

Sólidos fundamentos macroeconómicos, pero ojo con el impacto de los estímulos fiscales

VALORACIÓN POR PAÍSES

PUNTOS FUERTES Y PUNTOS DÉBILES

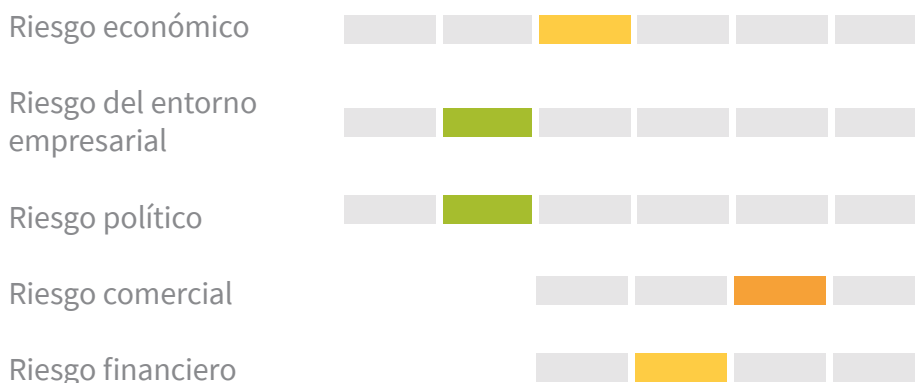
PANORAMA ECONÓMICO

ESTRUCTURA COMERCIAL

LA COMPLEJIDAD DE LA COBRANZA

BB2

RIESGO BAJO para las empresas



PIB	525.000.000.000 USD (Clasificación mundial: puesto 23, Banco Mundial 2017)
Población	38 millones (ranking mundial: puesto 37, Banco Mundial 2017)
Forma de estado	República
Jefe del Gobierno	Mateusz MORAWIECKI (primer ministro)
Próximas elecciones	2019, legislativas

PUNTOS FUERTES

- Miembro de la UE.
- Estructura sectorial diversificada del comercio exterior.
- Demanda interna robusta.
- Sector bancario resistente en general.
- Sólida trayectoria de baja inflación.
- Entorno empresarial fuerte en general.

PUNTOS DÉBILES

- Incertidumbres políticas.
- Lentos avances en materia de reformas estructurales.
- Estímulo fiscal procíclico en los últimos años.
- Estructura regional del comercio exterior no diversificada.
- Elevada carga de la deuda externa.



- Sólido crecimiento en 2018, pero desaceleración a la vista.
- La consolidación fiscal estará en juego.
- Relativa estabilidad de precios.

Sólido crecimiento en 2018, pero desaceleración a la vista

El crecimiento del PIB real se aceleró al +5,1% en 2018 desde el +4,8% de 2017. Los datos pormenorizados del lado de la demanda muestran que el crecimiento estuvo plenamente impulsado por la demanda interna (+4,6 pp) y por un aumento de las existencias (+0,7 pp), mientras que las exportaciones netas realizaron una pequeña contribución negativa (-0,2 pp). El gasto del

consumidor se expandió en un +4,6% en 2018, ligeramente por debajo del +4,9% de 2017, y el gasto público lo hizo en un +3,6% (+3,5% en 2017). Gracias a una mayor utilización de la financiación de la UE para proyectos subvencionables, la inversión fija se elevó un +7,3% (+3,9% en 2017). La actividad de comercio exterior perdió cierto impulso en 2018, pero se mantuvo en general robusta, con una expansión de las exportaciones del +6,2% (+9,5% en 2017) y de las importaciones del +7% (+10% en 2017).

De cara al futuro, los primeros indicadores muestran un panorama heterogéneo. El PMI de fabricación cayó hasta la cifra de 47,6 en febrero de 2019, marcando el cuarto mes en territorio de contracción por debajo del umbral de 50,0, lo que sigue reflejando en particular la disminución de las nuevas entradas de pedidos, especialmente de exportación. En otro orden de cosas, el crecimiento de la producción industrial repuntó al +6,1% interanual en enero de 2019, tras haberse debilitado notablemente en el 4T de 2018. El crecimiento de las ventas minoristas se mantuvo sólido en el +4,7% interanual en enero, pero la confianza económica en el sector minorista se desvaneció a principios de 2019. En combinación con el deterioro de las perspectivas económicas de la Eurozona, el principal socio exportador de Polonia, esperamos una desaceleración del crecimiento económico polaco en 2019 y 2020. La desaceleración se verá atenuada en cierta medida por un mayor estímulo fiscal que es probable que se implemente antes de las elecciones legislativas de octubre de 2019. En general, pronosticamos un crecimiento del PIB anual global del +3,5% en 2019 y del +3,1% en 2020.

