

ANÁLISIS ECONÓMICO

Portugal: se mantiene la previsión de una recuperación moderada

Agustín García Serrador / Miguel Jiménez

La debilidad de la recuperación se ha extendido a principios de año por el deterioro de algunos factores externos. A pesar de un desempeño algo peor de lo esperado, mantenemos sin cambios la previsión de crecimiento para 2016-17 en 1,4% y 1,6%, respectivamente, respecto a hace tres meses, gracias a una mejora gradual de la demanda externa, a algo menos de incertidumbre interna y a las nuevas medidas del BCE

Evolución reciente

- Según el dato avanzado de Contabilidad Nacional, **el PIB creció un 0,1% t/t en 1T16, por debajo de lo que preveía nuestro modelo de corto plazo** (MICA-BBVA: 0,3% t/t; Consenso: 0,4% t/t), lo que **significa que se extiende la debilidad de la recuperación experimentada desde mediados de 2015 a principios de 2016**. Aunque no se conocen los resultados detallados de la composición del PIB, los datos disponibles apuntan a que **este débil crecimiento seguiría estando apoyado en el consumo privado, mientras que la inversión habría caído nuevamente**, lastrada por la incertidumbre y, sobre todo, por la caída de **las exportaciones**.
- A pesar de la caída registrada en marzo, **las ventas al por menor rebotaron en enero y febrero**, para situarse algo más del 4% por encima de la media de 4T15 (cuando cayeron un -2% t/t), lo que supone tasas por encima incluso de las observadas a principios de 2015 cuando el consumo privado avanzaba a un ritmo de casi el 1% t/t. Por otra parte, **la producción industrial continúa sin mostrar señales claras de recuperación**, al volver a caer en marzo tras crecer a principios de año, por lo que en el primer trimestre se redujo alrededor de un 1% respecto a 4T15. Sólo aumentó la producción de bienes de consumo, mientras que retrocedió nuevamente la de bienes de capital y se estancó la de bienes intermedios. **Finalmente, los datos hasta febrero de balanza comercial muestran una intensificación en la caída de las exportaciones** a un ritmo algo mayor de lo que lo hicieron las importaciones, por lo que podría haberse reducido algo la contribución positiva (trimestral) de las exportaciones netas al crecimiento.
- **Desde mediados de 2015 se ha observado una clara ralentización en el ritmo de mejora del mercado laboral**, con una tasa de paro que se estabilizó alrededor del 12,3% (tras caer desde algo más del 17% a principios de 2013) **debido fundamentalmente al estancamiento del empleo** durante la segunda mitad del año. **Y la ligera reducción de la tasa de paro en algo más de 0,1pp hasta el 12,1% en 1T16 obedeció a una mayor caída de la población activa, más que a un aumento del empleo**. Esta mejora más gradual debería continuar en los próximos meses alentada por un crecimiento muy moderado. Un poco más preocupante es el **aumento de los costes laborales unitarios en 2015** (1,6%, una décima más que en la zona euro) que podrían señalar el final de las ganancias de competitividad de la economía portuguesa **en un contexto de debilidad de la demanda global**.
- **El índice de sentimiento económico** de la Comisión Europea se mantuvo estable en 1T16, por encima de la media histórica y **mejoró claramente en abril, impulsado por las mejores expectativas del**

sector servicios y, en menor medida en la industria, que continúa reflejando las dudas sobre la mejora de las expectativas de los pedidos procedentes del exterior.

