

Observatorio Económico

Portugal

Madrid, 19 de marzo, 2013
Análisis Económico

Unidad de Europa
Miguel Jiménez González-Anleo
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 económica en Portugal podría moderarse a principios de 2013

Estimamos que el PIB se contraerá un -0,4% t/t en 1T13

- **Recesión mayor de lo esperado en 4T12**

A pesar de que lo habíamos anticipado, la caída del PIB en 4T12 fue mayor de lo esperado, como reacción a la mejora observada en el trimestre anterior, que se puede atribuir a factores temporales (principalmente un rebote en la inversión por la compra de una aeronave). El PIB cayó un -1,8% t/t en el 4T (BBVA Research y Consenso: -1,0% t/t), arrastrado por una drástica caída de la demanda doméstica, tanto en inversión (-5,1% t/t tras +0,5%) como en consumo privado (-2,1% t/t tras haber permanecido estable en 3Q12), mientras que los ajustes fiscales afectaron al consumo del gobierno (-1,1% t/t tras -1,9% t/t). Como resultado, la demanda doméstica drenó -1,9p.p. del crecimiento trimestral del PIB (a pesar de la contribución positiva de los inventarios de +0,9p.p.). Por el lado de la demanda externa, la intensificación de la recesión en la eurozona en 4T, junto con la moderación del crecimiento en las economías emergentes a finales de 2012, provocaron una fuerte caída de las exportaciones, que fue mayor de la registrada por las importaciones, reflejándose en una contribución negativa de las exportaciones netas por segundo trimestre consecutivo (-0,3p.p. tras -0,7p.p. en 3T12).

- **Los datos disponibles para 1T13 apuntan a una recesión económica menos severa**

Los datos reales mejoraron en enero, compensando el comportamiento decepcionante de 4T12. Esta mejora, junto con los mejores datos de confianza de febrero, está en línea con nuestro escenario macroeconómico, que prevé una recesión más suave a principios de año. Sin embargo, continuamos siendo cautelosos con respecto a la situación económica en el corto plazo, ya que hay también algunos indicadores decepcionantes en cuanto al comportamiento de las exportaciones en los próximos meses, lo que genera dudas sobre la sostenibilidad del principal soporte de la actividad económica en los próximos trimestres.

En cuanto a los datos de confianza, el indicador de sentimiento económico publicado por la Comisión Europea rebotó ligeramente en febrero, tras una breve caída en enero, que se esperaba en cierta medida por el fuerte aumento de diciembre. Aunque permanece en niveles bajos (81,5, casi 2 desviaciones estándar por debajo de su media histórica de 101,6) y aún refleja la recesión, la media de enero y febrero mejoró claramente sobre 4T12, volviendo a niveles de principios de 2012, cuando la contracción económica era más moderada (alrededor de -0,1% t/t). La mejora de la confianza fue generalizada en todos los sectores.

- **Las exportaciones netas deberían continuar siendo el principal soporte del crecimiento, aunque las expectativas para las exportaciones permanecen frágiles.**

Aunque las exportaciones aumentaron un 5,6% a/a en enero, impulsadas principalmente por los países extra-UE (12% a/a), la media móvil de orden tres reveló un escenario negativo, ya que volvieron a caer (-0,6%), aunque a una tasa más moderada que durante 4T12. Además, los pedidos de exportación disminuyeron más en febrero, sugiriendo que la recuperación sostenible de las exportaciones podría llevar más tiempo. No obstante, la caída de las importaciones fue mayor que la de las exportaciones, reflejando una demanda doméstica deprimida y confirmando que la resistencia relativa de las importaciones observada en la segunda mitad de 2012 habría sido temporal. Como resultado, es probable que la contribución de las exportaciones netas sea positiva de nuevo en los próximos trimestres, compensando parcialmente el impacto negativo de la demanda doméstica que continuará estando presente debido a los ajustes de los desequilibrios económicos en marcha.

- **La demanda doméstica podría mostrar una mayor resistencia en los próximos meses**

También los indicadores de demanda doméstica trajeron buenas noticias, ya que las ventas minoristas aumentaron fuertemente en enero (4,2% m/m s.a.), lo que implica que los niveles de venta están aproximadamente un 2,5% por encima de la media del 4T12 (cuando se desplomaron un -7,4% t/t). Aunque aún es pronto para extraer conclusiones claras de los datos de enero, la mejora significativa de la confianza del consumidor en febrero sugiere que el consumo privado podría ser más resistente a principios de 2013, aunque aún se mueve en el terreno de la contracción. Además, los factores determinantes del consumo de los hogares permanecen muy débiles, con la tasa de desempleo aumentando hasta el 17,6%. No obstante, la fuerte moderación de la inflación en enero de 1,7p.p. a 0,2% a/a en febrero (principalmente debido a la desaparición del efecto de la subida del IVA en enero de 2012, que el Instituto Nacional de Estadística portugués estima en alrededor de 1,1 puntos porcentuales) y a 0% a/a en febrero significa que la moderación de precios en los últimos meses podría apoyar la renta disponible real de los hogares en los próximos meses.

