

# Flash Europa

## Portugal

Madrid, 5 febrero de 2013  
Análisis Económico

Europa

Miguel Jiménez  
Economista Jefe  
mjimenezg@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

## La recesión será algo más moderada en el primer trimestre

### El cumplimiento del objetivo de déficit en 2012 debería facilitar el acceso a los mercados financieros

- **El MICA-BBVA sugiere que el PIB se contrajo un -0,9% t/t en 4T 12**

Nuestro modelo de corto plazo con información prácticamente completa hasta diciembre, salvo para algún indicador cuantitativo, estima que el ritmo de contracción de la actividad económica en el último trimestre del año habría sido similar a la observada en los dos trimestres anteriores, alrededor del -1% t/t. De acuerdo a esta estimación, el PIB portugués se habría contraído un -3% en el conjunto de 2012, algo más de lo anticipado hace tres meses (-2,8%). No obstante, estas previsiones contrastan con el indicador coincidente de actividad publicado por el Banco de Portugal, que apunta hacia una moderación en la caída de la actividad desde la segunda mitad del pasado año.

Por otro lado, los datos disponibles para el trimestre corriente son muy limitados, reduciéndose a los indicadores de confianza disponibles para el mes de enero. En cualquier caso, los datos no son muy positivos, ya que volvieron a mostrar un ligero deterioro tras la mejora observada en noviembre y, fundamentalmente, en diciembre, si bien el dato de enero está algo por encima del valor medio registrado en el conjunto de 4T 2012. Aunque de manera muy preliminar, nuestro modelo MICA-BBVA estima que la contracción del PIB podría ser algo menos negativa en el primer trimestre del año, de alrededor de medio punto del PIB.

- **Los ajustes en marcha continúan lastrando la demanda doméstica**

Tras la fuerte moderación de la contribución negativa de la demanda doméstica en 3T (-0,2pp desde -2,7pp en 2T), los datos disponibles para el cuarto trimestre confirman que dicha moderación fue temporal y que habría vuelto a lastrar significativamente la economía en el último trimestre de 2012. En particular, los datos de producción industrial (-4% t/t en 4T) junto al empeoramiento de los pedidos industriales, sólo sostenidos en parte por los procedentes del exterior, y la debilidad de la demanda doméstica sugieren que la inversión se habría contraído nuevamente. Los datos de ventas al por menor hasta diciembre (-6,3% t/t en T4) sugieren que la caída del consumo privado se habría intensificado a finales de 2012, reflejando el nuevo deterioro del mercado de trabajo (con la tasa de paro aumentando alrededor de 0.3pp en 4T hasta el 16,5% en diciembre) así como la fuerte caída de la renta disponible de los hogares a lo largo de 2012 (alrededor de un -3% hasta 3T12). Finalmente, el proceso de consolidación fiscal en marcha que permitió el cumplimiento del objetivo fiscal para 2012 habría redundado en una nueva caída del consumo público.

- **Debilitamiento de las exportaciones, aunque la mayor caída de las importaciones redundará en una nueva contribución positiva de las exportaciones netas**

Las series de la balanza comercial ajustadas de estacionalidad sólo están disponibles hasta noviembre, pero apuntan hacia un debilitamiento de las exportaciones en 4T y, por tanto, aumentan las preocupaciones sobre la sostenibilidad del principal soporte del crecimiento económico en los últimos dos años. Dicho debilitamiento podría estar ligado a la caída de la actividad en el conjunto de la zona euro a finales del pasado año, siendo generalizado a todos los estados miembros. En particular, las exportaciones crecieron a un ritmo robusto en octubre (2% m/m), pero prácticamente se estancaron en noviembre (0,3% m/m), lo que fue insuficiente para compensar la fuerte caída de septiembre y resultó en una caída de las exportaciones en octubre-noviembre de alrededor de un 2% respecto al 3T. No obstante, el mayor ritmo de caída de las importaciones (-3% hasta noviembre sobre 3T) apunta a que las exportaciones netas volverán a contribuir positivamente al crecimiento en 4T (tras drenar 0,7pp en 3T), en línea con nuestro escenario.

Las expectativas de una ligera recuperación en los países del centro de Europa, junto con el todavía robusto crecimiento de las economías emergentes apoya nuestra visión sobre que el sector exterior continuará soportando el crecimiento económico en 2013 y, junto con la caída de las importaciones, permitirá una mayor corrección del desequilibrio de la balanza por cuenta corriente.

- **Cumplido el objetivo de déficit del 5% para 2012**

Los datos preliminares de déficit del Ministerio de Finanzas indican que el Gobierno ha cumplido con el objetivo de déficit del 5% acordado con la troika para 2012. Sin embargo, aún está pendiente la confirmación de la inclusión de los ingresos obtenidos por la concesión de los aeropuertos (800 millones de euros; alrededor del 0.5% del PIB).

- **Cada vez parece más factible el acceso a los mercados financieros**

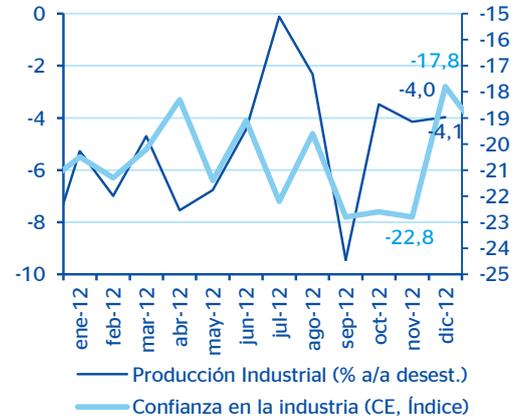
El cumplimiento del objetivo fiscal en 2012, así como las medidas anunciadas para 2013 deberían resultar en un aumento de la confianza de los mercados, que ya a finales de enero propiciaron la colocación de deuda portuguesa a largo plazo. En concreto, una emisión de 2500 millones de euros a cinco años al 4,89% de interés con una fuerte demanda registrada (12000 millones de euros), mayoritariamente extranjera.

Gráfico 1  
La confianza del consumidor permanece en niveles muy bajos



Fuente: Comisión Europea y Eurostat

Gráfico 2  
La industria no presenta muestras de mejora



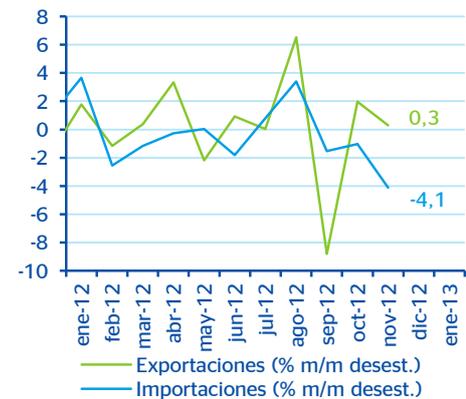
Fuente: Comisión Europea y Eurostat

Gráfico 3  
El indicador Coincidente de Actividad del Banco de Portugal mejora ligeramente



Fuente: Banco de Portugal y Comisión Europea

Gráfico 4  
Las exportaciones se debilitan



Fuente: Banco de Portugal

**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.**