

ANÁLISIS ECONÓMICO

Portugal: se revisan al alza las previsiones de crecimiento del PIB para 2017 hasta el 1,7%

Myriam Montañez

El crecimiento de la economía portuguesa durante el 4T16 alcanzó el 0,6% t/t¹, volviendo a sorprender al alza (previsión BBVA Research 0,3% t/t), aunque mostrando un nivel inferior al observado el trimestre anterior (0,9% t/t). Dado lo anterior, **Portugal cerró 2016 con un aumento del PIB del 1,4% a/a**, inferior al 1,6% a/a registrado en 2015, pero **ligeramente superior a la previsión de BBVA Research** a mediados del año pasado (1,2%).

En base a los datos disponibles hasta el momento, BBVA Research estima que el crecimiento en 1T17 se situaría alrededor del 0,2% t/t, por debajo de lo observado en trimestres anteriores (ver Gráfico 2). Pese a ello, **se espera que el PIB portugués aumente en 2017 un 1,7% a/a, por encima de lo previsto en noviembre pasado** (1,3% a/a), en línea con el sesgo positivo anticipado en anteriores ediciones de este observatorio. Aunque se percibe que algunos factores que han venido apoyando el crecimiento de la demanda interna pueden ser transitorios, de consolidarse la recuperación de la inversión y de mantenerse el crecimiento de las exportaciones la evolución de la economía podría continuar sorprendiendo al alza. **Hacia 2018 se espera que el crecimiento pueda mantenerse cercano al 1,7% a/a**. Entre los factores que apoyarán el desempeño de la economía portuguesa durante los próximos trimestres se encuentra, por ejemplo, un entorno mundial que favorecerá el incremento de las ventas de bienes y servicios al exterior. Asimismo, algunos riesgos han tenido un impacto inferior al que previamente se estimaba (i.e. *brexit*, incertidumbre sobre la política económica). Por otro lado, los tipos de interés continuarán en niveles bajos, mientras que no se prevé que la política fiscal sea un lastre para el crecimiento de la demanda interna. En cualquier caso, continúan las dudas acerca de qué tan sólida será la recuperación de la inversión en un entorno de elevado endeudamiento público y privado. Asimismo, persiste la incertidumbre sobre la reestructuración del sistema financiero portugués. Finalmente, será importante determinar la sostenibilidad de los incrementos observados recientemente en el consumo de las familias dado el bajo nivel de la tasa de ahorro de los hogares.

Continúa la recuperación del consumo de las familias

La demanda doméstica, tras haber drenado crecimiento durante el 3T16, **volvió a contribuir positivamente a la actividad económica en el último trimestre del año pasado** (1,6pp de aportación al crecimiento trimestral respecto a 3T16, CVEC), casi triplicando la aportación media realizada en la primera mitad del año (0,6pp) (ver Gráfico 1). La sorpresa al alza del consumo privado y la inversión ha sido el motivo para el buen comportamiento de la demanda nacional en los últimos tres meses de 2016. A pesar de ello, la debilidad mostrada por la formación bruta de capital (FBC), especialmente durante el 1T16 y 3T16, explica que la demanda doméstica **cierre el año con una aportación de 1,5pp al crecimiento anual**, inferior a la observada en 2015 (2,6pp).

Por un lado, **el consumo privado ha acelerado su mejora durante el 4T16** (1,2% t/t, aportando 8 décimas al avance trimestral del PIB), con un crecimiento del 3,1% a/a, apoyado por el impulso de la demanda embalsada durante el período de crisis, la reducción de la incertidumbre en el mercado laboral dado el

¹ Datos Corregidos de Variación Estacional y Calendario (CVEC). Todas las variaciones trimestrales (t/t) y mensuales (m/m) de este documento están calculadas sobre datos CVEC.

crecimiento del empleo y una política monetaria expansiva que ha reducido los tipos de interés y aumentado la disponibilidad de crédito (véase el Gráfico 5). Esto supuso un avance promedio del 2,2% a/a en el conjunto de 2016 respecto a 2015.