El mejor comportamiento tanto de la demanda doméstica como de la externa también se reflejó en la producción industrial, que aumentó un 3,5% m/m en enero, compensando la caída de los meses previos. El nivel de producción industrial en enero fue un 1,3% mayor que la media de 4T12, tras haber caído un -3,7% t/t en aquel trimestre. No obstante, la aún débil confianza industrial y los pedidos industriales decrecientes sugieren un panorama difícil en los próximos meses, mientras que las expectativas negativas sobre la demanda futura, junto con las condiciones crediticias y la alta capacidad ociosa de las empresas señalan un mayor deterioro de la inversión en el corto plazo.

- **Existen riesgos a la baja sobre nuestra previsión económica, ya que los resultados para 4T12 implican un fuerte efecto arrastre que podría llevar a una caída del PIB de un -2% en 2013**

Nuestro modelo MICA-BBVA, actualizado con los datos disponibles hasta ahora, estima una contracción del PIB de alrededor de -0,4% t/t en 1T13, una caída algo mayor de lo previsto en nuestro escenario macroeconómico (-0,1% t/t). Esto se debe a la inercia incorporada en el modelo por el pésimo dato del PIB de 4Q12. No obstante, si los datos reales para febrero confirman el buen comportamiento, nuestra estimación previa de -0,1% t/t no debería descartarse. Esto, junto con el efecto arrastre de una caída mayor de lo esperado del PIB en 4Q12 (alrededor de -0,7% p.p.) apunta a una contracción mayor del PIB en 2013, de alrededor del -2%, en contra de nuestra estimación previa de -1,2%. A pesar de estos sesgos a la baja, continuamos esperando una suave recuperación económica en 2T13, que cobraría fuerza en la segunda mitad del año.

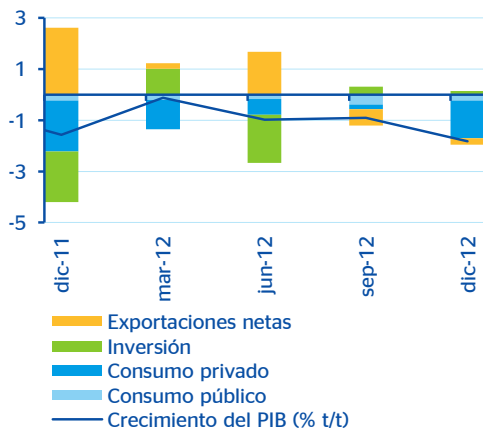
- **Más tiempo para los ajustes fiscales y probablemente también para el repago de la deuda**

El alto grado de cumplimiento con las medidas acordadas con la troika (ver cuadro 7) y la revisión a la baja de las perspectivas del crecimiento para la demanda externa han sido determinantes en la decisión de relajar el objetivo de déficit anteriormente revisado en septiembre de 2012. Ahora el gobierno tendrá un año más para reducir el déficit por debajo del límite del 3% establecido por el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Los objetivos de déficit se han revisado de 4,5% a 5,5% del PIB en 2013, desde 2,5% hasta 4% del PIB en 2014 y el objetivo de déficit se ha situado en 2,5% del PIB para 2015 (ver cuadro 8).

El gobierno está comprometido en cumplir con las necesidades adicionales de financiación que se derivan de la revisión del objetivo de déficit y en adoptar y publicar un programa fiscal de medio plazo basado principalmente en la reducción del gasto.

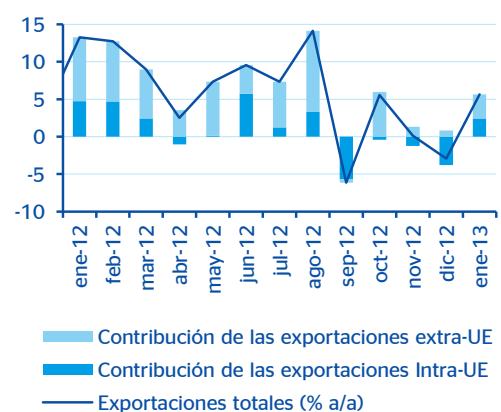
En la última reunión de ministros de finanzas, el Eurogrupo aprobó un calendario flexible de repago de la deuda al Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF) que corresponde a una tercera parte del total de la deuda (alrededor de 26 mil millones de euros). Los detalles del calendario propuesto se anunciarán en la próxima cumbre, que se celebrará en Dublín a mediados de abril de 2013.

