

Observatorio Económico

Portugal

Madrid,
18 de septiembre de 2013
Análisis Económico

Unidad Europa

Miguel Jiménez González-Anleo
mjimenezg@bbva.com

Agustín García Serrador
agustin.garcia@bbva.com

Francisco José Ortega Castaño
franciscojose.ortega.castano@bbva.com

Diego Torres Torres
diego.torres.torres@bbva.com

Massimo Trento
massimo.trento@bbva.com

Con la colaboración de:

Dirección de Planeamiento y
Gestión Financiera

Ana Claudino
ana.claudino@bbva.pt

La actividad económica se estabilizaría en 3T13

El rebote inesperado de la actividad en 2T13 se debió al repunte temporal de la demanda doméstica

- **El PIB creció un 1,1% t/t en 2T13, mucho más de lo esperado, con un fuerte componente de demanda interna**

El crecimiento del segundo trimestre (1,1% t/t) fue mucho mayor de lo esperado por BBVA Research y el resto de los analistas (BBVA Research -0,1%, Consenso 0,1%), y obviamente no es sostenible en el corto plazo. Una parte de la sorpresa se debió a factores temporales (cambio de calendario de la Semana Santa e inversión en construcción), mientras que otra parte difícilmente se consolidará en el tiempo, como la fuerte contribución del stock de inventarios al crecimiento.

El desglose por componentes indica que el crecimiento trimestral del PIB respondió principalmente a que la demanda interna contribuyó positivamente al crecimiento (+0,8pp de contribución tras -2,1pp en 1T13) luego de más de dos años de crecimiento negativo o nulo (gráfico 1). Si bien es cierto que este resultado se debió fundamentalmente a la fuerte acumulación de inventarios (+0,5pp tras -1,1pp en 1T13), componente muy volátil, es destacable que parte del crecimiento se debió a que el consumo privado contribuyó positivamente por primera vez en los últimos dos años y medio (0,3pp tras -0,5pp en 1T13), y que la inversión dejó de drenar crecimiento tras dos trimestres consecutivos de caídas (0,0 pp tras -0,4pp en 1T13).

Por otra parte, la demanda externa siguió contribuyendo positivamente al crecimiento de la economía, pero de una manera más moderada (0,3pp tras 1,6pp en 1T13), principalmente por el aumento de las importaciones (-1,7pp tras +0,7pp en 1T13) impulsado por el repunte de la demanda doméstica; sin embargo, las exportaciones siguieron su senda de crecimiento positivo, incluso contribuyendo más al crecimiento que en el trimestre anterior (+2pp tras +1,2pp en 1T13).

- **Las exportaciones también sorprendieron al alza en 2T13, principalmente por una mayor demanda de los países no pertenecientes a la Unión Europea**

El análisis por destinos nos revela que, en el segundo trimestre del año, los países que más contribuyeron al crecimiento de las exportaciones fueron los países que no pertenecen a la Unión Europea (1,9pp tras 0,8pp en 1T13), (gráfico 2), que incluso lo hicieron más que los de los estados miembros (1,5pp tras 0,4pp en 1T13). Principalmente, destacan las contribuciones de los países de la OPEP (0,9pp tras -0,3pp en 1T13) y PALOP¹ (0,3pp tras 0pp en 1T13); mientras que España y Francia fueron los principales destinos dentro de la eurozona, con contribuciones de 1,1pp tras 0,8pp en 1T13 y 0,6pp tras -0,1pp en 1T13 respectivamente.

1: PALOP: Países Africanos de Lengua Oficial Portuguesa

Sin embargo, los últimos datos de exportaciones, aunque disponibles solo hasta julio de 2013, indican que el buen comportamiento de las exportaciones no se mantendría tan fuerte en el 3T13, principalmente por una menor demanda de los países que no pertenecen a la unión europea y a que la mayor demanda de los estados miembros no sería capaz de compensar esta disminución.

