

# Observatorio Económico

## Portugal

Madrid, 23 de enero de 2014  
Análisis Económico

Europa

**Miguel Jiménez González-Anleo**  
Economista Principal  
mjjimenezg@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

## Estancamiento a final de 2013, aunque las exportaciones se recuperan

### El modelo MICA-BBVA prevé crecimiento nulo en 4T2013

- **En diciembre sigue mejorando la confianza de forma generalizada en todos los sectores**

El indicador de sentimiento económico de la Comisión Europea mejoró significativamente de nuevo en diciembre (gráfico 3), como ya se observó en noviembre, si bien todavía se sitúa por debajo de su media histórica, por lo que apunta a que el ritmo de la recuperación económica continúa siendo débil, algo por debajo de su ritmo de crecimiento promedio (alrededor de 0,3% t/t).

- **Tanto industria como comercio minorista rebotan en noviembre, si bien anticipan un deterioro del gasto privado tras el rebote de 3T13**

El aumento de la producción industrial en noviembre compensó la caída registrada en octubre (gráfico 5), por lo que la producción de dicho sector en los dos primeros meses de 4T13 habría aumentado un 1,1% sobre la media del tercer trimestre y apunta a que la caída observada en ese trimestre pudo ser temporal, asociada a la reducción de los pedidos procedentes del exterior (que también se deterioraron algo, pero ya ha revertido). Detrás de este aumento reciente se encuentra principalmente la mayor producción de bienes intermedios y de capital, seguramente ligados a la mejora de las exportaciones, lo que sugiere que el rebote de la inversión observado en el tercer trimestre (1,5% t/t, sobre todo en productos metálicos y equipo y construcción) es difícil que sea sostenible en el último trimestre de 2013.

A pesar del fuerte rebote de las ventas minoristas en noviembre (3,1% m/m) (gráfico 6), no se compensan las significativas caídas de los meses anteriores (-3,2% m/m en septiembre y -0,7% m/m en octubre), por lo que las ventas entre octubre y noviembre se contrajeron un -0,6% sobre la media de 3T13 (cuando subieron un 1,7% t/t), lo que apunta hacia una ligera contracción del consumo privado en 4T13 tras el robusto crecimiento del trimestre anterior (1,1% t/t).

- **Nuestro modelo MICA-BBVA estima un crecimiento nulo en 4T13**

Con los datos disponibles hasta el momento, el modelo MICA-BBVA estima un crecimiento nulo en el cuarto trimestre del año (gráfico 2), aunque estimaciones econométricas más sencillas apuntan a un 0,1% t/t. Esto supone un sesgo claro a la baja respecto a nuestro escenario base, que incorporaba una previsión de 0,3% t/t. Estos datos, tras las ligeras revisiones del crecimiento de los trimestres anteriores, suponen que el PIB se habría contraído en media en 2013 un -1,5% (previsión de BBVA Research de noviembre: -1,6%).

El indicador coincidente de actividad del Banco de Portugal ha continuado mejorando (gráfico 3), alcanzando un 0,5 en octubre y un 0,8 en noviembre. Este indicador, ligado al crecimiento interanual de la economía, correspondería a un crecimiento trimestral ligeramente negativo (alrededor de -0,1/-0,2% t/t).

- **Las exportaciones siguen siendo robustas y los pedidos del exterior vuelven a incrementarse**

Las exportaciones<sup>1</sup> hasta noviembre habrían aumentado un 2% sobre la media del tercer trimestre (cuando cayeron un -0,4% t/t), principalmente por una mejora en la demanda mundial, tanto dentro como fuera de la Unión Europea (gráfico 9). Mientras que el crecimiento de las importaciones habría sido más moderado, de alrededor de un 0,8% sobre 3T13 (1,7% t/t) (gráfico 7). Estas cifras apuntan a que las exportaciones volverán a contribuir positivamente al crecimiento, tras drenar -1,1pp en 3T13.

