

Observatorio Económico

Portugal

Madrid,
19 de febrero de 2014
Análisis Económico

Europa

Miguel Jiménez González-Anleo
Economista Jefe
mjimenezg@bbva.com

Agustín García Serrador
Economista Senior
agustin.garcia@bbva.com

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

Pablo Budde
pablo.budde@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 recuperación avanza más rápido de lo previsto

Al apoyo de la demanda global se une el mayor dinamismo del gasto privado

- **La mejora de la demanda, sobre todo externa, parece apoyar la incipiente recuperación**

En el último trimestre del año los indicadores de actividad han mantenido comportamientos opuestos: mientras la producción industrial ha registrado un aumento trimestral del 2,5%, cerrando 2013 con un incremento del 0,9% respecto a 2012 e impulsada principalmente por las exportaciones, el comercio minorista ha sufrido una contracción de 1,7% en 4T13 y de 1,8% en el global del año.

- **Sigue bajando el desempleo y los costes laborales**

La tasa de desempleo ha vuelto a bajar en diciembre hasta el 15,4%, una reducción de 1,9pp en los últimos doce meses (17,3% en noviembre del 2012). Por otra parte, los últimos datos de costes laborales registran un descenso en 4T13 (-0,4% a/a) debido a una fuerte caída del componente "otros costos salariales" (-3,3% a/a) mientras que el componente "costos salariales" rebota ligeramente tras dos años de caídas (+0,5% t/t).

- **Las bajas tasas de inflación ayudan a compensar la caída de rentas y mejoran la ventaja competitiva de las exportaciones**

La inflación general (IPCA) se moderó nuevamente en enero en 0,1pp hasta el 0,1% a/a, debido fundamentalmente a la caída de los precios de los bienes industriales, mientras que le moderó la caída de los precios de la energía y bajaron ligeramente los de los alimentos, por lo que la inflación subyacente también se moderó desde el 0,2% a/a de diciembre al 0,1% en enero.

- **La confianza mejora significativamente, lo que ayuda a que se materialicen las decisiones de gasto del sector privado**

El indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea mejoró significativamente en noviembre y, especialmente, en diciembre, acelerándose la tendencia de mejora que se venía registrando desde el segundo trimestre de 2013. No obstante, en enero el ritmo de mejora se moderó y todavía se encuentra en niveles ligeramente por debajo de su media histórica, apuntando a que el ritmo de la recuperación podría estar progresando alrededor de su crecimiento medio (alrededor de 0,3% t/t).

- **La recuperación ganó tracción en 4T13, más de lo esperado, y el modelo MICA-BBVA prevé de momento un crecimiento de 0.2% para 1T14, lo que supone un sesgo al alza sobre nuestra previsión de 0.8% para 2014**

El PIB creció un 0,5% t/t en el último trimestre de 2013, batiendo nuestras previsiones de que la recuperación progresaría a un ritmo relativamente estable (alrededor de 0,2% t/t). Aunque todavía no se conocen los resultados detallados de la composición del crecimiento, detrás de esta aceleración de la actividad podría haber estado la mayor resistencia tanto del consumo privado como de la inversión, que se unió al apoyo de las exportaciones. Además, también se revisó ligeramente al alza el crecimiento del PIB en 3T13 en 0,1pp hasta el 0,3% t/t, lo que implica que se han sucedido ya tres trimestres consecutivos de tasas de crecimiento robusto (1,1% t/t en 2T13). A pesar de ello, tras las fuertes caídas de la actividad registradas en 2012, sobre todo a final de año, y el primer trimestre de 2013, el PIB en el conjunto del año se contrajo un -1,4% (BBVA Research: -1,5%).

