

Las perspectivas de Portugal: crecimiento saludable para rato

Al acabar 2018, el PIB de Portugal ya había vuelto a los niveles de 2008,¹ recuperando el terreno perdido tras la crisis financiera internacional de hace 10 años y la crisis de la deuda soberana de la eurozona. No olvidemos de dónde venimos: en un escenario de aversión al riesgo, que dificultó la obtención de financiación en el mercado, fue necesario recurrir a un programa de asistencia financiera externa que duró entre 2011 y 2014,² y que obligó a la corrección de desequilibrios existentes, un ajuste que provocó una caída acumulada del PIB del 6,0%.³ En 2014, la economía inició un periodo de recuperación, con ritmos de expansión cada vez más fuertes y que culminaron con un crecimiento del 2,8% en 2017. El aumento de competitividad ha sido uno de los grandes artífices de la recuperación y se ha traducido en un mayor peso de las exportaciones en el PIB, del 34% en 2011 al 47% en 2017. En 2018, el crecimiento se ha mantenido robusto aun sufriendo una suave desaceleración, lo que refleja la desaparición de factores de apoyo externos que luego analizaremos y la entrada de la economía en una fase más madura del ciclo. ¿Cómo se ha comportado recientemente la economía y, sobre todo, qué hay que esperar en 2019-2020?

Los datos más recientes nos indican que la desaceleración se explica por dos factores, a saber, una contribución negativa de la demanda externa y la ralentización de la inversión, pero en su conjunto las perspectivas económicas continúan siendo esperanzadoras.

El impacto negativo de la demanda externa es el resultado de la aceleración del crecimiento de las importaciones, sobre todo de bienes de inversión, pero también de bienes de consumo, especialmente bienes duraderos y automóviles. Algunos de estos factores son claramente temporales como, por ejemplo, la aceleración de la importación de vehículos en el 3T 2018: la expectativa (que finalmente no se materializó) de unos ajustes fiscales que iban a incrementar el coste de adquisición de los automóviles a partir de septiembre llevó a los hogares a anticipar sus compras antes de esa fecha, pero este efecto se va a disipar en los próximos trimestres. Sin embargo, la aceleración de las importaciones también tiene un componente más estable: la inversión y el consumo de las familias⁴ seguirán siendo fuertes, lo que continuará propulsando a las importaciones. Esto y un menor crecimiento de las exportaciones, afectadas por la desaceleración de la demanda global y por una reducción de la actividad turística, implicará la continuación de las contribuciones negativas de la demanda externa.

Sector turístico: cuadro de sensibilidad del PIB

Variación interanual (%)

	2017 *	Escenario 1	Escenario 2
VAB turismo	10,0	5,0	0,0
Impacto en el PIB ** (p. p.) en 2018-2019		-0,2	-0,6

Notas: * Estimación para 2017 a partir de los últimos datos disponibles (2015).

** El impacto en el PIB se calcula a partir del peso del VAB del turismo en el VAB total. El escenario 1 tiene una probabilidad del 80% y proyecta una desaceleración moderada de la actividad turística. El escenario 2 tiene una probabilidad del 20% y asume el estancamiento del sector.

Fuente: CaixaBank Research.

petitividad de la economía, y del mayor peso del sector de bienes y servicios comerciales.

La inversión, por su parte, es el único componente que continuará emplazándose por debajo de los niveles previos a la crisis al terminar el año, pero mantendrá su dinamismo. Distintos factores sugieren que este componente seguirá creciendo en torno al

Portugal: cuadro macroeconómico

Variación interanual (%)

	2017	2018	2019	2020
Consumo privado	2,3	2,3	2,0	1,8
Consumo público	0,2	0,8	0,6	0,2
Formación bruta de capital fijo	9,2	4,2	4,7	4,5
Invers. en bienes de equip. y transp.	13,7	6,6	6,5	5,5
Invers. en construcción	8,3	4,6	6,2	5,5
Demanda interna (contrib.)	3,1	2,4	2,3	2,1
Exportaciones	7,8	6,8	5,2	4,3
Importaciones	8,1	7,1	6,0	4,5
Demanda externa (contrib.)	-0,3	-0,3	-0,4	-0,2
PIB	2,8	2,1	1,9	1,9

Fuente: CaixaBank Research.

En esta línea, el sector turístico, principal responsable de la corrección del desequilibrio externo en los últimos años, ya tiene menos margen de recorrido al alza. Una desaceleración moderada de la contribución al crecimiento de la actividad turística –el escenario más razonable– tendría un impacto estimado de -0,2 p. p. en el crecimiento del PIB (en relación con la aportación que realizó este sector en 2015). Un estancamiento del sector detraería 0,6 p. p. de crecimiento.

No obstante, aunque las exportaciones pierdan algo de gas, cabe destacar que⁵ seguirán siendo el principal motor del crecimiento de la economía, beneficiándose de la mejora de la com-

1. En 2008, el PIB real era de 181,8 miles de millones de euros y, en 2018, se situará en los 183,8 miles de millones de euros.

2. El programa tenía como objetivo la corrección estructural de los desequilibrios en las finanzas públicas y cuentas externas, el desapalancamiento de la economía y la implementación de reformas para eliminar los principales obstáculos estructurales al crecimiento.

3. Equivalente a una contracción media anual del 1,5%.

4. La contribución importada de cada unidad de inversión y de consumo es del 32% y el 22%, respectivamente (Banco de Portugal, Boletín Económico, diciembre de 2017).