Por otra parte, el número de turistas se mantiene en niveles similares al tercer trimestre (gráfico 10), periodo en que las exportaciones de servicios crecieron aproximadamente en un 3,2% t/t (tras un +4,4% en 2T13), lo que nos lleva a pensar que al final del año esta tendencia podría mantenerse.

- **La inflación general aumentó ligeramente de nuevo en diciembre, interrumpiendo la fuerte moderación observada desde mediados de año**

La inflación general (IPCA) aumentó nuevamente en diciembre en 0,1pp hasta el 0,2% a/a, debido fundamentalmente a la menor caída de los precios energéticos y el aumento de los precios de los alimentos frescos, que compensaron la moderación de la inflación subyacente hasta el 0,2% a/a (gráfico 13). En cualquier caso, las bajas tasas de inflación son similares a las observadas a principios de año tras la desaparición de los efectos transitorios observados durante los años anteriores. La desaceleración de la inflación en 4T13 respecto al primer trimestre del año fue de alrededor de 0,4pp, como consecuencia de -0,5pp de caída de la inflación más volátil, mientras que la subyacente aumentó en 0,1pp gracias a la moderación en la caída de los precios de los bienes industriales no energéticos.

- **Nuevamente disminuyen el desempleo y los costes laborales**

El mercado de trabajo continúa comportándose mejor de los que cabría esperar para una economía que apenas ha salido de la recesión, lo cual apunta a los efectos positivos sobre el empleo derivados de la moderación salarial. La tasa de desempleo ha vuelto a descender ligeramente en noviembre (gráfico 11), hasta ubicarse en el 15,5%, una mejora de 1,5pp si la comparamos con el dato de hace un año (17% en noviembre del 2012). La reducción del desempleo ha sido más moderada en la segunda mitad de 2013 que en la primera. Sin conocer aún si esta reducción se debe en parte a una moderación o caída de la tasa de actividad los datos hasta el tercer trimestre ya registraban una mejora de la tasa de desempleo compatible con un aumento de la población activa.

Por otra parte los costes laborales han disminuido ligeramente (-0,1% t/t) en 3T13 tras el aumento observado en el trimestre anterior (1,3% t/t, debido fundamentalmente a los costes no salariales). En términos interanuales, los costes laborales llevan dos años de caídas, sobre todo en su componente salarial; aunque durante 2013 las reducciones han sido mucho más moderadas que en 2012 (gráfico 12).

---

1: Exportaciones de bienes ajustadas de estacionalidad con el paquete de desestacionalización de HAVER Analytics.

- **El déficit en 2013 podría estar incluso por debajo del objetivo fijado por el gobierno y la troika**

Los últimos datos de ejecución presupuestaria, disponibles hasta noviembre de 2013, siguen apuntando a que el gobierno cumplirá con el objetivo de déficit según el criterio de desempeño (5,5%), e incluso quedará por debajo del mismo (gráfico 17). Las estimaciones oficiales apuntarían a que el déficit finalmente rondaría 5,1% del PIB (5,5% incluyendo la recapitalización de BANIF), unos 0,4 puntos porcentuales menos que las estimaciones previas. Los incrementos acumulados hasta noviembre, tanto en ingresos como en gastos, están en línea con los objetivos (gráficos 15 y 16).

Tal y como habíamos advertido en el Situación Europa de noviembre<sup>2</sup>, el tribunal constitucional declaró inconstitucional, a finales de diciembre del año pasado, la medida presupuestaria que trataba de converger las fórmulas de pensiones de CGA (caja de funcionarios públicos) con las de Seguridad Social. El gobierno trataba con esta medida de recortar cerca de un 10% las pensiones mayores de 600 euros y las de supervivencia para mayores de 419 euros (ahorro de 0,4 puntos del PIB).