La revisión del crecimiento del PIB en 3T13 junto con un crecimiento mayor del esperado en 4T13 suponen un efecto arrastre positivo sobre el crecimiento de 2014 de alrededor de 0,3pp. Además, teniendo en cuenta la información disponible hasta el momento (todavía limitada, básicamente a las confianzas para enero), nuestro modelo MICA-BBVA estima un crecimiento trimestral del PIB de alrededor del 0,2% t/t en 1T14 (frente al 0,1% t/t de nuestro escenario). Todo esto, pone ciertos sesgos al alza en nuestra previsión de crecimiento para 2014 (0,8%), ya que asumiendo un ritmo de expansión relativamente estable el resto del año (alrededor del 0,2% t/t), la economía portuguesa podría terminar creciendo algo por encima del 1% (alrededor del 1,3%, similar a nuestra previsión para 2015).

- **Previsiones a medio plazo: Las exportaciones continuarán siendo el principal motor del crecimiento en el horizonte de previsión**

A falta de conocer los datos para 4T13, es probable que las exportaciones hayan crecido alrededor de un 6% en el conjunto de 2013, apoyadas tanto por la recuperación de la demanda global como por la moderación de los precios domésticos (tras una reducción de los costes laborales de algo más del 3% desde 2007), que en parte compensó la apreciación del euro. Para el horizonte de previsión, las exportaciones deberían crecer nuevamente a un ritmo relativamente fuerte (nuestra previsión es de 5,3% en 2014 y 4,9% en 2015, frente a un crecimiento medio del 5% entre 1996 y 2008) sustentadas por la aceleración del crecimiento mundial, y también por las mejores perspectivas en el conjunto de la zona euro (la cuota de exportaciones combinada a España, Alemania y Francia es del 47%). A lo anterior, se une el debilitamiento del euro que esperamos en los próximos trimestres junto con el diferencial positivo de precios, dadas las bajas tasas de inflación.

La robustez de las exportaciones será determinante en la recuperación de la inversión, pero el mayor dinamismo de las importaciones irá reduciendo el peso de la contribución de las exportaciones netas al crecimiento hasta 0,8pp y 0,4pp en 2014 y 2015, respectivamente, desde los 1,3pp estimados para 2013.

- **La inversión, principalmente, y el consumo privado mejorarán gradualmente. A pesar del ajuste fiscal, la demanda doméstica dejará de drenar crecimiento en 2014**

Desde el segundo trimestre de 2013, ya se observaron signos de la corrección y recuperación de los determinantes de la demanda interna, que se reflejaron en una gradual mejora del gasto privado.

En el horizonte de previsión, la inversión continuará beneficiándose de la pujanza de la demanda global y, también, de la recuperación de sus principales socios de la unión monetaria y la mejora de la accesibilidad al crédito. Como resultado, nuestras previsiones recogen un aumento moderado de la inversión en 2014 (1,4% tras contraerse alrededor de un -8% en 2013) para acelerarse en 2015 (3%).

Con este repunte de la actividad, el empleo aumentó alrededor de un 1% t/t tanto en el segundo como en tercer trimestre de 2013, dejándose notar en una caída significativa de la tasa de paro de alrededor de 2,5pp desde principios de año hasta el 15,3% registrado en 4T13, ayudado en parte por el nuevo marco del mercado laboral. Con todo, la renta disponible de los hogares durante los tres primeros trimestres del año pasado se mantuvo prácticamente estancada (tras las fuertes caídas de los dos años anteriores), lo que unido a la continua mejora de la confianza de los consumidores redundará en un crecimiento moderado del consumo privado en 2014 (alrededor de 0,2%) que irá ganando impulso el año que viene (0,7%). Estas tasas, no obstante, son mucho más moderadas que las registradas antes de la crisis (crecimiento medio del consumo privado de 2,6% de 1996 a 2008), en tanto que continúan corrigiéndose los desequilibrios acumulados.

Finalmente, el ajuste fiscal en marcha continuará pesando sobre la reducción del consumo público en el horizonte de previsión, si bien, una vez que ya se ha realizado gran parte del ajuste y haber disminuido el peso del sector público, nuestras previsiones recogen una caída más moderada del consumo público (-2,3% en 2013, -1,9% en 2014 y -0,5% en 2015) tras caídas en torno al 5% registradas en 2011 y 2012.

