

ANÁLISIS ECONÓMICO

Portugal: crecimiento débil y previsiones sin cambios para 2016

Miguel Jiménez / Agustín García / Massimo Trento

La contabilidad nacional ha vuelto a deparar una cifra de crecimiento débil, algo por debajo de lo esperado, en el cuarto trimestre del año (0,2% t/t), y los datos más recientes de actividad no han sido positivos, a pesar de la mayor fortaleza de los de confianza. Para 2016, los menores precios de la energía deberían apoyar la demanda, pero la mayor incertidumbre sobre el crecimiento global y las variables financieras pueden tener un impacto sobre las exportaciones y la inversión, por lo que no cambiamos nuestra previsión de crecimiento del 1,3%. Dada esta previsión y los mayores diferenciales de tipos de la deuda, los riesgos de incumplimiento del objetivo de déficit son elevados.

Evolución reciente

- El crecimiento en Portugal ha sido débil y ha estado por debajo de lo previsto en la segunda mitad de 2015. Tras crecer un 0,5% t/t en los dos primeros trimestres de 2015 y estancarse en 3T15, el PIB volvió a crecer a finales de año (+0,2% t/t), pero algo por debajo de nuestra previsión de una mayor aceleración (Gráfico 1). La composición del crecimiento del cuarto trimestre todavía no se ha publicado, pero los datos conocidos apuntan a que la mayor sorpresa negativa 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 cuarto 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 1T16 muestran una tímida mejora, con la confianza de los hogares especialmente sólida, compensada por la moderación en el sector servicios.
- Estos datos relativamente robustos no se han reflejado de momento en los indicadores de actividad: la producción industrial se redujo por segundo trimestre consecutivo tras el rebote de 2T15, y las ventas minoristas cayeron un 2% t/t, después del aumento registrado a lo largo de los tres meses anteriores (Gráficos 5 y 6). En cuanto al sector exterior, la caída de las exportaciones de bienes (-0,3% t/t), fue más que compensada por la disminución de las importaciones, que ya cayeron con fuerza en 3T15 (-0,9% t/t en 4T15 tras -5,5% t/t), en parte relacionada 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 desde entonces y en diciembre se situó en el 11,8%, 1,6 puntos menos que un año antes (Gráfico 11). La creación de empleo se moderó en 3T15 (0,4% a/a tras 1,9% a/a en 2T15), creciendo por debajo de lo que se venía observando en los seis trimestres anteriores, aunque los datos disponibles hasta diciembre apuntan a que podría haber vuelto a acelerarse en 4T15 (1,3% sobre 3T15). Por otra parte, los costes laborales en el sector privado se aceleraron (2,5% a/a en 3T15, desde el 2,3% a/a en 2T15), especialmente en su componente salarial

(2,7% a/a, igual que el trimestre anterior), mientras que en el sector público los costes laborales se redujeron un 9,1% a/a (Gráfico 12).

- En enero, la inflación general (IPCA) se ha acelerado cuatro décimas hasta el 0,7% a/a, debido esencialmente a la parte subyacente de la tasa, que ha aumentado notablemente hasta 1,0% a/a, tras el +0,5% a/a de diciembre (Gráficos 13 y 14). Los bajos precios de las materias primas, unidos a la moderación prevista del consumo privado a lo largo de este año y el que viene, serán los principales responsables de la evolución de la inflación en el horizonte de previsión, que prevemos que sea en media un 0,9% en 2016 y un 1,5% en 2017.
- Para el primer trimestre de 2016, aunque con información todavía limitada a datos de confianza, nuestro modelo MICA-BBVA apunta a que la economía podría estar creciendo a un ritmo ligeramente superior, alrededor de un 0,3% t/t (Gráfico 2). La ralentización observada en la segunda mitad de 2015 contrasta con nuestra proyección de hace tres meses de un ritmo de recuperación algo mayor, por lo que ahora el crecimiento para el conjunto de 2015 habría sido del 1,4%, 0,1pp menos que en nuestra estimación de noviembre.

Previsión de crecimiento: sin cambios

- Durante los últimos meses, los principales factores que subyacen al crecimiento se han mantenido (bajos precios materias primas, política monetaria acomodaticia¹, menor 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, 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.
- 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 2015, dado que el efecto positivo de algunos de los soportes positivos se irá desvaneciendo.
- En cuanto a la política fiscal, esperamos que sea algo contractiva tras el anuncio de las nuevas medidas del gobierno para cumplir con los requerimientos de la CE. Como resultado de todo ello, se moderará la contribución al crecimiento de la demanda interna hasta los 1,4pp, tras los 2,3pp de 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 ligeramente 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 que resultará en un crecimiento medio anual de alrededor del 1,3%, sin cambios respecto a nuestras previsiones de hace tres meses. Nuestra primera previsión para 2017 refleja un mejor desempeño de la demanda doméstica, en especial modo de la inversión, que debería crecer a un ritmo robusto (4,5% tras el 1,8% previsto para este año), mientras que el aumento en paralelo de exportaciones e importaciones debería terminar en una leve aportación negativa. Con todo, prevemos que el PIB aumentará un 1,6% en 2017.