La consolidación fiscal estará en juego

Polonia cuenta con un marco de política fiscal basado en reglas, lo que, en teoría, es un punto positivo. Sin embargo, el gobierno del PiS que entró en funciones a finales de 2015 ha emprendido un curso de política económica controvertido. Adoptó una serie de medidas que han debilitado fundamentalmente la independen-

cia y la eficacia de las principales instituciones estatales, como el Tribunal Constitucional, la radiodifusión pública, la Administración Pública y el Banco Central. Además, el PiS suavizó algunas de las normas tributarias e introdujo varias medidas de estímulo fiscal, la mayoría de las cuales impulsaron el consumo mediante el aumento de las prestaciones sociales. Esta relajación fiscal apoyó efectivamente el crecimiento en 2017 y 2018, aunque el aumento del gasto de capital gracias a la mayor utilización de la financiación de la UE y al fortalecimiento de la demanda externa desempeñó un papel más importante. Y debido al fuerte crecimiento del PIB en 2017 y 2018, tanto el déficit fiscal como la deuda pública total disminuyeron en relación con el PIB, a pesar de la laxitud de la política fiscal.

En un contexto de desaceleración del crecimiento y de nuevas medidas de estímulo fiscal, esta tendencia positiva podría invertirse en los próximos años. En febrero de 2019, el PiS anunció un nuevo paquete de gasto fiscal previo a las próximas elecciones legislativas de octubre. Una vez más, las medidas propuestas se centran en el gasto social para impulsar el consumo y no en las mejoras estructurales. Si se aplica, el paquete apoyará el crecimiento, o atenuará la desaceleración prevista, a corto plazo. No obstante, dado que el crecimiento en 2019 y 2020 seguirá siendo muy inferior a los resultados de los dos años anteriores, es muy probable que se dé un giro a la reciente mejora de los indicadores de las finanzas públicas. Actualmente prevemos que el déficit fiscal se amplíe de un -0,6% del PIB estimado en 2018 al -1,9% en 2019 y al -2,5% en 2020. Y es probable que la deuda pública se aproxime al 50% del PIB en 2020, después de haberse reducido del 54,2% en 2016 a alrededor del 48,6% en 2018. Estos pronósticos están sujetos a



una considerable incertidumbre, ya que el calendario y los detalles sobre la financiación del paquete de estímulo todavía no estaban claros en el momento de la redacción de este informe.

Relativa estabilidad de precios

El marco de política monetaria se basa en la fijación de objetivos de inflación. Desde principios de 2004, el Consejo de Política Monetaria (CPM) de Polonia ha perseguido una meta de inflación continua del $2,5\% \pm 1$ pp. Dado que la inflación de los precios al consumo se mantuvo por debajo del intervalo objetivo de febrero de 2013 hasta finales de 2016 (y en territorio de deflación en la segunda mitad de ese período), el CPM redujo su tipo de interés oficial al 1,5% en marzo de 2015 y lo ha mantenido hasta la fecha. Desde principios de 2017 hasta octubre de 2018, el crecimiento de los precios permaneció en la mitad inferior del intervalo objetivo antes de volver a caer por debajo de dicho intervalo. A principios de 2019, algunos miembros del CPM hablaron acerca de posibles recortes de los tipos de interés en un futuro próximo. Sin embargo, el probable aumento del gasto fiscal ha reducido la probabilidad de que se produzca una relajación monetaria, ya que la inflación podría repuntar de nuevo después de mediados de 2019. Euler Hermes espera que los precios al consumo aumenten en una media del +1,5% en 2019 y del +2,5% en 2020.

Vulnerabilidad moderada del tipo de cambio

Después de estabilizarse en el período de 2012 a 2015, la volatilidad de la moneda aumentó en 2016, y el PLN experimentó episodios de debilidad a raíz de acontecimientos políticos como el inicio de la aplicación por parte del gobierno del PiS de sus polémicas medidas políticas a principios de 2016, el Brexit en junio y la elección de Donald Trump como presidente de EE. UU. en noviembre. La mayoría de las pérdidas se recuperaron pasado algún tiempo y, en general, el PLN se depreció en un modesto -4% frente al EUR en 2016. La mitad de esas pérdidas se recuperaron en 2017 y, desde entonces, el PLN ha experimentado una modesta volatilidad a corto plazo, pero una relativa estabilidad a medio plazo. Euler Hermes espera que continúe la vulnerabilidad moderada del tipo de cambio a los impactos internos y externos en 2019 y 2020.

