

# Observatorio Económico

## Portugal

Madrid,  
20 de septiembre de 2012  
Análisis Económico

Europa

*Economista Jefe*  
**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@bbva.com

**Sonia López Senra**  
sonia.lopez.senra@bbva.com

**Agustín García Serrador**  
agustin.garcia@bbva.com

**Elvira Prades**  
elvira.prades@bbva.com

## La economía se contraerá nuevamente en 3T

- El PIB cayó un -1,2% t/t en 2T, en línea con lo esperado, lastrado por la fuerte caída de la demanda doméstica
- Los datos disponibles para el tercer trimestre, la mayoría de ellos todavía cualitativos, apuntan a que el deterioro se está amortiguando
- Nuestro modelo MICA-BBVA estima que el PIB se podría contraer alrededor de un -0,6% t/t en el tercer trimestre
- La 5ª evaluación de la troika es positiva, pero el gobierno ha anunciado nuevas medidas de consolidación fiscal para 2013

## 1. Panorama económico

A pesar de la fuerte contracción que la economía registró en 2T (-1,2% t/t), los datos disponibles para 3T apuntan a que el ritmo de caída del PIB se estaría amortiguando (-0,6% t/t). El principal soporte de la economía continúa siendo el sector exterior, con unas exportaciones que, aun resintiéndose de la desaceleración de la demanda global, siguen creciendo a un ritmo robusto, mientras que la fuerte caída de las importaciones reflejan la extrema debilidad de la demanda doméstica. No obstante, esto está permitiendo una rápida corrección del déficit de la balanza por cuenta corriente, mucho más rápido de lo que cabía esperar, como ha destacado la troika en su último informe. La troika, además, también ha dado luz verde al sexto tramo de ayuda y ha revisado al alza los objetivos fiscales tanto este año como en 2013 y 2014, dando un poco más de margen para el ajuste. Pese a ello, el gobierno luso ha tenido que anunciar medidas adicionales para alcanzar estos objetivos en 2013. Por último, se mantiene el calendario previsto para que Portugal vuelva al mercado a partir de mediados de 2013. El mejor tono de los mercados financieros tras el anuncio de intervención del BCE hace que este objetivo sea ahora más plausible que hace tres meses.

### **El PIB se contrajo un -1,2% t/t en 2T, como se esperaba, lastrado por la fuerte caída de la demanda doméstica**

El ajuste fiscal en marcha, junto con el desapalancamiento del sector privado y el empeoramiento de la confianza y del mercado de trabajo, se dejaron notar en una mayor caída de la demanda doméstica (-2,7pp tras -0,1pp en 1T). No obstante, la caída tanto del consumo privado (-0,8% t/t) como del público (-0,1% t/t) se amortiguaron respecto al primer trimestre, pero la inversión (-10,3% t/t) se desplomó mucho más de lo esperado. Aunque las exportaciones netas aumentaron su contribución al crecimiento del PIB (+1,5pp), los datos del 2T revelaron señales algo menos optimistas, ya que el crecimiento de las exportaciones se desaceleró hasta el +0,7% t/t, por lo que dicha contribución positiva se debió principalmente a la fuerte caída de las importaciones (-3,3% t/t).

### **Los datos disponibles para el tercer trimestre apuntan a que el ritmo de deterioro se habría amortiguado**

El indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea repuntó en agosto, compensando la caída registrada en julio, debido a la mejora en la confianza del sector de la industria, servicios y construcción. Aunque los datos cuantitativos sólo están disponibles para julio, también apuntan en esta dirección. Por un lado, las ventas al por menor (en media móvil de los últimos tres meses) apuntan a que el gasto de los hogares habría aumentado en julio, interrumpiendo la fuerte caída observada durante el trimestre anterior. Por otro lado, la producción industrial repuntó en julio, compensando en parte las caídas registradas en los meses anteriores, mientras que el deterioro de los pedidos industriales también se ha amortiguado, especialmente por la buena evolución de los pedidos procedentes del exterior. En definitiva, todos estos indicadores apuntan a que la contribución de la demanda doméstica podría haber sido un poco menos negativa que en el primer trimestre del año.

Los datos de sector exterior de julio muestran que a pesar de que las exportaciones continúan desacelerándose, todavía crecen a un ritmo robusto, mientras que las importaciones han intensificado en los últimos meses el ritmo de caída. Por este motivo, esperamos que el sector exterior continúe apoyando el crecimiento y a la vez permita una rápida corrección del déficit del sector exterior. En particular, el déficit de la balanza comercial acumulado en los 12 meses hasta julio es de -4,689 miles de millones de euros, lo que equivale a un 2,8% del PIB. El ajuste ha sido considerable desde el máximo del -12,8% alcanzado en enero de 2009, y además este ajuste se ha acelerado en los últimos meses. El ajuste de este desequilibrio de la economía portuguesa se explica principalmente por la mejora en la balanza de bienes, donde las exportaciones han mantenido un buen ritmo de crecimiento gracias a las destinadas a países emergentes. Por otro lado, las importaciones han moderado el ritmo de caída iniciado en el

segundo trimestre de 2011. La balanza de servicios también ha mantenido un buen tono, aunque la exportación de servicios muestra signos de moderación.