1: Para más información, véase [Situación Europa 1T16](#)

Política fiscal y aprobación del presupuesto

- El presupuesto para 2016 acaba de ser aprobado en el parlamento – aunque le voto definitivo será el 16 de marzo tras el plazo de enmiendas - tras las discusiones mantenidas con la Comisión Europea sobre el proyecto que presentaron a principios de año. Las principales discrepancias se centraron en el optimismo del escenario económico presentado por entonces y, principalmente, en el tratamiento de las medidas temporales en la determinación del esfuerzo fiscal. Además, al no cumplir con la corrección del déficit excesivo en 2015, Portugal está sujeto al componente preventivo del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y a la regla de reducción de la deuda a partir de 2016, por lo que, según los cálculos de la Comisión Europea (recomendación de julio de 2015), el ajuste fiscal necesario debería ser de alrededor de 0,6pp del PIB este año, lo que contrastaba con la primera valoración de la Comisión (con un deterioro fiscal del componente estructural y una desviación significativa de la recomendación).
- Por ello, el gobierno detalló más medidas a principios de febrero por una valor de alrededor de 1,1 millones de euros en 2016 (0,6% del PIB), centradas principalmente en el lado de los ingresos (impuestos especiales, vehículos, tabaco, contribuciones de los bancos al Fondo de Resolución, así como la retirada de la reducción de seguridad social sobre salarios bajos y la exención de algunos impuestos sobre inversión y fondos de pensiones y nuevo régimen fiscal para la revaloración de los activos de las empresas) y mucho menos en los gastos (contratación pública, así como más controles y seguimiento de la Seguridad Social). De estas nuevas medidas, unos 845 millones de euro corresponderían a medidas estructurales (0,5% del PIB) y en parte compensarían la reversión de anteriores medidas de consolidación. Como resultado, la CE estima que el esfuerzo fiscal reflejado en el presupuesto sería entre 0,1pp y 0,2pp del PIB, por lo que la desviación respecto a la recomendación de julio de pasado año no sería significativa y aceptó el presupuesto.
- Por lo tanto, el presupuesto para 2016 contempla una reducción del déficit hasta el 2,2% del PIB desde el 4,3% registrado en 2015, que sería el resultado de un esfuerzo fiscal de alrededor de 0,3pp del PIB (de acuerdo al gobierno), de la mejora esperada del componente cíclico (alrededor de 0,7pp del PIB) y de la desaparición del efecto temporal de la inyección de capital a Banif (alrededor de 1,1pp del PIB).
- No obstante, los riesgos de desviación son altos, sobre todo porque las perspectivas económicas del gobierno siguen siendo, en nuestra opinión, optimistas (a pesar de haberlas rebajado el gobierno hasta el 1,8%, nuestra previsión es del 1,3%), mientras que el aumento de las tensiones financieras podría terminar pesando sobre el pago de intereses de la deuda. De acuerdo a nuestras previsiones, una mejora cíclica de las cuentas públicas algo más moderada (alrededor de 0,4pp del PIB) y un aumento del pago de intereses de alrededor de una décima podrían situar el déficit este año alrededor del 2,6% del PIB.

Portugal

Cuentas nacionales: decepcionante crecimiento en 4T15 (0,2% t/t)

El ligero crecimiento del PIB se debe principalmente a la recuperación de la demanda externa neta, resultado de un fuerte aumento de las exportaciones de bienes y servicios. Por otro lado, la caída de la inversión ha lastrado la demanda doméstica. Nuestro modelo MICA BBVA, con muy pocos indicadores disponibles para 1T16, apunta que la economía avanzaría sólo marginalmente (0,3% t/t).

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

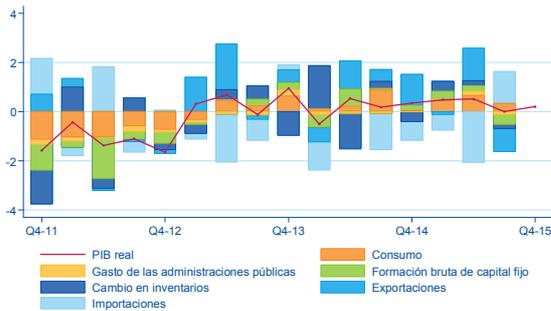


Gráfico 2
MICA-BBVA: Crecimiento del PIB y previsiones (%t/t)*



Confianza: el índice de sentimiento económico estable en 4T15

Según el ESI, la confianza empresarial se mantiene prácticamente estable en 4T15 por encima de su media histórica. Por componentes, mejora la confianza en las manufacturas, mientras que cae en el sector servicios y entre los consumidores.