- Nuestro **modelo MICA-BBVA, con datos todavía muy escasos para el segundo trimestre, estima que el crecimiento del PIB podría mantenerse en tasas alrededor del 0,4% t/t en 2T16.**

Previsiones sin cambios en 2016-17

- **Durante los últimos tres meses**, se ha producido un **ligero empeoramiento de algunos de los factores globales** que subyacen al crecimiento, como el menor apoyo de los precios de las materias primas y un euro algo más apreciado, así como la moderación de los pedidos del exterior, aunque los datos más recientes apuntan a que los riesgos una moderación brusca de la demanda global son limitados. **A nivel doméstico, aunque la incertidumbre en torno a la política económica sigue siendo significativa, se ha reducido algo** tras la aprobación de los presupuestos para 2016 y el mantenimiento de la calificación de la deuda soberana, **y debería beneficiarse de las nuevas medidas extraordinarias del BCE** para impulsar el crédito y ayudar a mitigar los problemas asociados al sistema bancario. Por todo ello, **mantenemos las previsiones de crecimiento del PIB en el 1,4% para 2016 y en el 1,6%, para 2017**, lo que supone un **crecimiento modesto y relativamente estable, pero más equilibrado**, con unas exportaciones netas que lastrarán mucho menos la actividad, junto con una moderación de la contribución de la demanda interna (Tabla 1).
- **El consumo privado debería perder fuelle en 2016 y 2017 debido a la subida de los impuestos indirectos y al repunte previsto de la inflación, por un lado, pero también por una mejora mucho más moderada del mercado de trabajo.** No obstante, podría seguir creciendo un 1,7% en 2016 y un 1,5% en 2017, ya que a corto plazo continúan algunas medidas para impulsar las rentas más bajas así como el aumento del salario mínimo. **También se prevé un crecimiento de la inversión más moderado en 2016** (2,1% tras casi 4% en 2015), sobre todo por la significativa caída registrada en la inversión de maquinaria y bienes de equipo en la segunda mitad del año pasado y la todavía débil demanda externa. **Para 2017, prevemos que el aumento de la inversión gane impulso hasta casi un 4%**, apoyado en mejora gradual del entorno global, y de la zona euro en particular, así como la facilidad de las condiciones de financiación. **El consumo público podría moderarse ligeramente debido una política fiscal algo contractiva** tras las nuevas medidas propuestas por el gobierno. Se anunció un ajuste fiscal de alrededor de 0,3pp del PIB que, unido a la mejora cíclica y descontando los efectos *one-off* (alrededor de 1,2pp en 2015), deberían reducir el déficit hasta el -2,2% del PIB en 2016. Dado nuestro escenario de crecimiento algo más moderado que el del gobierno, prevemos que el déficit se sitúe en torno al -2,6% del PIB. Y, a pesar de una mayor resistencia que en otros países de la zona euro, las exportaciones se resentirán de la menor demanda global y crecerán algo menos que las importaciones, por lo que **las exportaciones netas podrían restar algo de crecimiento en 2016-17, pero lejos de lo que lo hicieron en 2014-15.**
- Los bajos precios del petróleo junto con la moderación del consumo privado serán los principales responsables de la **baja inflación** que prevemos, **del 0,5% en media para 2016, algo mayor que en la zona euro debido al aumento de los impuestos indirectos**, y que aumentará hasta el 1,3% en 2017.

Portugal

Cuentas nacionales: se extiende la debilidad de la recuperación a 1T16 (0,1% t/t)

El débil crecimiento podía haber continuado apoyado en el consumo privado y público, mientras que las exportaciones habrían caído, lastrando también la inversión. Nuestro modelo MICA BBVA estima que el crecimiento del PIB podría ganar algo de impulso hasta el 0,4% t/t en 2T16.

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

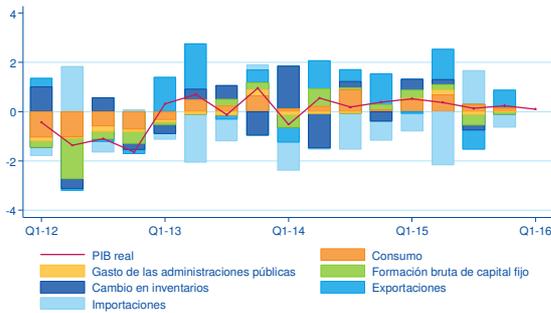


Gráfico 2
MICA-BBVA: cto. del PIB y previsiones (%t/t)*



Confianza: estable en 1T16 y clara mejora en abril

Según el ESI, la confianza empresarial se mantuvo estable en 1T16 por encima de su media histórica. La mejora en abril estuvo impulsada por el sector servicios y contrasta con el empeoramiento en la confianza industrial que se achaca a la menor demanda externa.