## Nuestro modelo MICA-BBVA estima una contracción adicional del PIB en T3

Con la información parcial disponible hasta ahora sobre el tercer trimestre del año, y que se refiere sobre todo a los indicadores de confianza, esperamos una caída del PIB de -0,6% t/t, en línea con nuestro escenario macroeconómico, que recoge una contracción del PIB de -2,7% en el conjunto de 2012 (algo más optimista que la del -3% proyectada en el último informe de la troika). Para 2013, nuestra proyección del -0,3% tiene riesgos a la baja debido a las nuevas medidas fiscales anunciadas recientemente, así como a un posible efecto arrastre negativo de la economía española; aunque también se podría beneficiar de un mejor clima en los mercados financieros y un menor nivel de tensiones gracias a medidas anunciadas recientemente por el BCE.

## 2. La 5ª evaluación de la troika es positiva, pero se anuncian nuevas medidas de consolidación fiscal para 2013

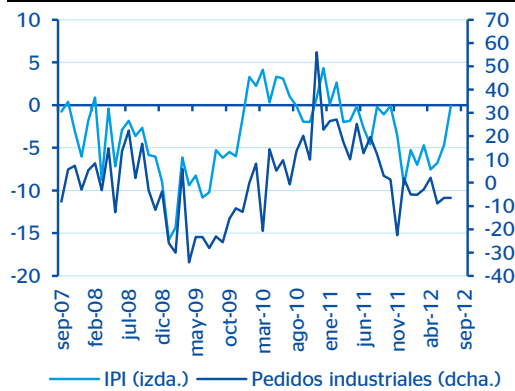
Una vez concluida la quinta misión de la troika y que finalmente ha dado luz verde al sexto tramo de ayuda, el gobierno luso ha anunciado nuevas medidas de consolidación para 2013, a pesar de que la troika ha suavizado la senda de los objetivos de déficit, pasando del -4,5% al -5% este año y del -3,5% al -4,5% en 2013. Esta revisión obedece fundamentalmente a dos razones. Por un lado, el tribunal constitucional ha declarado para 2013 inconstitucional la supresión prevista de las pagas extras de los empleados públicos, por lo que el gobierno se ha visto obligado a tomar medidas compensatorias. Por otro lado, tal y como muestran los datos de ejecución presupuestaria hasta julio, los ingresos públicos han estado por debajo de lo esperado, a pesar de que la caída de la actividad se ha comportado en línea con lo esperado. Esta mayor elasticidad de los ingresos públicos al PIB se deriva probablemente de una composición del crecimiento más sesgada de lo esperado a las exportaciones, que generan menos ingresos tributarios que la demanda interna.

Para compensar estas desviaciones y concretar los objetivos presupuestarios para el próximo año, el gobierno ha anunciado medidas fiscales, como el incremento de las contribuciones sociales pagadas por los empleados en 7pp hasta alcanzar el 18%, acompañado por una bajada de la contribución por parte del empleador del 23,75% al 18%, y el recorte en las pagas a los pensionistas. Esta medida reduce los salarios reales y continúa con las ganancias de competitividad, además de suponer un ahorro fiscal neto estimado de 3.560 millones de euros. También se han adelantado otras medidas fiscales que se implementarán el año próximo, como el aumento de impuestos especiales, la revisión de los tramos del impuesto sobre la renta de las personas físicas y un mayor control del gasto en la prestación de subsidios y los beneficios sociales (ver tabla 2). Se estima que todas estas medidas en su conjunto supondrán un ahorro de 4.900 millones de euros (2,8% del PIB).

En cuanto al acceso a los mercados, el calendario previsto se mantiene, a pesar de las necesidades de financiación adicionales; y se espera que Portugal pueda cubrirlas en el mercado a partir de mediados de 2013. En cualquier caso, las autoridades europeas han manifestado la disponibilidad de continuar apoyando a Portugal siempre y cuando se continúe cumpliendo estrictamente con las condiciones del programa.