- **El gobierno cumplió holgadamente con el objetivo de déficit de 2013 del 5,5%. En 2014, el déficit podría situarse por debajo del objetivo (4%) si se aplican las medidas previstas**

A finales de enero, el gobierno presentó sus datos provisionales de déficit de las administraciones públicas, según el criterio de caja, para todo el 2013, con lo que a los efectos del cumplimiento del Programa de Ajuste Económico y Financiero (PAEF), el déficit ascendió a EUR 7.151,5 millones (4,7% del PIB), unos EUR 1.748,5 millones por debajo del objetivo fijado. El déficit según el criterio de Maastricht rondaría el 5,1% del PIB¹ en 2013, por debajo del 5,5% previsto por el gobierno al elaborar el presupuesto de 2014.

Este buen desempeño se debió principalmente a unos mayores ingresos fiscales y a unos gastos bajo control. Los mayores ingresos fiscales se explican, en parte, por un crecimiento económico mayor del previsto, pero también por la amnistía fiscal puesta en marcha a finales de 2013, con la cual se habrían obtenido unos ingresos adicionales por valor de EUR 1.045 millones (EUR 545 millones más de lo inicialmente previsto), así como por los mayores ingresos provenientes del impuesto a la renta personal debido al aumento de la tipo medio del impuesto.

1: Incluye las transferencias de capital de BANIF (0,4% del PIB)

En 2014, el gobierno ha presentado medidas fiscales por valor de EUR 3,9 mil millones (aproximadamente 2,3% del PIB), entre las que destacan el recorte salarial a funcionarios públicos (con recortes a partir de una remuneración mensual de €675, entre 2,5% y el 12% del salario) y las medidas supletorias presentadas por el gobierno tras la decisión de inconstitucionalidad del régimen de convergencia de las pensiones por parte del Tribunal Constitucional (la aplicación, de nuevo, de la contribución extraordinaria de solidaridad, alargando su base, y el aumento de las contribuciones de los funcionarios públicos al sistema de salud para los funcionarios públicos).

Teniendo en cuenta las medidas fiscales presentadas por el gobierno para 2014 y nuestra estimación de déficit nominal para el 2013 (5,1% del PIB), menor del previsto, en 2014 el gobierno podría cumplir, incluso con un margen de maniobra, el objetivo fijado (4% del PIB). De hecho, el déficit en 2014 podría alcanzar el 3,6% del PIB, 0.4 pp por debajo del objetivo, asumiendo que todas las medidas fiscales se mantienen, y que el escenario económico de crecimiento se cumple.

Portugal

Cuentas nacionales: La recuperación gana tracción en 4T13 al crecer más de lo esperado

El PIB creció un 0,5% t/t en el último trimestre de 2013, más de lo esperado (BBVA: 0,2% t/t y Consenso: 0,1%). Una recuperación de la demanda interna y unas exportaciones acelerándose estarían detrás de este desempeño. La recuperación continuaría en 1T14 (+0,2% t/t)

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

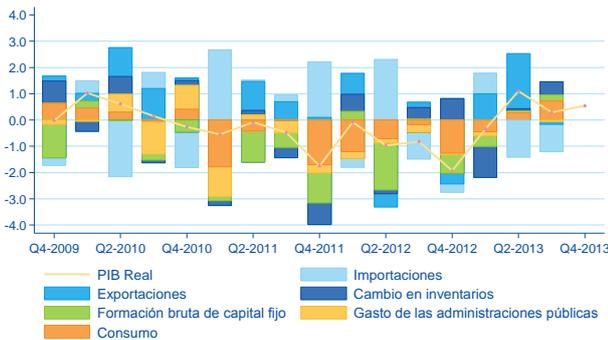


Gráfico 2
Crecimiento del PIB (%/t) y previsiones*



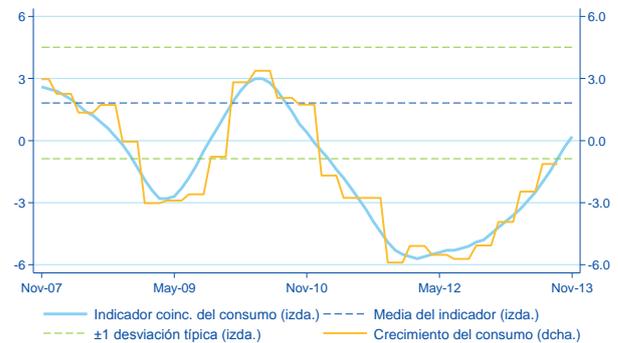
Confianza: en enero se mantiene la tendencia positiva iniciada hace un año