Por otro lado, el consumo público continúa con su atonía (0,5% a/a y 0,3% t/t en 4T) y concluyendo 2016 con un ligero incremento de 0,8% respecto a 2015. Estos bajos crecimientos en el consumo público **se explican en parte por el cumplimiento del objetivo de déficit en 2016**. De hecho, y según cifras de ejecución presupuestaria, el déficit acumulado a lo largo del año se situó en el 2,3% del PIB, lo que supone una reducción de 3 décimas frente al déficit de 2015 (véase el Gráfico 6). **A falta de conocer la cifra de déficit público en términos de Contabilidad Nacional, todo apunta a que finalmente Portugal cumplirá con el objetivo fijado para el conjunto del año (2,5% del PIB) e incluso podría reducirlo alguna décima.**

Incertidumbre sobre la evolución de la inversión

Por su parte, **ha sido la inversión el componente que explica en mayor medida el cambio de rumbo de la demanda interna respecto al trimestre anterior**. Así, y tras caídas cercanas al 2,9% t/t en 3T16, la FBC aumentó un 5% t/t durante el último trimestre del año (2,6% a/a), contribuyendo en 8 décimas al crecimiento trimestral del PIB. La inversión en construcción y, en menor medida en material de transporte, han sido las partidas que más han aportado a la recuperación. En cualquier caso, dada la volatilidad de los datos y el “efecto rebote” que podría estarse observando como consecuencia de la debilidad mostrada durante el trimestre anterior, aún se debe tomar con cautela el avance. De hecho, y pese a lo positivo del último trimestre, la inversión cierra 2016 con una caída promedio del 0,9% a/a. El repunte de la inversión podría estar relacionado con la buena evolución observada en el sector industrial (véase el Gráfico 4). **A pesar de ello, la incertidumbre que continúa enfrentando el sector productivo queda reflejada en las caídas de las nuevas operaciones de crédito a empresas** (véase el Gráfico 5).

Las importaciones recuperan su dinamismo y contrarrestan el buen desempeño de las exportaciones

La demanda externa neta volvió a contribuir negativamente al crecimiento en 4T16, tras la sorpresa positiva del trimestre anterior. Así, tras la aportación de 1,2pp al avance trimestral del PIB en 3T16, el sector exterior drenó 1pp al crecimiento del último trimestre del año (véase el Gráfico 1). **La recuperación de las importaciones** (4,5% t/t y 7,4% a/a en 4T) **confirmó el carácter transitorio de la caída observada en 3T16**, compensando la **buena evolución de las exportaciones**. Así, las ventas hacia el exterior de los bienes y servicios portugueses se incrementaron a un ritmo cercano al 2,5% t/t (6,4% a/a). Esto supone un 4,4% más de exportaciones y 4,4% más de importaciones en promedio en 2016 respecto a 2015, lo que supuso una aportación ligeramente negativa de la demanda externa al crecimiento promedio del año (0,1pp).

El empleo se desacelera, aunque continúa aumentando a un fuerte ritmo

Los datos publicados correspondientes al 4T16 reducen ligeramente la mejoría observada en 3T16. En concreto, tras el crecimiento del 0,9% t/t durante el tercer trimestre del año, en 4T16 la ocupación registró un avance de 0,6% t/t (1,8% a/a), manteniendo el número de empleados por encima de los 4,6 millones de personas. En este caso, mientras los servicios y el sector primario han reducido su ocupación respecto al trimestre anterior, la industria y el sector construcción han aportado a partes iguales al crecimiento de la empleo en el último trimestre del año, respecto al trimestre anterior, corrigiendo de estacionalidad y efecto calendario los datos.

1T17: el crecimiento podría revertir y situarse en el 0,2% t/t

Los primeros datos conocidos correspondientes a enero muestran una ligera desaceleración del consumo privado en tasas algo menores a las observadas en el último trimestre del año y a una estabilización de la inversión (véase el Gráfico 3). Así, en el caso de las ventas minoristas el dato de enero mostró un crecimiento del 2% a/a (frente al 4,3% a/a promedio entre octubre y diciembre). Por su parte, la producción industrial, que siguió un comportamiento de menos a más durante el 4T16, registró un incremento del 2,7% a/a en enero, inferior al repunte de diciembre (4,3% a/a), pero superior al promedio de crecimientos anuales que venía mostrando entre octubre y diciembre (2% a/a promedio de los tres meses).

