

## Les perspectives de Portugal: creixement saludable per a estona

En acabar el 2018, el PIB de Portugal ja havia tornat als nivells del 2008<sup>1</sup> i havia recuperat el terreny perdut després de la crisi financera internacional de fa 10 anys i de la crisi del deute sobirà de la zona de l'euro. No oblidem d'on venim: en un escenari d'avertió al risc, que va dificultar l'obtenció de finançament al mercat, va ser necessari recórrer a un programa d'assistència financera externa que va durar entre el 2011 i el 2014<sup>2</sup> i que va obligar a la correcció dels desequilibris existents, un ajust que va provocar una caiguda acumulada del PIB del 6,0%.<sup>3</sup> El 2014, l'economia va iniciar un període de recuperació, amb ritmes d'expansió cada vegada més fermes i que van culminar amb un creixement del 2,8% el 2017. L'augment de competitivitat ha estat un dels grans artífexs de la recuperació i s'ha traduït en un major pes de les exportacions en el PIB, del 34% del 2011 al 47% del 2017. El 2018, el creixement s'ha mantingut robust, tot i que ha patit una desacceleració suau, la qual cosa reflecteix la desaparició de factors de suport externs que després analitzarem i l'entrada de l'economia en una fase més madura del cicle. Com s'ha comportat recentment l'economia i, sobretot, què cal esperar el 2019-2020?

Les dades més recents ens indiquen que la desacceleració s'explica per dos factors: una contribució negativa de la demanda externa i l'alentiment de la inversió, però, en conjunt, les perspectives econòmiques continuen sent esperançadores.

### Portugal: quadre macroeconòmic

Variació interanual (%)

	2017	2018	2019	2020
Consum privat	2,3	2,3	2,0	1,8
Consum públic	0,2	0,8	0,6	0,2
Formació bruta de capital fix	9,2	4,2	4,7	4,5
Invers. en béns d'equip. i transp.	13,7	6,6	6,5	5,5
Invers. en construcció	8,3	4,6	6,2	5,5
<b>Demanda interna (contrib.)</b>	<b>3,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>
Exportacions	7,8	6,8	5,2	4,3
Importacions	8,1	7,1	6,0	4,5
<b>Demanda externa (contrib.)</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,2</b>
<b>PIB</b>	<b>2,8</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>

Font: CaixaBank Research.

L'impacte negatiu de la demanda externa és el resultat de l'acceleració del creixement de les importacions, sobretot de béns d'inversió, però també de béns de consum, en especial béns duradors i automòbils. Alguns d'aquests factors són clarament temporals, com, per exemple, l'acceleració de la importació de vehicles en el 3T 2018: l'expectativa (que finalment no es va materialitzar) d'uns ajustos fiscals que havien d'incrementar el cost d'adquisició dels automòbils a partir del setembre va empènyer les llars a anticipar les compres abans d'aquesta data, però aquest efecte s'esvaïrà en els propers trimestres. No obstant això, l'acceleració de les importacions també té un component més estable: la inversió i el consum de les famílies<sup>4</sup> continuaran sent fortes, la qual cosa continuarà impulsant les importacions. Això i un menor creixement de les exportacions, afectades per la desacceleració de la demanda global i per una reducció de l'activitat turística, implicarà la continuació de les contribucions negatives de la demanda externa.

### Sector turístic: quadre de sensibilitat del PIB

Variació interanual (%)

	2017 *	Escenari 1	Escenari 2
VAB turisme	10,0	5,0	0,0
<b>Impacte en el PIB ** (p. p.) el 2018-2019</b>		-0,2	-0,6

Notes: \* Estimació per al 2017 a partir de les últimes dades disponibles (2015).

\*\* L'impacte sobre el PIB es calcula a partir del pes del valor afegit brut (VAB) del turisme en el VAB total.

L'escenari 1 té una probabilitat del 80% i projecta una desacceleració moderada de l'activitat turística. L'escenari 2 té una probabilitat del 20% i assumeix l'estancament del sector.

Font: CaixaBank Research.

creixement de l'economia i es beneficiaran de la millora de la competitivitat de l'economia i del major pes del sector de béns i serveis comercials.

En aquesta línia, el sector turístic, principal responsable de la correcció del desequilibri extern en els últims anys, ja té menys marge de recorregut a l'alça. Una desacceleració moderada de la contribució al creixement de l'activitat turística –l'escenari més raonable– tindria un impacte estimat de -0,2 p. p. en el creixement del PIB (en relació amb l'aportació que va realitzar aquest sector el 2015). Un estancament del sector restaria 0,6 p. p. al creixement.

No obstant això, malgrat que les exportacions perdin una mica de gas, cal destacar que<sup>5</sup> continuaran sent el principal motor del

La inversió, per la seva banda, és l'únic component que es continuarà situant per sota dels nivells previs a la crisi al final de l'any, però mantindrà el dinamisme. Diferents factors suggereixen que aquest component continuarà creixent al voltant del

1. El 2008, el PIB real era de 181,8 milers de milions d'euros i, el 2018, se situarà en els 183,8 milers de milions d'euros.

2. El programa tenia com a objectiu la correcció estructural dels desequilibris en les finances públiques i en els comptes externs, el despallanquejament de l'economia i la implementació de reformes per eliminar els principals obstacles estructurals al creixement.

3. Equivalent a una contracció mitjana anual de l'1,5%.

4. La contribució importada de cada unitat d'inversió i de consum és del 32% i del 22%, respectivament (Banc de Portugal, Butlletí Econòmic, desembre del 2017).