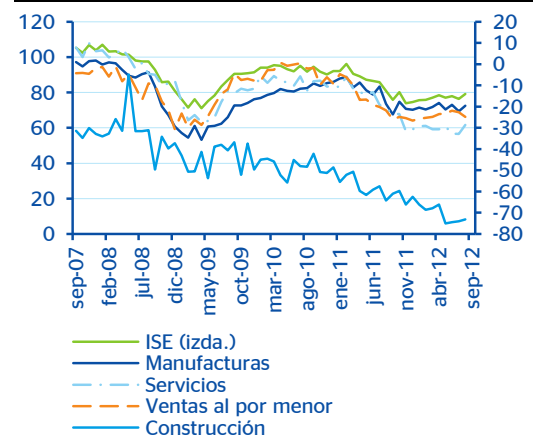
### 3. Tablas y gráficos

Gráfico 1  
Portugal: sector Industrial (a/a%)



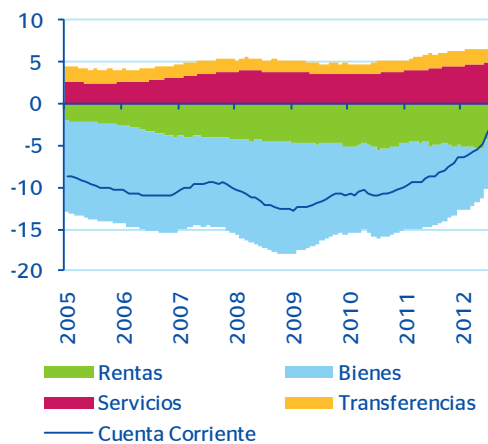
Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 2  
Portugal: confianza por sectores



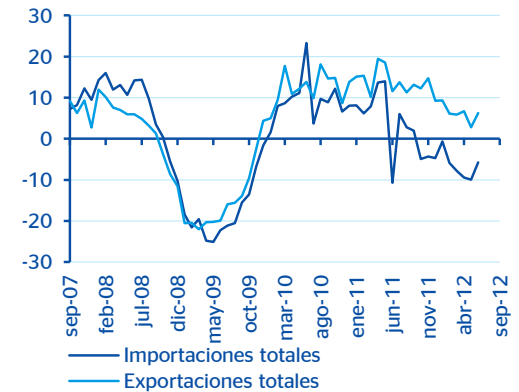
Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 3  
Portugal: cuenta corriente (en % del PIB)



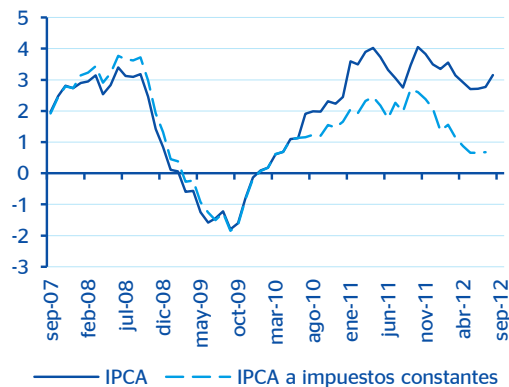
Fuente: Banco de Portugal

Gráfico 4  
Portugal: exportaciones e importaciones (variación i.a.)