- **Nuestro modelo MICA-BBVA estima que la economía se podría contraer ligeramente de nuevo en 3T13, aunque muestra señales de estabilización**

Los datos disponibles para el tercer trimestre apuntan más a una estabilización o ligera contracción de la actividad económica que al mantenimiento del fuerte ritmo de crecimiento registrado en el trimestre anterior. Los indicadores de confianza de la Comisión Europea, disponibles hasta agosto, continuaron mostrando la tendencia de mejora que se viene observando desde principios de año, y aunque se mantienen en niveles históricamente bajos (una desviación estándar por debajo de la media de largo plazo), ha alcanzado niveles similares a los registrados en 2T11, cuando la economía estaba prácticamente estancada. Por componentes, se empiezan a observar ciertas señales de dinamismo de la demanda doméstica. Por un lado, la confianza de los consumidores continuó mejorando, especialmente en julio y agosto, reflejando en parte la situación algo menos negativa del mercado de trabajo (con una caída de la tasa de paro de alrededor de 1pp desde 1T13 hasta el 16,5% en julio, con datos ajustados de estacionalidad) así como una moderación en la caída de la renta disponible (-1% en el primer trimestre, tras el -2,5% del año anterior). Todo ello también se ha dejado notar en las ventas al por menor, que volvieron a aumentar en julio por cuarto mes consecutivo y sugieren una cierta resistencia del consumo privado tras el rebote del trimestre anterior.

En contraste, la producción industrial de julio mostró señales menos optimistas, ya que cayó por segundo mes consecutivo y supone una significativa contracción de la actividad a principios de trimestre (-3,3% sobre 2T12 tras el 2,2% t/t en ese periodo). Aún así, los indicadores de confianza industrial muestran un panorama algo más optimista para los próximos meses, mientras que la producción del sector de la construcción aumentó fuertemente en julio.

A pesar de unas expectativas algo mejores de la demanda doméstica y la robustez de la externa, todavía es difícil que se refleje claramente en una mejora de la inversión, dado sobre todo la baja capacidad utilizada de las empresas (algo menos del 74%, casi dos desviaciones estándar por debajo de la media histórica del 80%), por lo que esperamos que la inversión se mantenga prácticamente estancada.

El apoyo del sector externo continúa, si bien los pedidos procedentes del exterior muestran ciertos signos de desaceleración, principalmente por una menor demanda de países no pertenecientes a la Unión Europea (cuyas exportaciones han caído un -9,3% m/m en julio), sólo compensado en parte por la mayor demanda de los países miembros (+3,1% m/m). La recuperación esperada para el conjunto de la Unión Europea, así como ciertas señales de dinamismo en algunos de sus principales socios comerciales, como España debería seguir contribuyendo al buen desempeño de las exportaciones. Además, el apoyo del sector exterior podría moderarse por el aumento de las importaciones (+2,4% m/m en julio) muchas veces ligadas a la compra de productos intermedios o de inversión.

Con todo, y aunque los datos cuantitativos son todavía muy limitados, nuestro modelo MICA-BBVA de corto plazo estima que el PIB podría contraerse ligeramente alrededor de un -0.2%/-0.3% t/t, (gráfico 3) frente a nuestra previsión de hace tres meses de prácticamente estancamiento. Estas tasas trimestrales son consistente con una caída interanual del -1,6%/-1,7% a/a (moderándose desde el -2,2% a/a de 2T13), ligeramente por debajo del indicador sintético de actividad del Banco de Portugal, que en julio mejoró hasta el -1.1% a/a desde un promedio del -1.7% a/a en 2T13.

- **Estos datos, junto con la fuerte sorpresa positiva del PIB en 2T13, tienen un efecto arrastre positivo para el conjunto del año**

Teniendo en cuenta esta previsión actualizada para 3T13, junto con fuerte sorpresa a alza observada en 2T13 y manteniendo nuestro perfil de crecimiento durante el horizonte de previsión (un tímido crecimiento medio de alrededor de 0,1% t/t), la economía portuguesa podría contraerse algo menos del 2% este año, frente a nuestra previsión del -2,3% de hace tres meses, y continuaríamos esperando un débil crecimiento para 2014 (en torno al 0,5%).