Ante la decisión del constitucional, el gobierno ha tomado decisiones que compensan el ahorro que estaba previsto con la convergencia de pensiones. Por un lado aplicar nuevamente en 2014 la contribución especial de solidaridad (CES) y alargar la base de contribución, que hasta el año pasado se aplicaba sólo a las pensiones superiores a 1350 euros y ahora empezaría en los 1000 euros. Por otro lado, aumentar las contribuciones de los funcionarios públicos al sistema de salud para los funcionarios públicos (ADSE) que inicialmente estaba previsto en 2,5% para 2014 pero que se incrementa hasta llegar al 3,5%. Estas medidas deberían ser compatibles con el objetivo de déficit para 2014 del 4% del PIB (gráfico 18).

---

2: Ver recuadro 4 en [http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/Situaci\\_nEuropa\\_nov-13\\_e\\_tcm346-410556.pdf?ts=2212014](http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/Situaci_nEuropa_nov-13_e_tcm346-410556.pdf?ts=2212014)

## Portugal

### Cuentas nacionales: el PIB se mantendrá plano en 4T13 tras dos trimestres de crecimiento

Se confirma el crecimiento del PIB de +0,2% t/t en 3T13, principalmente gracias al crecimiento de la demanda interna que contrarresta la caída de la demanda externa. Nuestro modelo MICA-BBVA prevé de momento un crecimiento plano en 4T13

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

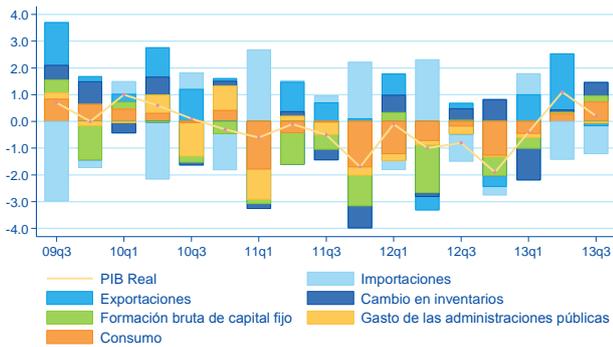
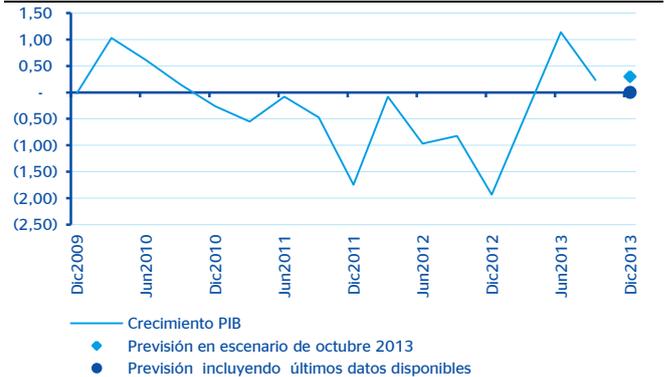


Gráfico 2  
Crecimiento del PIB (%t/t) y previsiones\*



### Confianza: en diciembre sigue la tendencia positiva iniciada a principios de año

El dato de confianza publicado por la CE (ESI) sigue mejorando cada vez más hacia su media histórica, registrando 97,4 puntos en diciembre. El indicador coincidente de actividad del Bdp 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/a)\*



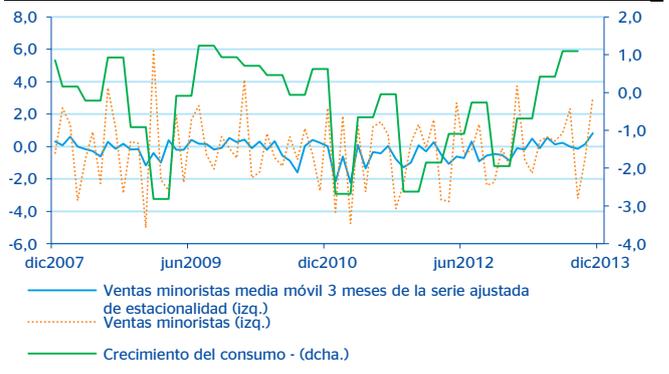
### Actividad: la producción industrial y el comercio minorista se recuperan en noviembre

El aumento de la producción industrial en noviembre (1,5% m/m) compensó la caída registrada en octubre (-0,7% m/m), situándose por encima del promedio del trimestre anterior (1,1% más elevado). Las ventas minoristas, se sitúan por debajo del promedio observado en 3T13 (-0,6%).