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

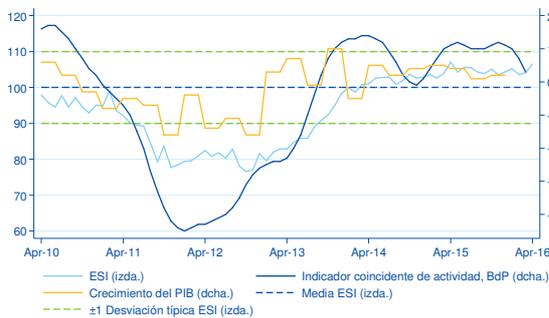
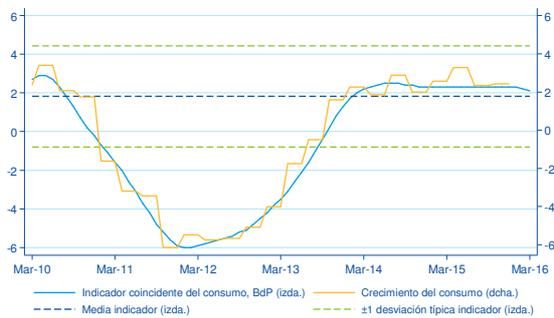


Gráfico 4
Indicador coincidente de consumo y cons. privado (%a/a)*



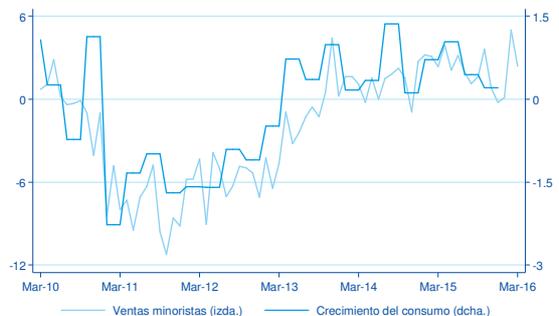
Actividad: rebote de las ventas minoristas, pero cae la producción industrial en 1T16

La producción industrial se redujo un 1% t/t respecto al promedio de 4T15, a pesar de aumentar en enero y febrero. Por el contrario, las ventas minoristas aumentaron algo más del 4% t/t en 1T16 y apuntan a un crecimiento robusto del consumo privado.

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

Los datos de balanza comercial hasta febrero apuntan a una intensificación en la caída de las exportaciones y a un ritmo mayor que el de las importaciones, así que podría reducirse algo la contribución positiva de las exportaciones netas al crecimiento.

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



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

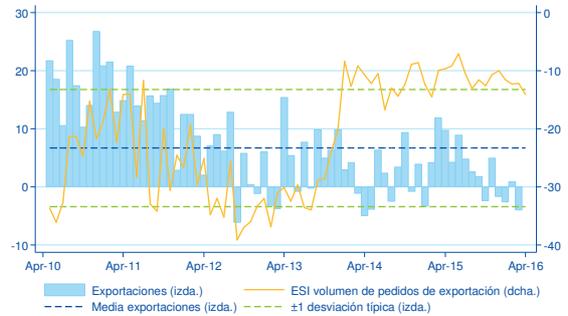
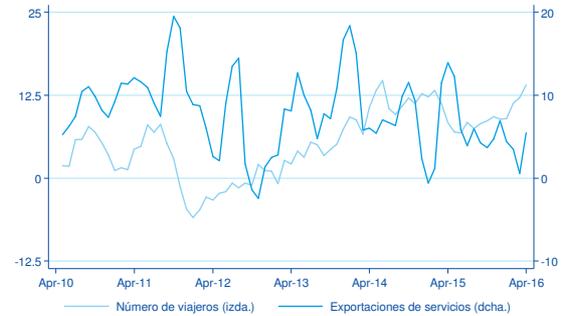