Según el indicador publicado por la CE (ESI), la confianza sigue mejorando cada vez más hacia su media histórica, registrando 99,6 puntos en enero. El indicador coincidente de actividad del BcP (hasta noviembre) también apunta a que la economía podría mantenerse en los niveles alcanzados en 3T13

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



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



Actividad: mejora la producción industrial y el comercio minorista muestran signos de debilidad

La producción industrial ha aumentado en el último trimestre un 2,5% t/t respecto a 3T13, mientras que las ventas minoristas se han reducido un 1,7% t/t por la fuerte caída registrada en el mes de diciembre.

Gráfico 5
Producción industrial (%/a) y confianza industrial*



Gráfico 6
Ventas minoristas (% 3m/3m) y consumo privado (%/t)*



*Fuente: HAVER y BBVA Research

Sector exterior: los pedidos para exportación apuntan a que las exportaciones seguirán creciendo en 1T14

En 4T13 las exportaciones han aumentado un 1,7% sobre 3T13 (0,1% t/t), mientras que el crecimiento de las importaciones ha sido más moderado, de alrededor de un 0,8% t/t sobre 3T13 (1,7% t/t).

Gráfico 7

Cuenta corriente (% del PIB)*



Gráfico 8

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



Gráfico 9

Comercio internacional por destino (% a/a)*

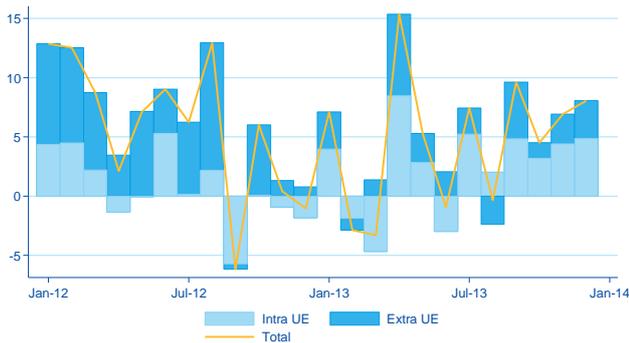


Gráfico 10

Turismo y exportaciones de servicios (% a/a)*



Mercado laboral: el desempleo sigue disminuyendo y los costos laborales se mantienen bajos

La tasa de desempleo ha vuelto a descender ligeramente en diciembre, hasta ubicarse en el 15,4%, una mejora de 1,9pp si la comparamos con el dato de 2012. Los últimos datos de costos laborales registran un descenso en 4T13 (-0,4% a/a) debido a una fuerte caída del componente "otros costos salariales" (-3,3% a/a) mientras que el componente "costos salariales" rebota ligeramente tras dos años de caídas (+0,5% t/t)

Gráfico 11

Tasa de desempleo (%) y expectativas de empleo*



Gráfico 12

Costes laborales en el sector empresarial (%a/a)*



* Fuente: HAVER y BBVA Research

Precios: la inflación se reduce de nuevo en enero y se mantiene en niveles bajos

La inflación general (IPCA) volvió a bajar en enero en 0,1pp hasta el 0,1% a/a (principalmente por la caída de los precios de los bienes industriales), mismo comportamiento que la inflación subyacente.

