La producción industrial en línea de mejora y con indicios de mantenerse, dados los niveles más positivos de confianza empresarial**

Durante los dos últimos meses de 2013, el indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea mejoró significativamente, acercándose a los niveles de su media histórica; sin embargo en enero la confianza empresarial mejoró de forma más moderada y en febrero se ha registrado una caída del índice. Este nivel más elevado de confianza refleja la tendencia positiva observada en la producción industrial al final de 2013, y que continúa al inicio de 2014, impulsada por los pedidos del exterior que continúan siendo sólidos (gráfico 5).

- **Al inicio del año las exportaciones se incrementan, con mayor sesgo hacia los países de la eurozona**

Tras aumentar en 4T13, las exportaciones mantienen la tendencia de crecimiento a principios de 2014, incrementándose en enero un 1,9% sobre la media del trimestre anterior. El principal destino de estas exportaciones sigue siendo los países de la eurozona, cuya recuperación se observa desde el segundo trimestre de 2013 y es reflejo de la mejora de la actividad económica de los países miembros; por otra parte, las exportaciones dirigidas a países fuera de la eurozona se mantiene prácticamente estables (con unas ligeras caídas), quizás en parte por un euro más fuerte. Si a esto se añade que el indicador adelantado de volumen de pedidos se incrementa, todo apunta a que esta tendencia continuará y que las exportaciones netas podrían volver a contribuir al crecimiento en 1T14 (gráficos 7-10).
- **El modelo MICA-BBVA apunta a un crecimiento moderado en 1T14**

Con los datos disponibles hasta el momento, principalmente lo de confianza, nuestro modelo MICA-BBVA estima un crecimiento trimestral del PIB de alrededor del 0,2% t/t en 1T14 (frente al 0,1% t/t de nuestro escenario base, ver gráfico 2), lo que, sumado a la sorpresa positiva del crecimiento a finales de 2013 y la revisión al alza de 0,1pp en el crecimiento del PIB de 3T13, suponen un efecto arrastre positivo sobre el crecimiento de 2014 de alrededor de 0,3pp. Esto sesga al alza nuestra previsión para este año del 0,8%, lo que nos llevaría por encima del 1% si se mantiene el escenario de crecimiento moderado para el resto del año.
- **Baja el desempleo, principalmente por la creación de empleo, pero sigue en niveles elevados y por encima de la media de la eurozona**

La tasa de desempleo se ha mantenido en enero en el 15,3%, dentro de una clara tendencia bajista, con una reducción de 2,3pp en los últimos doce meses (17,6% en enero del 2013). En 4T13 se ha vuelto a crear empleo, continuando con la tendencia iniciada ya en el segundo trimestre de 2013 (gráfico 11).
- **La inflación, en tasas negativas por la fuerte caída de los precios de la energía**

La inflación general (IPCA) se moderó nuevamente en febrero hasta alcanzar tasas negativas (-0,1% a/a), debido fundamentalmente a la caída de los precios de la energía (-2,1% a/a) y de los transportes (-2% a/a), mientras que crecieron los precios de habitaciones, agua, luz, gas y de otros combustibles, por lo que la inflación subyacente se mantuvo en el 0,1% en febrero (gráficos 13 y 14).
- **El déficit de 2013 estuvo por debajo del objetivo, y los primeros datos de 2014 son positivos**

El de ajuste fiscal en 2013 fue mejor de lo esperado, con un déficit que se estima que rondaría el 4,5% del PIB (excluyendo la recapitalización de BANIF), por debajo del objetivo del 5,5%. Este buen desempeño se debió principalmente a unos mayores ingresos fiscales (13,1% y/y), muy por encima del incremento previsto (8,9% y/y) explicado en parte por el incremento del impuesto sobre la renta personal, por la mejora en el mercado laboral y la actividad económica recuperándose desde el segundo trimestre.

En enero de 2014, las cuentas de las administraciones públicas registraron un superávit de EUR 636 millones, lo que representa un buen inicio de año si lo comparamos con el dato de 2013 (EUR 114 millones) y la media 2011-2012 (EUR 398 millones). Detrás de este buen desempeño está el aumento de los ingresos fiscales, una mayor recaudación de impuestos indirectos y directos, principalmente estos últimos. Por otra parte, los gastos se mantienen prácticamente en los mismos niveles de hace un año (gráficos 15 y 16).

El 13 de marzo, el presidente de Portugal no promulgó el decreto que aumenta las contribuciones de los funcionarios públicos al sistema de salud (aproximadamente 0,1% del PIB). Este decreto formaba parte de las medidas supletorias presentadas para compensar la no aplicación de la convergencia de las pensiones, tras su anulación por parte del Tribunal Constitucional. Incluso al incluir la no aplicación de este decreto seguimos previendo que el déficit en 2014 podría quedar en línea con el objetivo fijado del 4%.