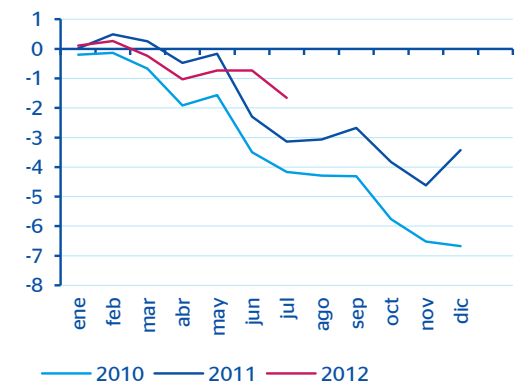
Fuente: INE y BBVA Research

Gráfico 5  
Portugal: inflación %/a



Fuente: INE, Eurostat y BBVA Research

Gráfico 6  
Portugal: ejecución presupuestaria



Fuente: DGO y BBVA Research

Tabla 1  
**Portugal: indicadores económicos**

		Hard Data							
		abr-12	may-12	jun-12	jul-12	ago-12		1T 12	2T 12
IPI	m/m	-6,61	4,08	-1,04	1,52	n/d	t/t	0,04	-2,29
	a/a	-7,55	-6,77	-4,67	-0,11	n/d			
Pedidos industriales	a/a	2,11	-8,93	-6,53	-6,49	n/d	t/t	4,81	-3,99
	Ventas al por menor	m/m	-2,86	3,41	0,00	0,11	n/d	t/t	-0,34
Desempleo (armonizado)	a/a	-9,77	-4,35	-5,38	-7,95	n/d			
	%	15,40	15,50	15,70	15,70	n/d	prom 3m	14,83	15,53
	Δ	0,30	0,10	0,20	0,00	n/d			
Inflación	m/m	0,06	-0,11	0,03	0,23	0,41	t/t	0,99	0,08
	a/a	2,92	2,70	2,71	2,77	3,15			
Inflación subyacente	m/m	0,01	0,02	0,01	-0,11	0,27	t/t	0,67	0,12
	a/a	1,69	1,65	1,58	1,39	1,54			
Exportaciones	a/a	2,95	8,43	9,78	6,79	n/d	t/t	4,56	0,95
Importaciones	a/a	-12,73	-9,24	-3,47	-6,22	n/d	t/t	-0,77	6,12
		Soft Data							
		ene-12	feb-12	mar-12	abr-12	may-12	jun-12	jul-12	ago-12
ISE	Nivel	75,70	75,90	77,10	78,50	77,00	77,90	76,40	79,10
	Δ	1,1	0,2	1,2	1,4	-1,5	0,9	-1,5	2,7
CE expectativas de empleo	Man. Nivel	-12,90	-13,50	-14,70	-14,60	-14,50	-15,00	-14,50	-14,00
	Ser. Nivel	-15,80	-15,70	-15,70	-19,10	-19,80	-16,00	-13,90	-13,60
CE servicios	Nivel	-29,20	-29,00	-30,70	-30,70	-29,30	-32,70	-32,80	-28,60
	Δ	1,50	0,20	-1,70	0,00	1,40	-3,40	-0,10	4,20
CE Industria	Nivel	-20,50	-21,30	-20,20	-18,30	-21,40	-19,10	-22,20	-19,60
	Δ	1,00	-0,80	1,10	1,90	-3,10	2,30	-3,10	2,60
CE Consumo	Nivel	-56,00	-53,90	-52,50	-52,60	-52,10	-49,10	-50,40	-51,70
	Δ	0,50	2,10	1,40	-0,10	0,50	3,00	-1,30	-1,30

Nota: azul: mejora. Gris: deterioro. Blanco: neutro. Nota: las cifras trimestrales está en tasas t/t  
Fuente: Eurostat, Comisión Europea y BBVA Research

Tabla 2  
**Medidas de austeridad anunciadas en septiembre de 2012**

<b>Gastos</b>		
<b>Gasto en salarios</b>		Racionalizar los salarios de los empleados públicos y converger hacia el sector privado.
	<b>Salarios</b>	Los funcionarios recuperan una de las pagas extras de 2013 tras el veredicto del Tribunal Constitucional. La segunda se pagará de manera fraccionada a lo largo de 12 meses.
	<b>Contratación</b>	Acelerar la reducción de números de empleados públicos.
<b>Inversión</b>		Racionalizar los proyectos de inversión de las empresas públicas, reducir las transferencias y el número de empresas público-privadas.
<b>Pensiones</b>		Las pensiones entre 1.500€-2.000€/mes se reducirán en un 3,5%; las que estén entre 2.000€-4.165€/mes, entre el 3,5%; y aquellas por encima de 4.165€/mes en un 10%. Se mantendrá las dos pagas extras para los pensionistas que reciban menos de 600€/mes, se pagará sólo una para aquellos que ganen menos de 1.000€/mes y se suprimirán las dos para aquellos que reciban más de esta cantidad.
<b>Beneficios sociales</b>		Racionalización del acceso a los beneficios sociales, así como garantizar los mecanismos de control.
<b>Subsidios al desempleo</b>		Aplicar las nuevas reglas para obtener el subsidio por desempleo y aplicar criterios más restrictivos.
<b>Ingresos</b>		
<b>Impuestos directos (IRS)</b>		Se simplificará el número de tramos sobre el Impuesto sobre la renta. Se mantiene la tasa marginal máxima en el 46,5%.
<b>Impuesto sobre los rendimientos del capital</b>		Se aumenta la tasa al 26,5% y se revisará el actual sistema de deducciones.
<b>Impuesto sobre la propiedad</b>		Las plusvalías inmobiliarias pasan a tributar del 21% al 26,5%. Se creará un impuesto para viviendas valoradas en más de un millón de euros, aunque se desconoce el tipo que se va a aplicar.
<b>Contribuciones sociales</b>		Las contribuciones sociales pagadas por el empleado, tanto en el sector público como privado, subirán en 7 pp del 11% al 18%. Mientras que el empresario verá reducida su contribución del 23,75% al 18%.
<b>Otros impuestos</b>		Se creará un impuesto sobre los bienes de lujo.
<b>Medidas para combatir la evasión fiscal</b>		Aumentará la presión para evitar la evasión fiscal, y las transferencias y pagos a cuentas a paraísos fiscales estarán sujetas a un mayor control.

Fuente: 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](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo".**

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.