5. El contenido importador de las exportaciones es elevada (45%), por lo que su expansión repercute en un mayor volumen de importaciones.

5%, un ritmo menor que en 2017, pero todavía notable. En particular, la continuidad de unas condiciones de financiación acomodaticias podría impulsar las decisiones de inversión en un contexto en el que en la capacidad productiva ya está cerca de niveles máximos.

En definitiva, la demanda interna seguirá contribuyendo de forma sustancial al crecimiento, gracias sobre todo al dinamismo del consumo privado que continuará viéndose aupado por la robustez del mercado laboral. Así, el empleo creció un 2,1% en el 3T 2018 y las perspectivas para los próximos trimestres siguen siendo positivas. Sin embargo, el consumo podría resultar un poco menos pujante que en 2017 y 2018, en la medida en que la reducida tasa de ahorro –que se sitúa en el 4,4% de la renta bruta disponible (mínimo histórico)– limitará la capacidad de las familias para aumentar sus niveles de gasto de forma sostenida en los próximos años.

Los factores que condicionan los patrones de crecimiento

La recuperación de la economía entre 2014 y 2016 tras la aplicación del programa de asistencia financiera habría sido más lenta sin la presencia de una serie de vientos de cola que favorecieron el crecimiento. Se trata principalmente del comportamiento del precio del petróleo –entre junio de 2014 y enero de 2015 cayó de 112 dólares por barril a 50 dólares–, la caída de los tipos de interés a resultas de las políticas monetarias acomodaticias del BCE y la depreciación del euro respecto al dólar en un 22% entre marzo de 2014 y abril de 2015. Estos factores estuvieron particularmente presentes entre 2014 y 2016, pero, en la coyuntura actual, muchos de estos vientos de cola se han agotado o incluso se han girado de cara. Los ejemplos más claros son los del precio del petróleo y el tipo de cambio: el precio del petróleo pasó de 48 dólares en junio de 2017 a aproximadamente 80 dólares en octubre de 2018, mientras que el euro se ha apreciado un 9% respecto al dólar desde el inicio de 2017.

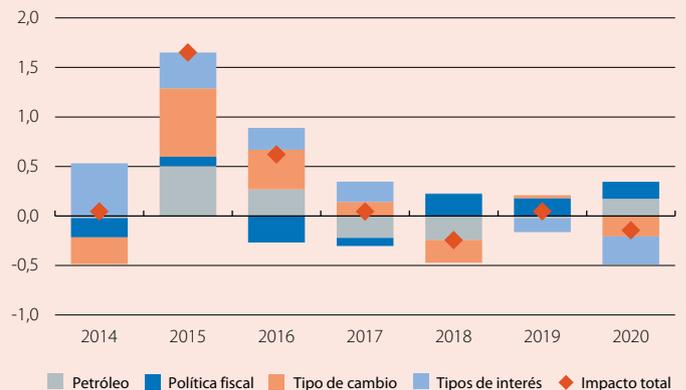
Dado el viraje de los vientos de cola, estimamos el impacto de los tres factores mencionados anteriormente (petróleo, tipos de interés y tipo de cambio) y también de la política fiscal sobre el crecimiento previsto del PIB en el periodo 2018-2020.

Como se observa en el gráfico, los precios del petróleo y el tipo de cambio están teniendo un impacto negativo sustancial sobre el crecimiento en 2018 y explicarían buena parte de la actual desaceleración de la economía. Con todo, su efecto negativo no se prolongará en 2019, ya que la reciente depreciación del euro y la expectativa de que el petróleo se vaya moderando implican que la mayor parte del efecto se concentre en 2018.

Por su parte, el impacto positivo de los bajos tipos de interés se ha desvanecido a lo largo de 2018, y se volverá negativo en 2019, cuando se iniciará el ciclo de normalización de la política monetaria del BCE. Estos efectos negativos se están viendo claramente compensados por la política fiscal que, entre 2018 y 2020, tendrá un carácter relativamente expansivo que respaldará al crecimiento.

En definitiva, el impacto negativo neto de los cuatro factores analizados en nuestro sencillo ejercicio cuantitativo no excederá los $-0,25$ p. p. del PIB en 2018, será prácticamente nulo en 2019 (aunque podría alcanzar el $-0,2$ p. p. si el turismo se desacelerase) y podría llegar hasta los $-0,15$ p. p. en 2020 debido a la expectativa de un fortalecimiento paulatino del euro y a la normalización de la política monetaria. En comparación, estos factores contribuyeron positivamente en 1,6 y 0,6 p. p. al crecimiento en 2015 y 2016, respectivamente. Estas estimaciones afianzan pues la perspectiva de que, en los próximos años, el crecimiento puede ser algo más moderado. Con todo, el menor apoyo de los factores temporales no supondrá una erosión excesivamente onerosa para el crecimiento, en la medida que la economía lusa sacará provecho de algunos avances a nivel estructural (por ejemplo, la reducción de la deuda pública y el mayor peso del sector exportador). Así, la desaceleración que estamos viendo deberá entenderse como la entrada de la economía en una fase más avanzada del ciclo que se materializará en ritmos de expansión próximos a un saludable 2,0%.

Portugal: impacto sobre el crecimiento de los vientos de cola y de cara (p. p.)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE, Eurostat, Banco de Pagos Internacionales y Banco de Portugal.

Daniel Belo y Teresa Gil Pinheiro
BPI Research