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



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



\* Fuente: HAVER y BBVA Research

## Sector exterior: las exportaciones siguen creciendo a un buen ritmo al inicio del 4T13

Las exportaciones hasta noviembre han aumentado un 2% sobre 3T13 (-0,4% t/t), mientras que el crecimiento de las importaciones ha sido moderado, de alrededor de un 0,8% 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 también los costes laborales

La tasa de desempleo ha vuelto a descender ligeramente en noviembre, hasta ubicarse en el 15,5%, una mejora de 1,5pp si la comparamos con el dato de hace un año (17,0% en noviembre del 2012). Los costes laborales han disminuido ligeramente (-0,1% t/t) en 3T13 tras el aumento observado en el trimestre anterior.

Gráfico 11  
Tasa de desempleo (%) y expectativas de empleo\*

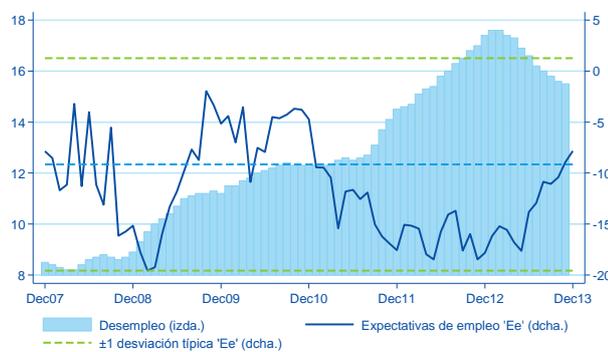
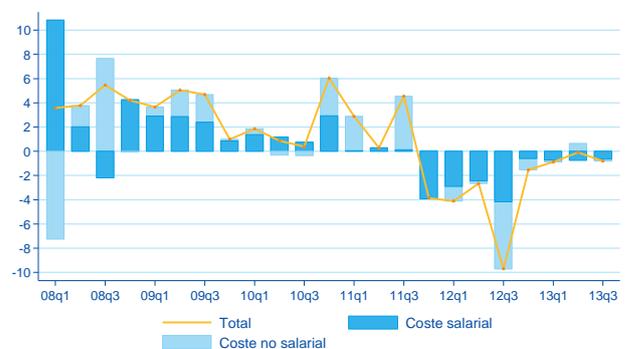


Gráfico 12  
Costes laborales en el sector empresarial (%/a)\*



\* Fuente: HAVER y BBVA Research

## Precios: la inflación aumenta de nuevo en diciembre, pero se mantiene baja

La inflación general (IPCA) aumentó nuevamente en diciembre en 0,1pp hasta el 0,2% a/a, mientras que la subyacente aumentó en 0,2pp (por la moderación en la caída de los precios de los bienes industriales no energéticos).

Gráfico 13  
Inflación, general y subyacente (%a/a)\*

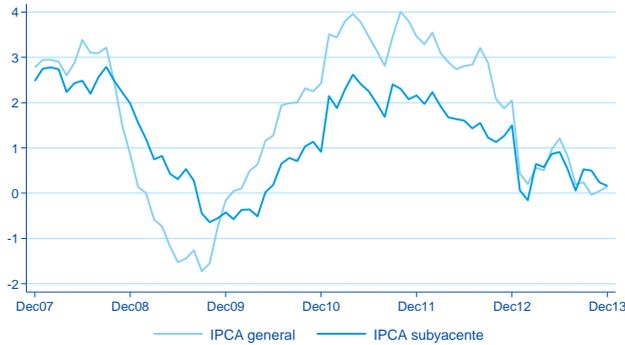
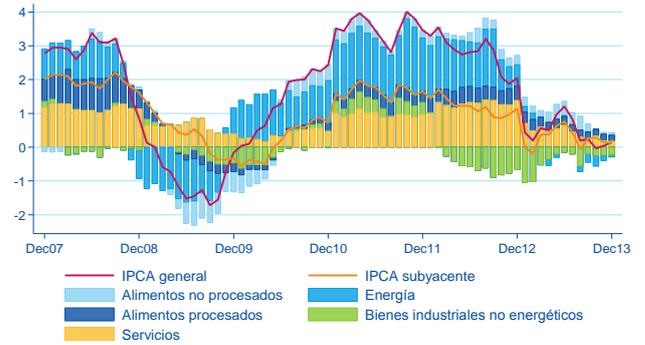


