

L'economia portuguesa el 2020: perspectives econòmiques positives, però més incertesa

Després de créixer una mitjana del 3,0% el 2017-2018, l'economia portuguesa ha moderat el creixement fins a cotes properes al 2,0% el 2019. L'entrada en una fase més madura del cicle i l'esvaïment de factors de suport temporals que han impulsat el creixement en els últims anys són els principals causants d'una expansió més moderada. Així i tot, aquest ritme és suficient per consolidar la recuperació de la convergència de Portugal amb la resta de la zona de l'euro sense generar desequilibris macrofinancers.

Per encarar el 2020, és necessari fer un breu repàs de l'any 2019. La demanda interna ha mantingut una aportació al creixement notable i similar a la del 2018 i s'ha continuat beneficiant de la bona marxa del consum privat, que, al seu torn, es basa en la solidesa del mercat laboral. No obstant això, és la inversió la que ha brillat amb llum pròpia el 2019, i la seva acceleració ha estat visible en tots els components: maquinària, transports i construcció. No obstant això, l'acceleració de la inversió ha contribuït a impulsar un creixement de les importacions superior al de les exportacions, de manera que l'aportació del sector exterior al creixement econòmic ha estat negativa (-1,2 p. p.). D'aquesta manera, el saldo de la balança per compte corrent i de capital va caure fins al 0,2% del PIB.

Portugal: quadre macroeconòmic

Variació interanual (%)

	2018	2019	2020	2021
PIB real	2,4	1,9	1,7	1,6
Consum privat	3,1	2,2	1,9	1,7
Consum públic	0,9	0,5	0,2	0,2
Formació bruta de capital fix	5,8	7,4	4,4	4,4
Exportacions	3,9	2,5	2,3	2,6
Importacions	5,9	5,2	3,7	3,3
Demanda interna (contrib.)	3,1	2,8	2,1	2,0
Demanda externa (contrib.)	-0,8	-1,2	-0,6	-0,3
Variació d'existències (contrib.)	0,1	0,3	0,3	0,0

Font: CaixaBank Research.

Què es pot esperar per al 2020?

En primer lloc, el 2020 estarà marcat per la prolongació dels factors d'incertesa globals (tensions comercials, *brexit*, conflictes geopolítics...) ja presents el 2019. Aquests factors afectaran, sobretot, el sector exportador, que mantindrà un ritme de creixement moderat, i la inversió, en la mesura que tant l'augment de la incertesa com les disrupcions que s'estan produint al sector de l'automòbil podrien comportar l'ajornament de decisions d'inversió. No obstant això, preveiem que la desacceleració del creixement serà relativament moderada, gràcies, en part, al fet que les polítiques acomodaticies del BCE facilitaran el procés de despallanquejament dels sectors públic i privat i donaran suport a uns costos de finançament més baixos. A més a més, si la desacceleració fos superior a l'esperada, hi hauria un cert marge per dur a termes polítiques fiscals lleugerament expansives que n'esmortessin els efectes.¹

Així, esperem que l'economia avanci l'1,7% el 2020, 2 dècimes menys que el 2019. La demanda interna i les exportacions seran els grans motors del creixement, tot i que la seva aportació serà una mica inferior a la dels últims anys.

La demanda interna es veurà afectada pel menor creixement del consum privat i de la inversió. En el cas del consum, el 2020, es notará encara més que les llars ja s'han posat gairebé al dia amb les decisions de despesa ajornades en els anys de crisi i d'alentiment del creixement de l'ocupació. A tot plegat s'afegeix una taxa d'estalvi en mínims històrics, la qual cosa dificultarà la realització de compres de quanties elevades. Al seu torn, la inversió es moderarà de manera significativa, ja que moltes empreses, en un entorn global més incert i amb una demanda externa menor, ajornaran les decisions d'inversió. No obstant això, la recepció de fons comunitaris, la fermesa de la inversió residencial i uns costos de finançament baixos continuaran donant suport a un creixement de la inversió per damunt del 4,0%.

Com evolucionaran les exportacions?

En el context actual, l'evolució de les exportacions és el component que genera més incertesa, de manera que paga la pena fer una anàlisi més detallada de les seves perspectives, en especial si tenim en compte el seu paper preponderant en la recuperació de l'economia portuguesa en els últims anys.

En particular, analitzem la relació entre les exportacions de béns i serveis portugueses i el creixement dels seus principals socis comercials. Al segon gràfic, podem veure que el creixement de les exportacions es va començar a reduir coincidint amb la

1. Així mateix, l'increment dels salaris dels funcionaris ja aprovat pot tenir efectes positius sobre el consum de les llars el 2020.

desacceleració del creixement dels principals socis i que ha seguit una evolució similar. Quan analitzem la relació estadística de les dues variables, obtenim que un descens d'1 p. p. del creixement econòmic dels principals socis comercials té un impacte negatiu de 2 p. p. en el creixement de les exportacions. D'aquesta manera, si tenim en compte que les nostres previsions anticipen que, el 2020, els principals socis comercials de Portugal² creixeran 0,1 p. p. menys que el 2019, el creixement de les exportacions es podria reduir en 0,2 p. p., una xifra relativament modesta.