## Portugal

### Cuentas nacionales: la recuperación gana tracción en 4T13 y la economía crece más de lo esperado (0,6% t/t)

El PIB creció un 0,6% t/t en el último trimestre de 2013, más de lo esperado (BBVA: 0,2% t/t y Consenso: 0,1%). La solidez de la inversión y la aceleración de las exportaciones están detrás de este desempeño. La recuperación continuaría en 1T14 (+0,2% t/t)

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

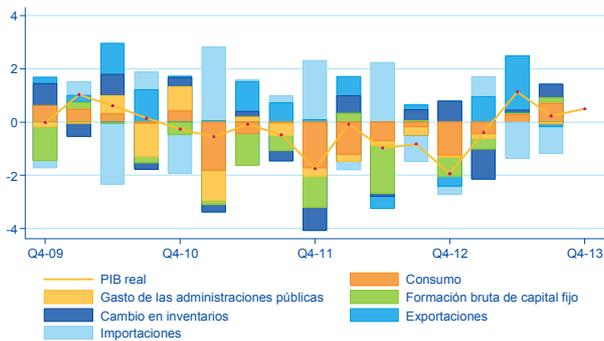


Gráfico 2  
MICA-BBVA: Crecimiento del PIB (%/t) y previsiones\*



### Confianza: en febrero se interrumpe la tendencia positiva iniciada hace un año

Según el indicador de la CE (ESI), la confianza empresarial sigue por debajo de su media histórica, registrando 98,6 puntos en febrero e interrumpiendo la tendencia de mejora que venía manteniendo desde hace un año. La confianza de los consumidores, sin embargo, sigue creciendo con fuerza.

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

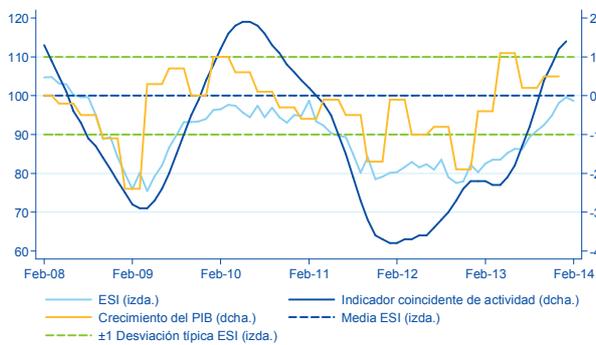
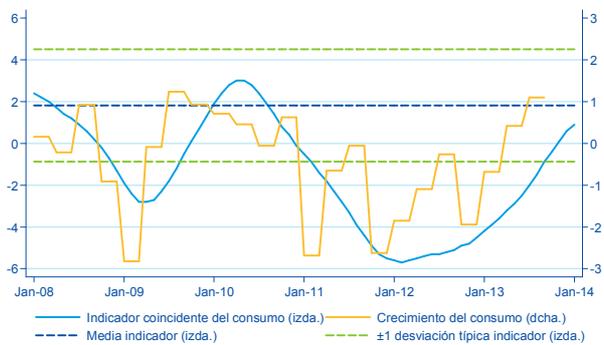


Gráfico 4  
Indicador coincidente de consumo y cons. privado (%/a)\*



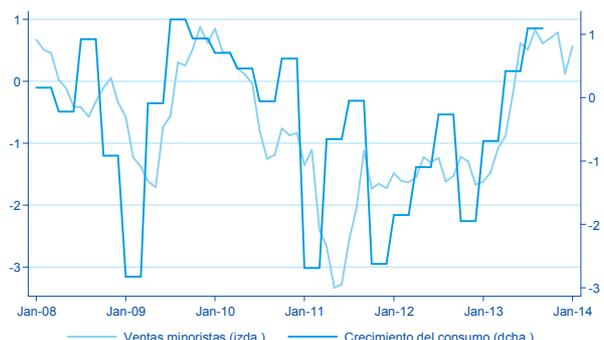
### Actividad: mejoran la producción industrial y el comercio minorista en enero

La producción industrial sigue aumentando de la mano de la demanda externa en enero y las ventas minoristas rebotan (6,7% m/m) tras haberse reducido un 1,7% t/t en 4T13.

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



Gráfico 6  
Ventas minoristas (% 3m/3m) y consumo privado (%/t)\*



\*Fuente: HAVER y BBVA Research

## Sector exterior: los pedidos para exportación apuntan a que las exportaciones seguirán creciendo en 1T14

En 4T13 las exportaciones han aumentado un 2,2% sobre 3T13, y con el dato de enero, mejoran en un 1,9% la media del trimestre anterior, mientras que el crecimiento de las importaciones, mucho más volátiles ha sido más brusco (5,4% m/m).