Gráfico 1
Crecimiento del PIB y contribuciones



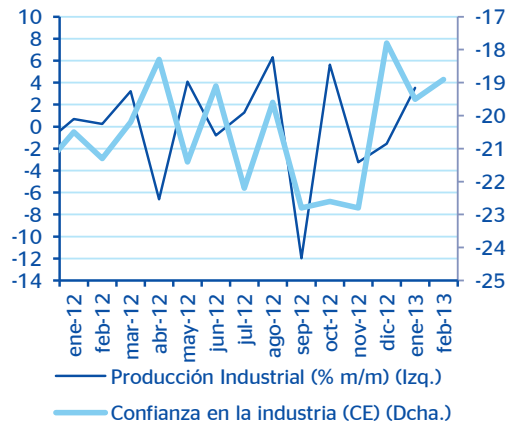
Fuente: Eurostat

Gráfico 2
Contribución a las exportaciones totales



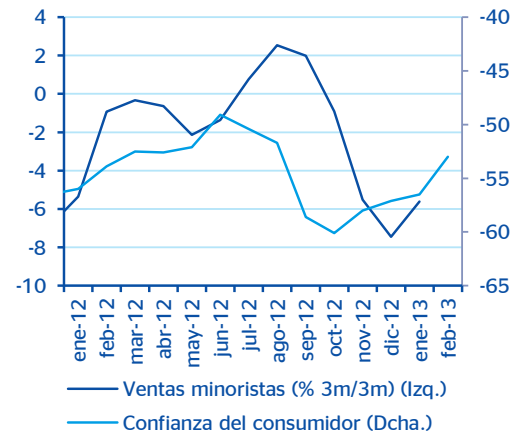
Fuente: INE Portugal

Gráfico 3
Situación de la industria



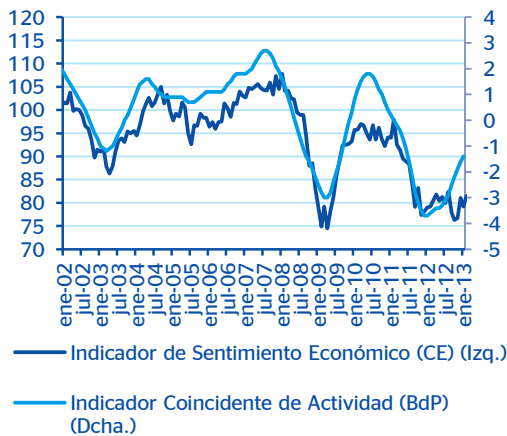
Fuente: Eurostat y Comisión Europea European Commission

Gráfico 4
Confianza del consumidor



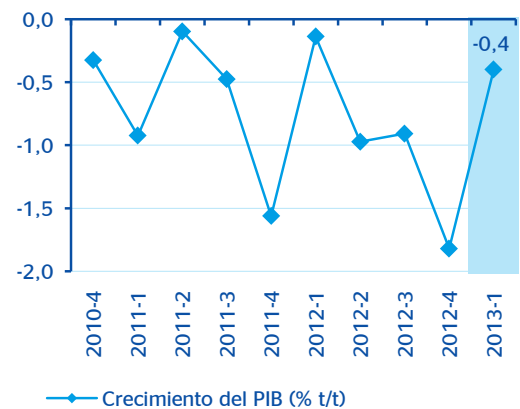
Fuente: Eurostat y Comisión Europea

Gráfico 5
Sentimiento Económico



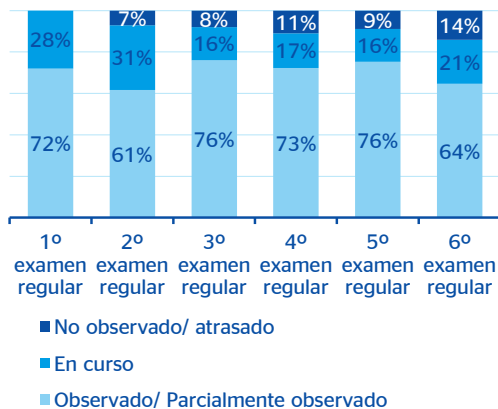
Fuente: Banco de Portugal y Comisión Europea

Gráfico 6
Crecimiento del PIB y previsión MICA-BBVA



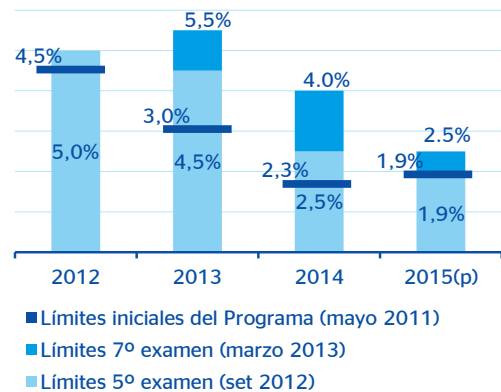
Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 7
Implementación de las medidas acordadas (%)



Fuente: Ministerio de Finanzas, marzo 2013

Gráfico 8
Objetivos de déficit como porcentaje del PIB (cuentas nacionales)



(f) Estimación, no es un objetivo inicial
Fuente: Ministerio de Finanzas, marzo 2013

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.