Més enllà d'aquestes estimacions, hi ha focus de risc importants que podrien erosionar el sector exterior més del que s'esperava. En primer lloc, caldrà veure l'impacte del *bretxit*, un factor important en la mesura que les exportacions cap al Regne Unit (el quart soci comercial de Portugal) representen el 4,3% del PIB portuguès. I, en segon lloc, fins a quin punt la producció i l'exportació d'automòbils es poden veure perjudicades per l'ajornament de decisions de compra de cotxes en un entorn caracteritzat per les profundes transformacions estructurals del sector i per la incertesa reguladora.

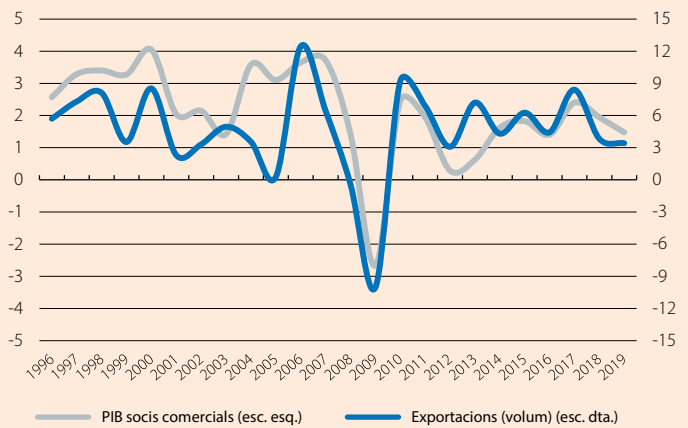
Malgrat els riscos subratllats, un element que cal tenir present és que el contingut importador de les exportacions portugueses és elevat (1 euro exportat es tradueix en un augment de 44 cèntims en les importacions), de manera que la desacceleració de les exportacions implicaria que les importacions també registressin creixements més moderats i mitiguessin l'efecte negatiu de la demanda externa sobre el creixement.

Serà un bon any?

Després d'aquesta visió de conjunt més qualitativa, acabem l'article amb una anàlisi quantitativa. Per aquest motiu, fem un petit model de predicció del creixement del PIB el 2020 a partir dels registres esperats dels indicadors de confiança dels consumidors i dels indicadors de confiança a la indústria i als serveis de l'INE.³ En aquest sentit, l'exercici de predicció presenta un creixement del PIB el 2020 de l'1,8%, molt semblant a la nostra previsió (l'1,7%). A més a més, **estimem que la probabilitat que el creixement sigui superior a l'1,5% és del 72%**, mentre que la probabilitat que el creixement sigui menor al 0,6% (el 0,6% correspondria a un creixement intertrimestral nul en els quatre trimestres de l'any) és inferior al 5%.

Portugal: exportacions i PIB dels socis comercials

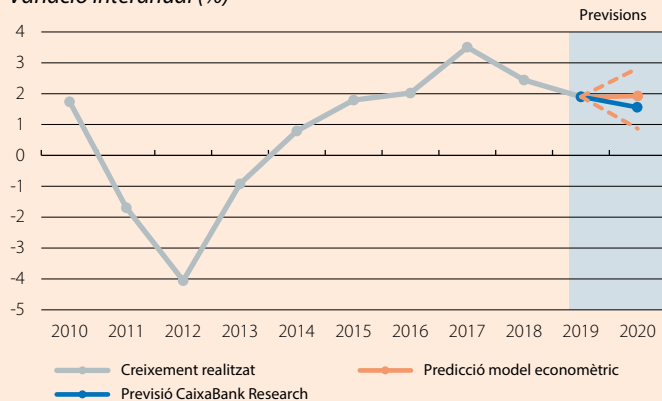
Variació interanual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE de Portugal, del Banc de Portugal i de l'FMI.

Portugal: PIB

Variació interanual (%)



Nota: La predicció del model economètric s'obté a partir d'una regressió del creixement sobre els índexs de confiança del consumidor i de sentiment empresarial de manufactures i de serveis de l'INE de Portugal (R^2 del 91%). Estimem els valors de les variables independents el 2020 amb un AR(1) i després prediem el creixement del 2020. Les línies discontinües mostren els intervals de confiança al 90%.

Font: CaixaBank Research.

En definitiva, **l'economia portuguesa es troba en una fase força més resilient que en episodis anteriors d'alentiment global**, ja que té uns fonaments molt més sòlids, gràcies al reforç de la competitivitat, a la reducció d'importants desequilibris (i aquí cal fer un esment especial a la reducció del deute privat) i a les reformes estructurals implementades en els últims anys.

Daniel Belo i Teresa Gil Pinheiro

2. El 86% de les exportacions de béns i serveis es destinen a 20 països diferents, entre els quals destaquen, per ordre d'importància, Espanya (~20%), França (~13%), Alemanya (~11%), el Regne Unit (~10%) i els EUA (~5%). Angola i el Brasil se situen en 8è i en 9è lloc, respectivament, amb quotes inferiors al 3%, i la Xina se situa en 15è lloc, només amb l'1% de quota.

3. Prediem els valors d'aquests indicadors el 2020 amb un AR(1) i, d'acord amb ells, fem una predicció del creixement el 2020. Regressem el creixement del PIB sobre els indicadors de confiança dels consumidors i de les empreses. La principal especificació és $\text{Creixement PIB}_t = \beta_0 + \beta_1 * \text{Confiança Consumidor}_t + \gamma * \text{Confiança Manufactures}_t + \alpha * \text{Confiança Serveis}_t + \epsilon_t$, amb dades anuals que comencen l'any 2002.