Gráfico 7  
**Exportaciones e importaciones (trimestralizado, cve %)\***

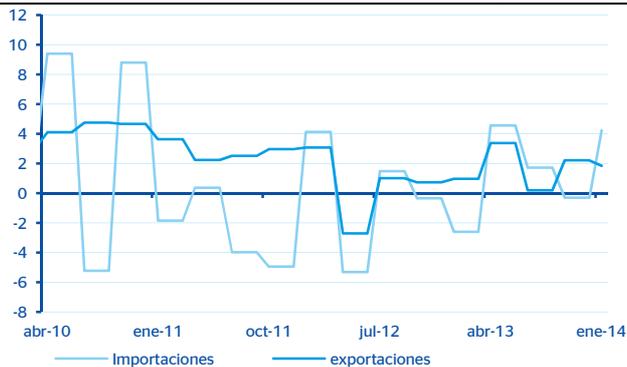


Gráfico 8  
**Exportaciones (% a/a) y pedidos de exportación\***



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

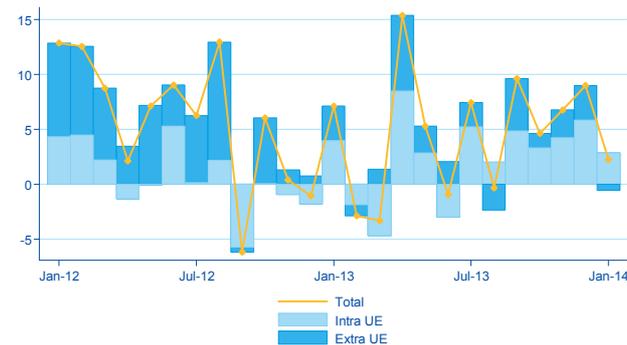


Gráfico 10  
**Turismo y exportaciones de servicios (% a/a)\***



## Mercado laboral: el desempleo sigue por encima de la media de la eurozona

La tasa de desempleo se mantiene estable en enero en el 15,3%, una mejora de 2,3pp si la comparamos con el dato de 2013. En 4T13 se ha vuelto a crear empleo, continuando con la tendencia iniciada ya en el segundo trimestre de 2013.

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



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



\* Fuente: HAVER y BBVA Research

## Precios: la inflación vuelve a tasas negativas en febrero

La inflación general (IPCA) se moderó nuevamente en febrero hasta alcanzar tasas negativas (-0,1% a/a), debido fundamentalmente a la caída de los precios de la energía (-2,1% a/a) y la subyacente se mantuvo en el 0,1% a/a.

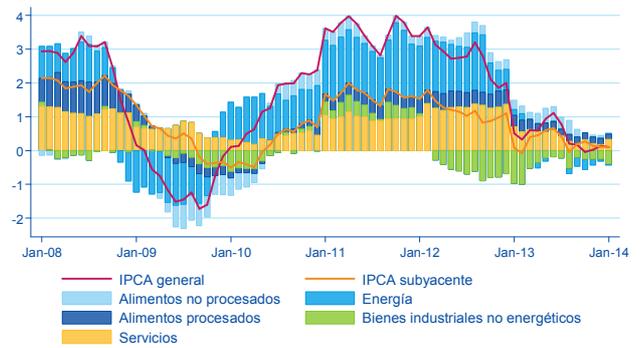
Gráfico 13

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



Gráfico 14

### Inflación por componentes (contribución en %)\*



## Sector público: los primeros datos de 2014 son positivos, gracias a unos ingresos elevados

En enero de 2014, las cuentas de las administraciones públicas registraron un superávit de EUR 636 millones, Detrás de este desempeño está la mayor recaudación de impuestos indirectos y directos, principalmente estos últimos.

Gráfico 15

### Gastos fiscales (comparación año anterior)\*



Gráfico 16

### Ingresos fiscales (comparación año anterior)\*



Gráfico 17

### Deuda pública y privada (% del PIB)

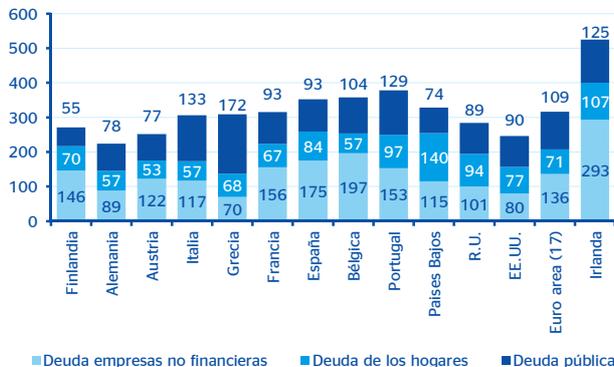
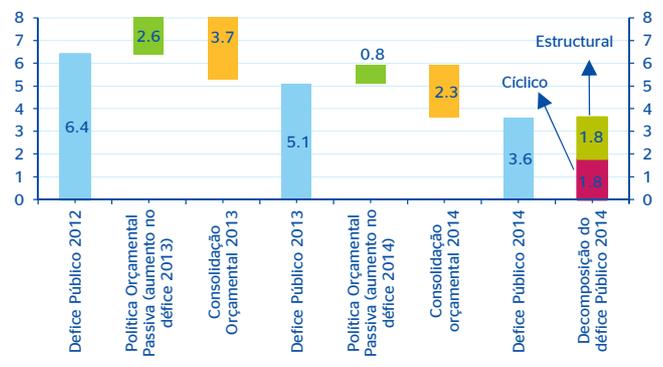


Gráfico 18

### Descomposición de déficit fiscal (cíclico y estructural)\*



\* Fuente: 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.