Por otro lado, tanto el **Indicador Coincidente de Actividad como el Indicador Coincidente de Consumo**² correspondientes a enero muestran **ligeras mejorías** respecto a los últimos meses de 2016. En concreto, en enero se ha registrado un crecimiento de 1,2% a/a y 2,5% a/a en los Indicadores Coincidentes de Actividad y Consumo, respectivamente (frente al promedio de crecimientos de 0,9% a/a y 2,3% a/a entre octubre y diciembre, respectivamente). El **Indicador de Sentimiento Económico (ESI)** publicado por la Comisión Europea, **continuó con el avance** ya mostrado a finales del pasado año y entre enero y febrero aumentó ligeramente sus registros hasta un promedio de 110 puntos, desde el promedio de 108,6 puntos en los tres últimos meses de 2016. La misma señal emite el primer dato de empleo del año, con un crecimiento que se mantiene en el 0,4% m/m por segundo mes consecutivo.

Por último, **los datos mensuales de empleo muestran un crecimiento del 0,5% a/a en enero**, estabilizando los avances observados entre octubre y diciembre (promedio 0,6% a/a). **Lo anterior supone una caída del empleo del 0,2% m/m (CVEC) respecto a diciembre.**

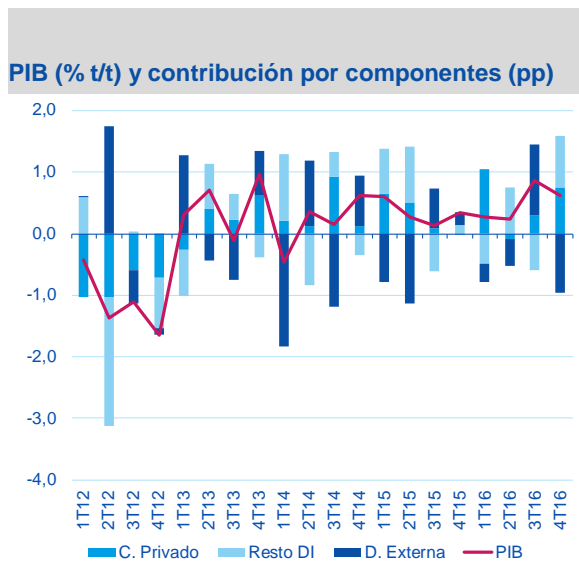
Así, y aunque los indicadores conocidos muestran por lo general avances positivos, los desequilibrios aún existentes y la sostenibilidad de los crecimientos observados tanto en la demanda interna como en la inversión continúan generando dudas sobre el ritmo de recuperación de la actividad económica en Portugal. Así, y considerando temporales los incrementos del consumo privado y la inversión en 4T16, **el PIB podría situarse en el entorno del 0,2% t/t para ir ganando dinamismo a lo largo del año con tasas más cercanas al 0,4% t/t.** Esta evolución, junto con la revisión al alza de la estimación para 2016, **eleva la previsión para 2017 hasta el 1,7% a/a** (desde el 1,3% anterior), confirmando los sesgos positivos adelantados en las últimas publicaciones. Al igual que en 2017, **el crecimiento de 2018 (que volvería a situarse en el 1,7%), vendría dado por una demanda interna que aceleraría las contribuciones observadas en 2016 y una demanda externa que aumentará sus contribuciones negativas.**

Por un lado, se espera que el **consumo privado se mantenga dinámico a lo largo de 2017 y 2018** apoyado por la mejora de la riqueza neta de las familias, la disminución de la incertidumbre, la continuación de una política monetaria expansiva y una política fiscal que debería mantenerse de neutral a ligeramente contractiva. Además, de confirmarse las señales de la inversión, **podría consolidarse un entorno de mejora de competitividad de las empresas portuguesas.** Lo anterior junto con las expectativas positivas de crecimiento tanto en Europa como en mercados emergentes, auguran el mantenimiento de un entorno de dinamismo para las exportaciones del país. Por último y pese a la recuperación esperada de las exportaciones, la demanda externa continuaría drenando crecimiento, dado el impulso que la mejora de la inversión y el consumo privado generarán en las importaciones.