Gráfico 13

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

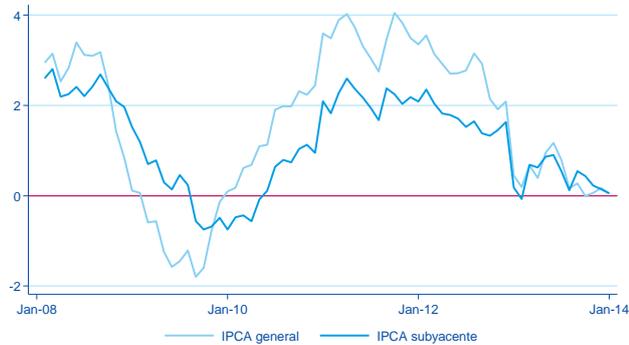
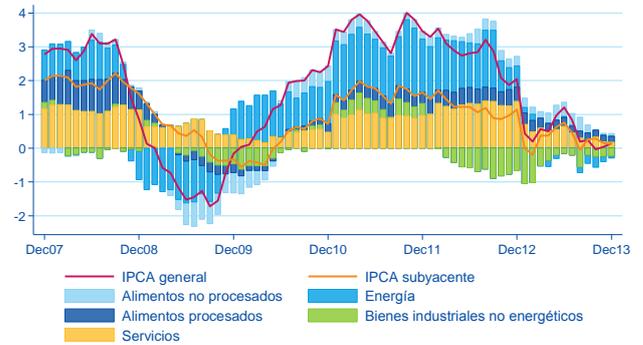


Gráfico 14

Inflación por componentes (contribución en %)*



Sector público: el gobierno cumple el objetivo de déficit

Los últimos datos de ejecución presupuestaria apuntan a que el gobierno cumplirá con el objetivo de déficit del 5,5% del PIB.

Gráfico 15

Gastos fiscales (comparación año anterior)*



Gráfico 16

Ingresos fiscales (comparación año anterior)*

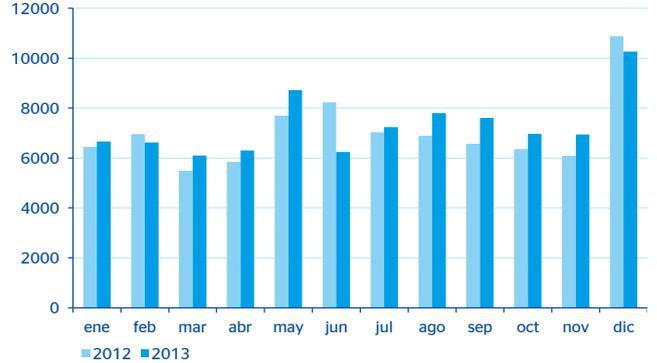


Gráfico 17

Objetivo de déficit fiscal*

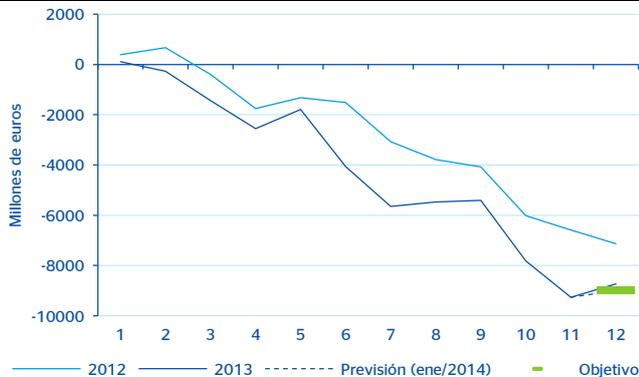
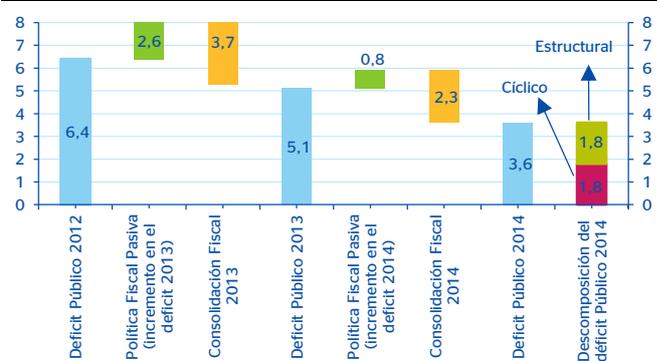


Gráfico 18

Descomposición de déficit fiscal (cíclico y estructural)*



* Fuente: HAVER y 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.