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

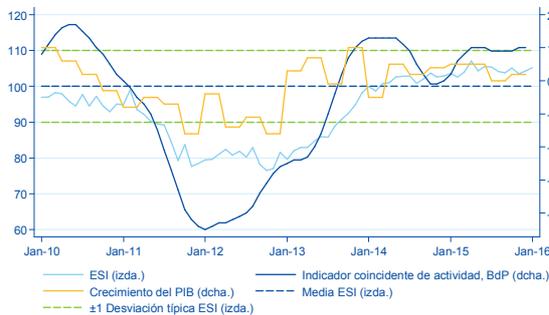
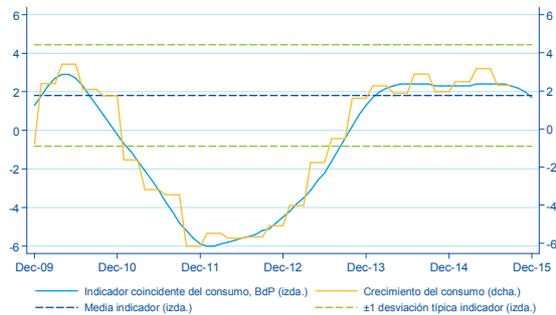


Gráfico 4
Indicador coincidente de consumo y cons. privado (%a/a)*



Actividad: caen la producción industrial y las ventas minoristas

La producción industrial se redujo un 0,6% t/t respecto al promedio de 3T15, cuando ya cayó 0,2% t/t. Del mismo modo, el comercio minorista registró una caída del 2% en el conjunto del cuarto trimestre de 2015.

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 siguió afectando a las exportaciones de bienes

Pese a moderar su caída, las exportaciones disminuyeron un 0,2% t/t en 4T15. Por otro lado, las importaciones continuaron reduciéndose (-0,9% t/t), tras el desplome registrado ya en 3T15 (-5,5% t/t).

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



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

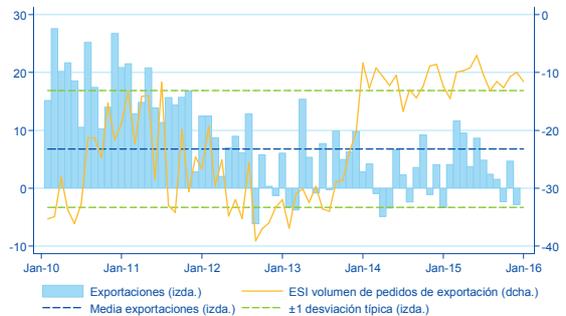


Gráfico 9
Comercio internacional por destino (% a/a, sa)*

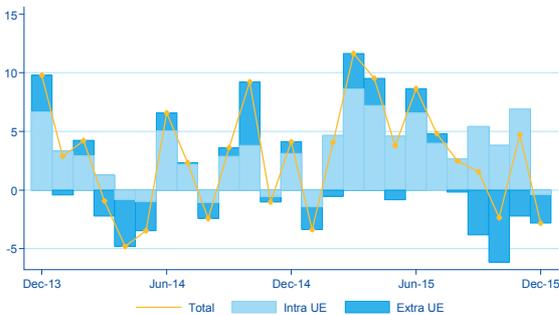
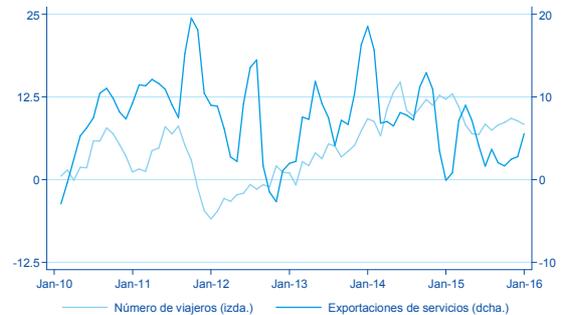


Gráfico 10
Turismo y export. de servicios (% a/a, MM3p)*



Mercado laboral: continúa la reducción del desempleo

Sigue disminuyendo de la tasa de desempleo en 4T15, registrando en diciembre un 11,8%, gracias a la posible aceleración en la creación de empleo tras la moderación de 3T15. Por su parte, aumentan a ritmo estable los salarios privados (2,7% a/a en 3T15)