² Indicadores publicados por el Banco de Portugal que sintetizan la información más relevante acerca de la actividad económica y el consumo en el país.

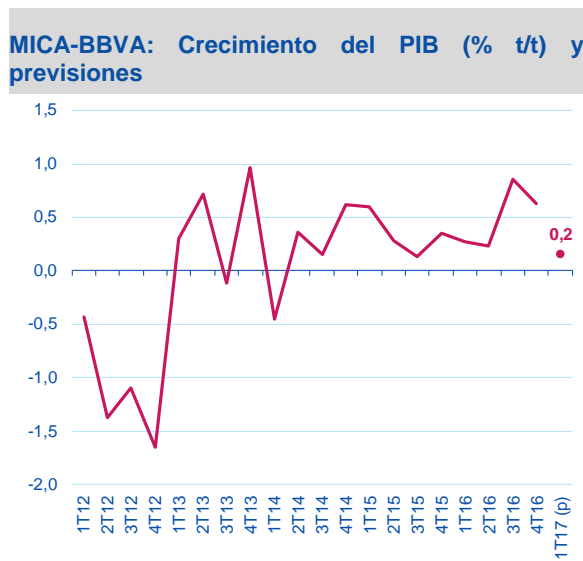
Principales indicadores de actividad

Gráfico 1



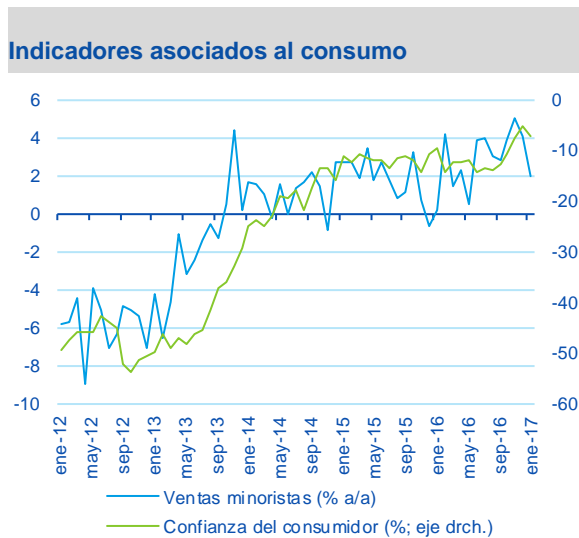
Fuente: BBVA Research a partir de Haver

Gráfico 2



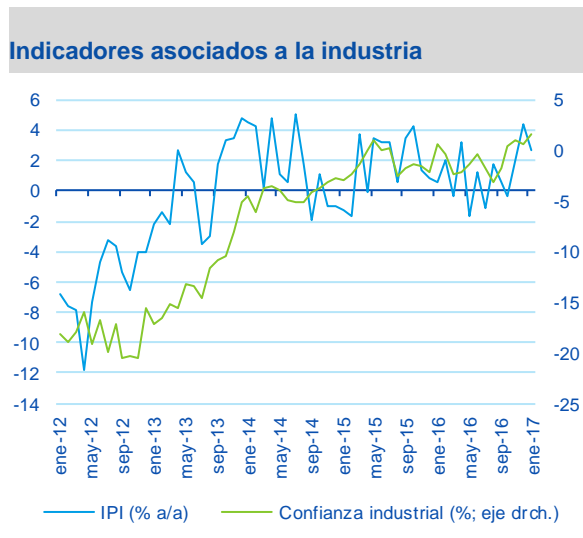
Fuente: BBVA Research a partir de Haver

Gráfico 3



Fuente: BBVA Research a partir de Haver

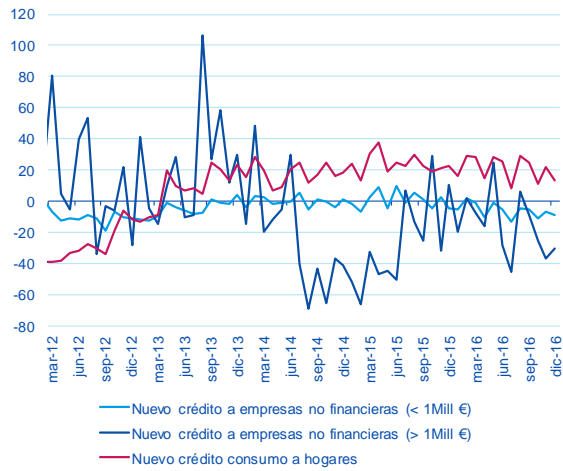
Gráfico 4



Fuente: BBVA Research a partir de Haver

Gráfico 5

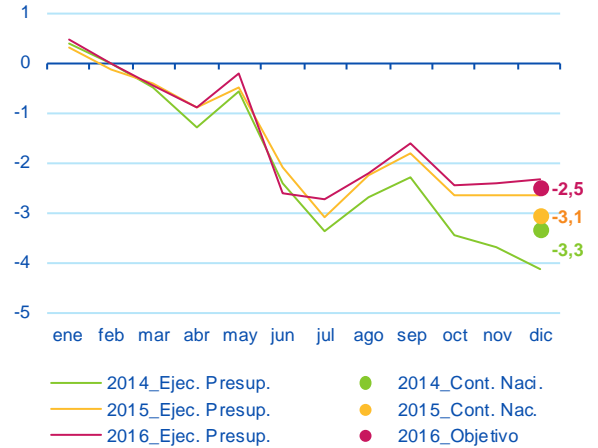