El riesgo de liquidez externa ha aumentado, pero sigue siendo razonable

El saldo por cuenta corriente anual pasó de un superávit del +0,3% del PIB en 2017 a un pequeño déficit del -0,7% en 2018 y se prevé que se amplíe hasta un nivel aún adecuado del -1,5% aproximadamente en 2019 y 2020. El déficit de 2018 se cubrió casi dos veces y media con las



entradas netas de inversión extranjera directa. La deuda externa se ha reducido ligeramente desde principios de 2017 y se situó en 316.000.000.000 EUR al término del 3T de 2018, lo que equivale a un 64% del PIB, porcentaje que aún se considera relativamente elevado (desde el 72% de 2017 pero superior al 46% de 2008).

Las reservas de divisas se elevaron a un máximo de 103.000.000.000 EUR en diciembre de 2016, pero desde entonces han sido inferiores.

Situadas en 93.000.000.000 EUR en enero de 2019, seguían siendo adecuadas en términos de cobertura de las importaciones, con 4,3 meses, aunque esta cifra resultó inferior a la de un semestre más cómodo registrado a finales de 2016. En otros términos, sin embargo, las reservas tan solo cubren alrededor del 77% de los pagos estimados de deuda externa con vencimiento en los próximos 12 meses, porcentaje inferior a un nivel adecuado de al menos el 100%. Y dado que Polonia puso fin a su acuerdo en el marco de la Línea de Crédito Flexible (LCF) del FMI en noviembre de 2017 (que había sido recurrente desde 2009 y que, en última instancia, brindó acceso a unos 8.000.000.000 EUR), se puede concluir que el riesgo de liquidez externa ha aumentado ligeramente en los últimos dos meses, pese a que todavía se califica como moderado en general.

ESTRUCTURA COMERCIAL POR DESTINO/ORIGEN

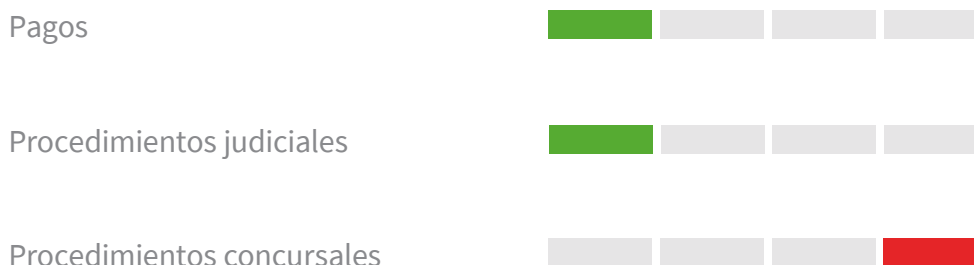
(% DEL TOTAL)

Exportaciones	Rango	Importaciones
Alemania 25% 	1	26% Alemania 
República Checa 7% 	2	10% China 
Reino Unido 6% 	3	5% Italia 
Francia 5% 	4	5% Rusia 
Italia 5% 	5	5% Países Bajos 

ESTRUCTURA COMERCIAL POR PRODUCTO

(% DEL TOTAL)

Exportaciones	Rango	Importaciones
Componentes de vehículos 6%	1	5% Artículos de plástico
Mobiliario 5%	2	5% Equipos de telecomunicaciones
Aparatos eléctricos 5%	3	4% Petróleo crudo
Motores 5%	4	4% Herramientas diversas
Herramientas diversas 4%	5	4% Aparatos eléctricos



El comportamiento de pago de las empresas nacionales es generalmente razonable, con un período medio de cobro de 58 días. La normativa nacional en materia de morosidad es más exigente que las normas de la UE, mientras que el gobierno se ha esforzado recientemente en adoptar nuevos principios de información y el acceso a los datos ha mejorado.

El proceso de cobro de deudas por vía amistosa y previo a las instancias judiciales es bastante eficiente en Polonia, especialmente cuando interviene un notario para legalizar el acuerdo y este se puede ejecutar a través de procedimientos acelerados. Las actuaciones legales pueden dilatarse, aunque son bastante fiables.

La cobranza de deudas de los deudores insolventes es una tarea difícil y, si bien se han establecido mecanismos de renegociación de la deuda, rara vez se recurre a ellos.