Gráfico 14  
Inflación por componentes (contribución en %)\*



## Sector público: el gobierno cumplirá el objetivo de déficit de 2013

Los últimos datos de ejecución presupuestaria apuntan a que el gobierno cumplirá con el objetivo de déficit del 5,5% del PIB, o incluso estará por debajo, con los gastos e ingresos por encima de los de 2013, pero un mayor aumento de ingresos.

Gráfico 15  
Gastos fiscales (comparación año anterior)\*



Gráfico 16  
Ingresos fiscales (comparación año anterior)\*

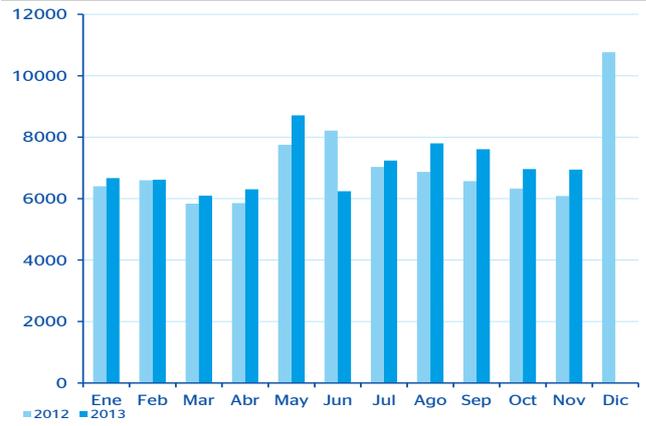


Gráfico 17  
Objetivo de déficit fiscal\*

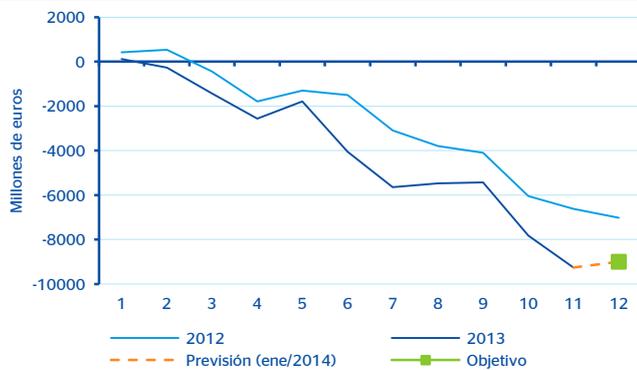
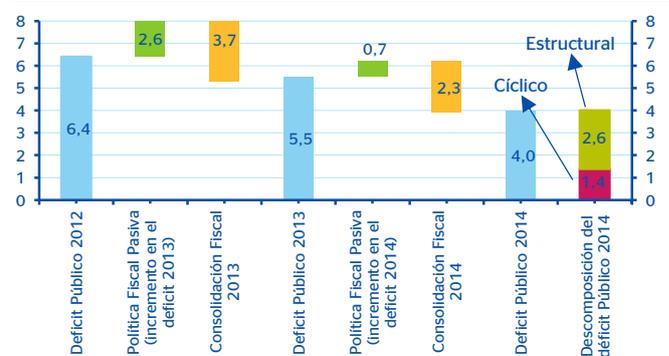


Gráfico 18  
Descomposición de déficit fiscal (cíclico y estructural)\*



\* 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.