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



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



* Fuentes: HAVER y BBVA Research

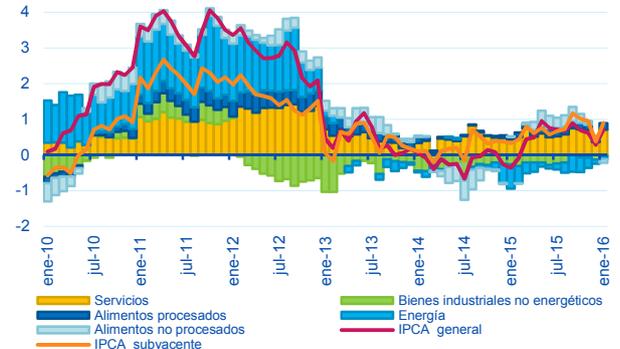
Precios: la inflación general y subyacente se aceleran en enero

En enero, la inflación general (IPCA) se ha acelerado cuatro décimas hasta el 0,7% a/a, debido esencialmente a la parte subyacente de la tasa, que ha aumentado notablemente hasta 1,0% a/a, tras el +0,5% a/a de diciembre

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



Gráfico 14
Inflación por componentes (contribución en %)*



Sector público: reducción del déficit, pero con riesgos de incumplimiento

De acuerdo a nuestras previsiones, una mejora cíclica de las cuentas públicas (alrededor de 0,4pp del PIB) y un aumento del pago de intereses de alrededor de una décima podrían situar el déficit este año alrededor del 2,6% del PIB.

Gráfico 15
Gastos fiscales (comparación año anterior)*

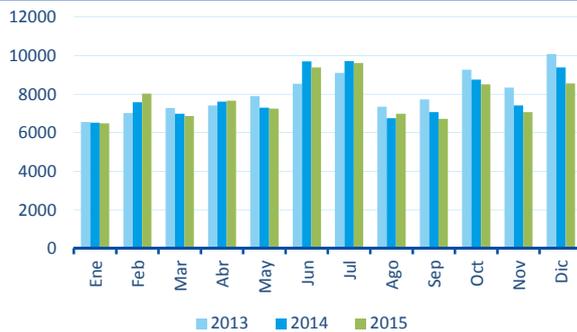


Gráfico 16
Ingresos fiscales (comparación año anterior)*

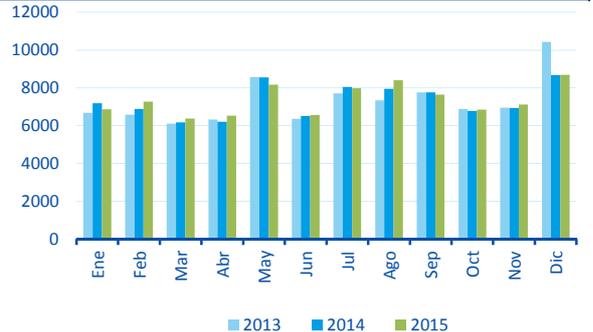


Gráfico 17
Deuda pública y privada (% del PIB)*

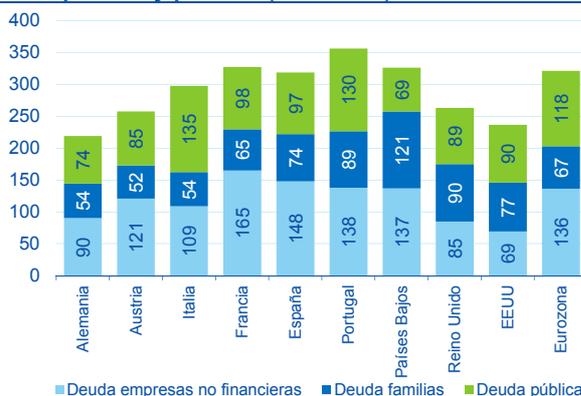
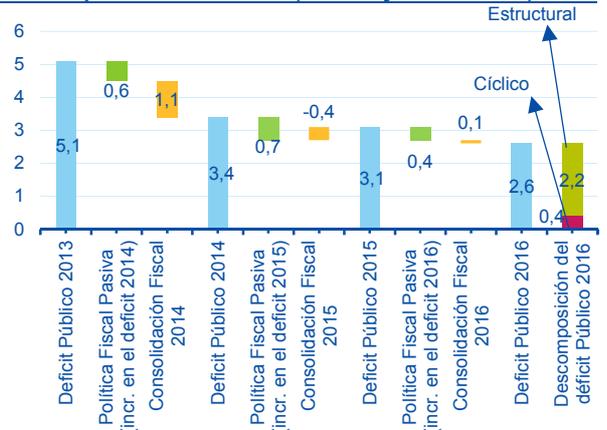


Gráfico 18
Descomp. de déficit fiscal (cíclico y estructural)**



* Fuentes: HAVER y BBVA Research

** Fuentes: HAVER y BBVA Research, excluyendo one-offs

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.