- **La decisión del Tribunal Constitucional sobre el “régimen de recalificación” no afectaría al cumplimiento del objetivo de déficit del 5,5% para este año**

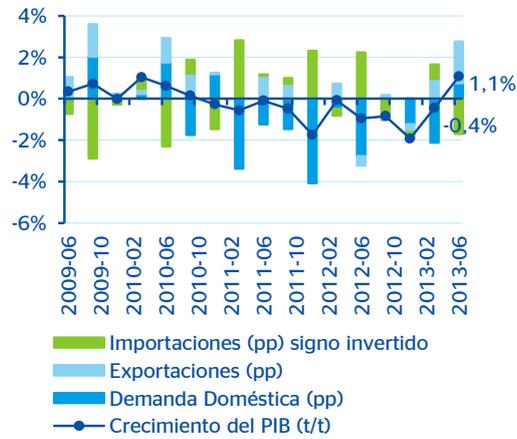
A julio de 2013, los datos preliminares del déficit de las administraciones públicas, según el criterio de desempeño^{2 3}, ascienden a -5226 millones de euros (aprox. 3,2% del PIB), lo cual está en línea con la consecución del objetivo fiscal para este año (5,5% del PIB). Incluyendo estos datos en nuestros modelos, prevemos que el gobierno cumpla con el objetivo de déficit para el 2013 (gráfico 4), incluso teniendo en consideración la última decisión del Tribunal Constitucional sobre el “régimen de recalificación”, cuyo efecto directo en 2013 se estimaba en 48 millones de euros (0.03pp del PIB), y teniendo también en cuenta el desembolso de la paga extraordinaria de funcionarios públicos de noviembre, lo que hará que el gasto en personal se incremente en 300 millones de euros (0,2pp del PIB) en el último trimestre del año. Además, recientemente el gobierno ha presentado al parlamento una revisión del régimen de “movilidad especial⁴” que mitigaría los efectos económicos de la última decisión del tribunal. En definitiva, a no ser que se produzca un deterioro inesperado en lo que resta de año, no parece que tras la anulación a finales de agosto de las medidas para reducir la administración pública vaya a haber problemas para alcanzar el objetivo fiscal este año.

2: El criterio de desempeño es el que se toma en cuenta para el objetivo fijado con la Troika y excluye algunas operaciones, entre las más importantes, los gastos relacionados con la regularización de deudas del Programa de Asistencia a la Administración Local (271 millones de euros) y los ingresos obtenidos por la transferencia de los fondos de pensiones al sector público (48 millones de euros).

3: La administración pública incluye: 1-) Administración Central (Estado + Servicios y Fondos Autónomos + Empresas públicas reclasificadas), 2-) Administración Regional (Madeira + Azores), 3-) Administración Local, 4-) Seguridad Social

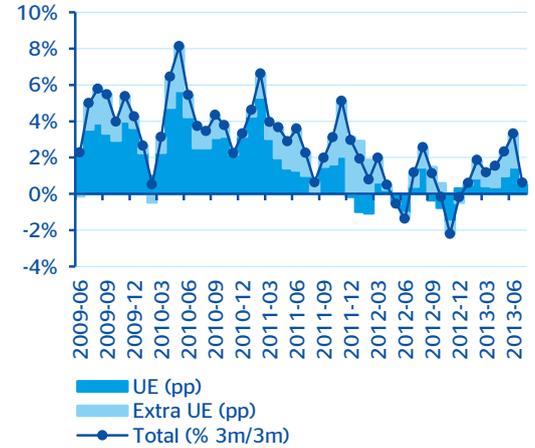
4: Según esta propuesta los funcionarios que se encuentren en el nuevo programa de “movilidad especial” cobrarán sólo el 60% del salario, no pudiendo ser inferior al salario mínimo de 485 euros, y después del año ese porcentaje bajaría al 40%, ya sin límite de tiempo (en el decreto-ley anterior al año se despedía al funcionario o iba a una lista de espera sin derecho a salario). Se estima que entre 15 000 y 25 000 funcionarios estarían potencialmente afectados por este programa.

Gráfico 1
Portugal: Crecimiento del PIB y contribuciones (% t/t; prom)



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 2
Exportaciones (cve): contribución por área



Fuente: INE y BBVA Research

Gráfico 3
PIB observado y previsiones del MICA y del ICA del BdP (% a/a)



Fuente: Eurostat, Banco de Portugal y BBVA Research

Gráfico 4
Previsiones del déficit público



Fuente: DGO y BBVA Research

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.