Nuevo crédito a empresas y hogares (% a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de Haver

Gráfico 6

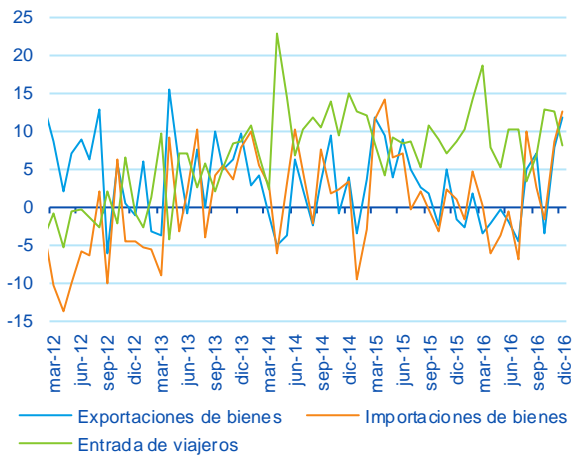
Déficit Fiscal: Ejecución presupuestaria y Contabilidad Nacional (% PIB, sin incluir ayudas al sector financiero)



Fuente: BBVA Research a partir de Haver

Gráfico 7

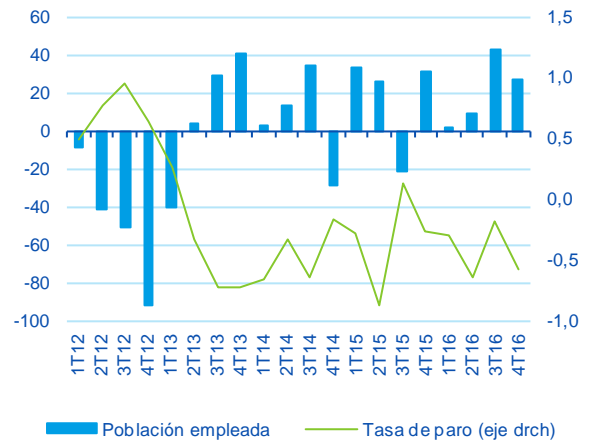
Indicadores asociados al sector exterior (% a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de Haver

Gráfico 8

Población empleada (variación trimestral en miles de personas) y tasa de paro (variación trimestral en puntos porcentuales)



Fuente: BBVA Research a partir de Haver

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.