Gráfico 9
Comercio internacional por destino (% a/a, sa)*



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



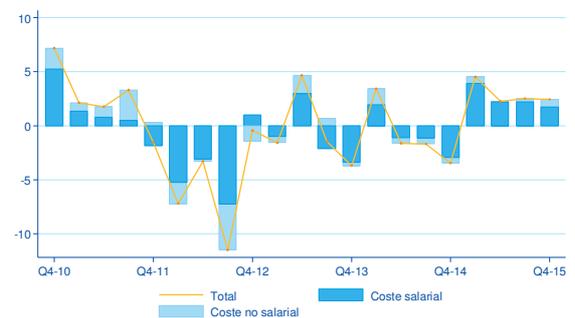
Mercado laboral: se ralentiza la mejora por la debilidad en la creación de empleo

La ligera reducción de la tasa de desempleo en algo más de 0,1pp hasta el 12,1 en 1T16 obedeció a una mayor caída de la población activa que del empleo, tras haberse estancado en 2S15. El aumento de los costes laborales en 2015, aunque contenido, podría afectar a la competitividad de la economía en un contexto de debilidad de la demanda global.

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 aumentan en marzo, pero continúan muy bajas

En marzo, la inflación se aceleró en 0,3pp hasta el 0,5% a/a debido especialmente al rebote del componente subyacente (1%) que revertió la caída de febrero y que en parte se habría debido al efecto de una semana más temprana este año, y a una menor caída de los precios de los productos energéticos. Descontando la volatilidad de los últimos meses, la inflación general continúa muy baja, fluctuando alrededor del 0,4% a/a desde finales de 2015, y la subyacente en torno al 0,8% a/a.

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

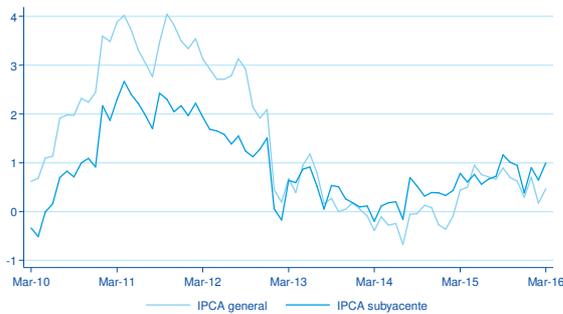
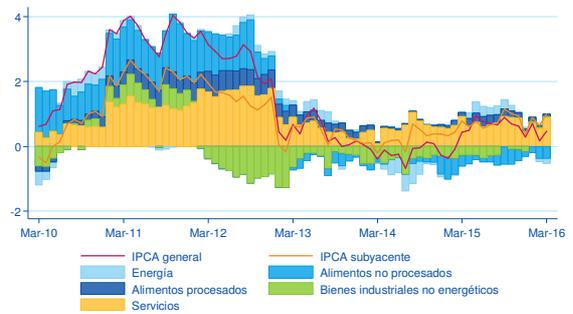


Gráfico 14
Inflación por componentes (contribución en %)*



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

El programa de estabilidad recoge un ajuste fiscal de alrededor de 0,3pp del PIB, que unido a la mejora cíclica de la economía y descontando los efectos *one-off* (alrededor de 1,2pp en 2015) sustentarían la reducción del déficit hasta el 2,2% del PIB. Nuestro escenario, menos optimista, apunta a que el déficit podría situarse en el 2,6% del PIB.