5. El contingut importador de les exportacions és elevat (el 45%), de manera que la seva expansió repercuteix en un major volum d'importacions.

5%, un ritme inferior al del 2017, però encara notable. En particular, la continuïtat d'unes condicions de finançament acomodaticies podria impulsar les decisions d'inversió en un context en què la capacitat productiva s'apropa ja als nivells màxims.

En definitiva, la demanda interna continuarà contribuint de forma substancial al creixement, gràcies, sobretot, al dinamisme del consum privat, que continuarà rebent el suport de la solidesa del mercat laboral. Així, l'ocupació va créixer el 2,1% en el 3T 2018 i les perspectives per als propers trimestres continuen sent positives. No obstant això, el consum podria ser una mica menys ferm que el 2017 i el 2018, ja que la reduïda taxa d'estalvi –que se situa en el 4,4% de la renda bruta disponible (mínim històric)– limitarà la capacitat de les famílies d'augmentar els nivells de despesa de forma sostinguda en els propers anys.

### Els factors que condicionen els patrons de creixement

La recuperació de l'economia entre el 2014 i el 2016 després de l'aplicació del programa d'assistència financera hauria estat més lenta sense la presència d'una sèrie de vents de cua que van afavorir el creixement. Es tracta, principalment, del comportament del preu del petroli –entre el juny del 2014 i el gener del 2015, va caure dels 112 dòlars per barril als 50 dòlars–, de la davallada dels tipus d'interès arran de les polítiques monetàries acomodaticies del BCE i de la depreciació de l'euro en relació amb el dòlar, el 22% entre el març del 2014 i l'abril del 2015. Aquests factors van estar particularment presents entre el 2014 i el 2016, però, en la conjuntura actual, molts d'aquests vents de cua s'han esgotat o, fins i tot, s'han girat de cara. Els exemples més clars són el preu del petroli i el tipus de canvi: el preu del petroli va passar de 48 dòlars al juny del 2017 a, aproximadament, 80 dòlars a l'octubre del 2018 i l'euro s'ha apreciat el 9% en relació amb el dòlar des de l'inici del 2017.

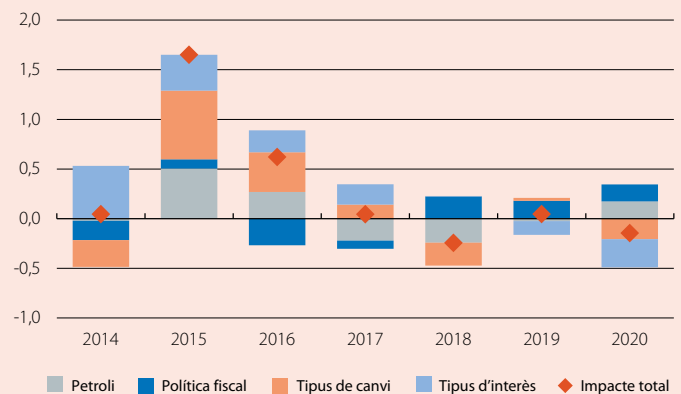
Atès el viratge dels vents de cua, estimem l'impacte dels tres factors esmentats anteriorment (petroli, tipus d'interès i tipus de canvi) i també de la política fiscal sobre el creixement previst del PIB en el període 2018-2020.

Com s'observa al gràfic, els preus del petroli i el tipus de canvi tenen un impacte negatiu substancial sobre el creixement el 2018 i explicarien una bona part de l'actual desacceleració de l'economia. Així i tot, el seu efecte negatiu no s'allargarà el 2019, ja que la depreciació recent de l'euro i l'expectativa que el petroli es vagi moderant impliquen que la major part de l'efecte es concentri el 2018.

Per la seva banda, l'impacte positiu dels baixos tipus d'interès s'ha esvaït al llarg del 2018 i es tornarà negatiu el 2019, quan s'iniciarà el cicle de normalització de la política monetària del BCE. Aquests efectes negatius són clarament compensats per la política fiscal, que, entre el 2018 i el 2020, tindrà un caràcter relativament expansiu que donarà suport al creixement.

En definitiva, l'impacte negatiu net dels quatre factors analitzats en el nostre senzill exercici quantitatiu no superarà els -0,25 p. p. del PIB el 2018, serà gairebé nul el 2019 (tot i que podria arribar als -0,2 p. p. si el turisme es desaccelerés) i podria assolir els -0,15 p. p. el 2020, a causa de l'expectativa d'un enfortiment gradual de l'euro i de la normalització de la política monetària. En comparació, aquests factors van contribuir positivament amb 1,6 i amb 0,6 p. p. al creixement el 2015 i el 2016, respectivament. Aquestes estimacions consoliden la perspectiva que, en els propers anys, el creixement pot ser una mica més moderat. Així i tot, el menor suport dels factors temporals no comportarà una erosió gaire onerosa per al creixement, en la mesura que l'economia lusitana traurà profit d'alguns avanços a nivell estructural (per exemple, la reducció del deute públic i el major pes del sector exportador). Així, la desacceleració que veiem haurà de ser entesa com l'entrada de l'economia en una fase més avançada del cicle, que es materialitzarà en ritmes d'expansió propers a un saludable 2,0%.

### Portugal: impacte sobre el creixement dels vents de cua i de cara (p. p.)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE, d'Eurostat, del Banc de Pagaments Internacionals i del Banc de Portugal.

Daniel Belo i Teresa Gil Pinheiro  
BPI Research