Gráfico 15
Gastos fiscales (comparación año anterior)*

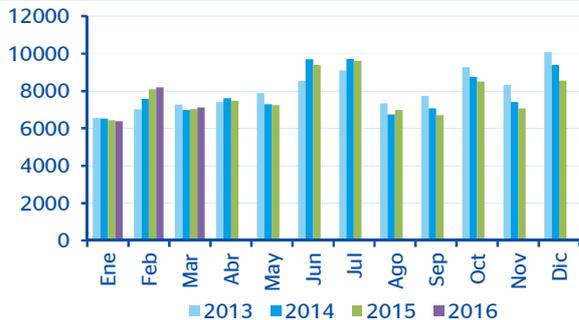


Gráfico 16
Ingresos fiscales (comparación año anterior)*

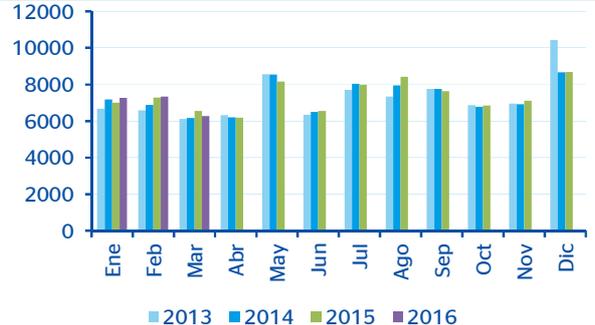


Gráfico 17
Deuda pública y privada (% del PIB)*

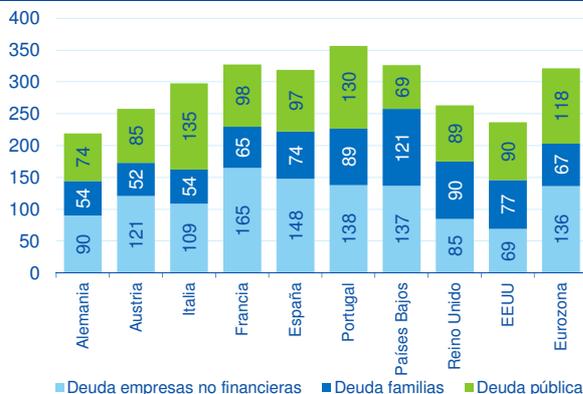
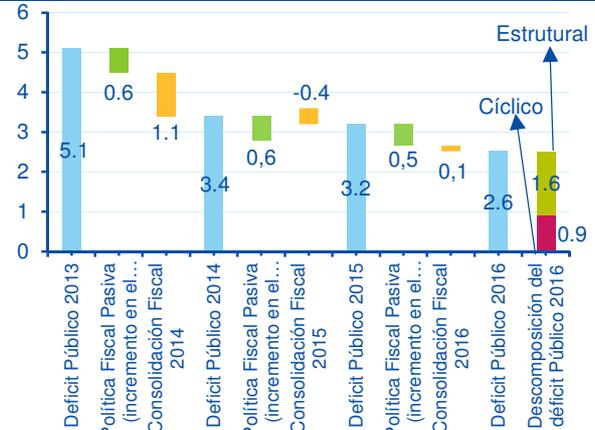


Gráfico 18
Descomp. de déficit fiscal (cíclico y estructural)**



* Fuentes: HAVER y BBVA Research

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

Tabla 1

Portugal: Previsiones de crecimiento del PIB e inflación

Tasa a/a	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Consumo privado	2.4	-3.6	-5.5	-1.2	2.2	2.6	1.7	1.5
Consumo público	-1.3	-3.8	-3.3	-2.0	-0.5	0.6	0.3	0.1
Formación bruta de capital fijo	-0.9	-12.5	-16.6	-5.1	2.8	3.9	2.1	4.4
Inventarios (*)	1.0	-0.6	-0.3	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0
Demanda Interna (*)	2.1	-6.4	-7.6	-2.0	2.2	2.5	1.5	1.8
Exportaciones	9.5	7.0	3.4	7.0	3.9	5.2	2.9	4.4
Importaciones	7.8	-5.8	-6.3	4.7	7.2	7.4	3.1	4.6
Exportaciones netas (*)	-0.2	4.6	3.6	0.8	-1.3	-1.0	-0.2	-0.2
PIB	1.9	-1.8	-4.0	-1.1	0.9	1.5	1.4	1.6
Inflación	1.4	3.6	2.8	0.4	-0.2	0.5	0.5	1.3

(*) Contribuciones al crecimiento.
Fuente: 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.