

Portugal: estancamiento económico con acumulación de desequilibrios

José Manuel Amor y Sara Baliña*

1. Una década perdida y con acumulación de excesos

Desde su entrada en la moneda única, la economía portuguesa se ha caracterizado por mostrar una senda de crecimiento sustancialmente más contenida que la de sus comparables del Área euro, actualmente agrupados bajo el distintivo de “países periféricos del euro”. En ausencia de un fenómeno de expansión demográfica como el vivido en la última década en España o Irlanda y sin un sector revulsivo, como el de la construcción residencial, capaz de liderar la ex-

pansión de la actividad agregada, el crecimiento económico de Portugal apenas alcanzó el 1 por 100 de media entre 2001 y 2007, inferior en casi un punto al del Área euro en el mismo período, muy lejos del 6 por 100 de avance de Irlanda o del 3,5 por 100 de España y no exento de altibajos. La falta de pulso de la demanda doméstica en sus dos principales agregados —consumo privado e inversión— le ha otorgado a Portugal el calificativo de economía estancada, con rigideces estructurales en mercados clave, como el laboral o el de servicios, que han ejercido —y ejercen aún— de frenos para su capacidad de elevar el crecimiento potencial a medio plazo.

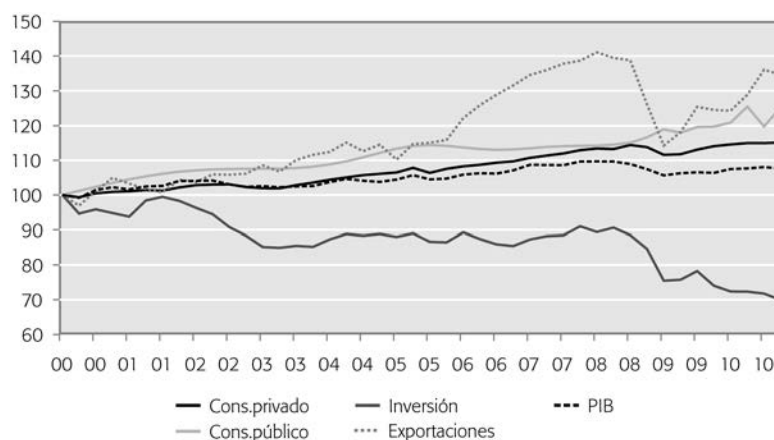
El hecho de que el consumo de los hogares apenas haya avanzado un 1,5 por 100 de media en los años de

* Analistas Financieros Internacionales.

Gráfico 1

PRINCIPALES PARTIDAS DEL PIB DE PORTUGAL

(índice base 100 = 2000)



Fuente: Afi, INE.

pre-crisis y que hayamos presenciado, incluso, caídas en el gasto en formación bruta de capital del orden del 1 por 100, es más que representativo del carácter anémico que ha presentado el crecimiento de la economía portuguesa en los últimos años (gráfico 1). Su escasa apertura comercial (las exportaciones de bienes y servicios apenas representan un 29 por 100 del PIB y un 1 por 100 del comercio mundial), la elevada dependencia exterior en el abastecimiento de energía y productos intermedios, y la pérdida de competitividad acumulada desde principios de 2000 (más de un 10 por 100 en términos de tipo de cambio efectivo real) han restringido el papel de la demanda externa como fuente de crecimiento.

Sin embargo, aun cuando Portugal no ha padecido los excesos de otras economías periféricas, sí comparte con ellas desequilibrios de cuantía y relevancia similar, en términos de necesidades de financiación exterior y endeudamiento agregado. Resulta sorprendente que con una tasa de inversión nacional más reducida y que incluso ha corregido en los últimos años (cerró 2007 en el 22 por 100 del PIB, seis puntos por debajo del nivel del año 2000), Portugal haya presentado sistemáticamente necesidades de financiación frente al resto del mundo por un importe próximo o superior al 8 por 100 del PIB; y que ni tan siquiera en la fase actual de ajuste interno haya conseguido recortarlas hasta niveles que no comprometan su modelo de crecimiento, ante un potencial *shock* en los mercados de financiación mayorista (a cierre de 2010, el déficit por cuenta corriente se mantuvo anclado en el 9,7 por 100 del PIB) (gráfico 2).

La explicación reside, de forma fundamental aunque no en exclusiva, en la reducida capacidad de generación de ahorro bruto de los agentes económicos portugueses. Junto con Grecia, es la economía periférica de referencia con menor tasa de ahorro nacional a cierre de 2009: un 8,6 por 100 del PIB frente, por ejemplo, al 18,9 por 100 de España o 12,3 por 100 de Irlanda. Acotando la comparación a España, por presentar ambas economías niveles de déficit exterior similares antes del inicio de la crisis, la brecha en la tasa de ahorro agregada responde no sólo a la posición menos holgada del sector privado (excluido el sector financiero) sino, sobre todo, al déficit de fondos persistente de las administraciones públicas (de casi un 4 por 100 del PIB en media entre 2001 y 2007, que compara con un saldo superavitario de España del 0,4 por 100).

Tampoco ha contribuido a contener las necesidades de financiación exterior el desequilibrio persistente de la balanza de rentas, herencia de una posición de inversión internacional crecientemente deficitaria, y que ha ayudado a explicar casi la mitad del déficit exterior de la economía portuguesa en 2010 (4,5 por 100 del PIB).

El análisis pormenorizado de la posición del sector privado nos permite justificar sus elevados ratios de endeudamiento y caracterizar la dinámica del mercado laboral en los últimos años. El escaso crecimiento de la renta disponible de los hogares portugueses ha sido la tónica general de la última década y ha venido explicado tanto por el práctico estancamiento de la ocupación (entre 2001 y

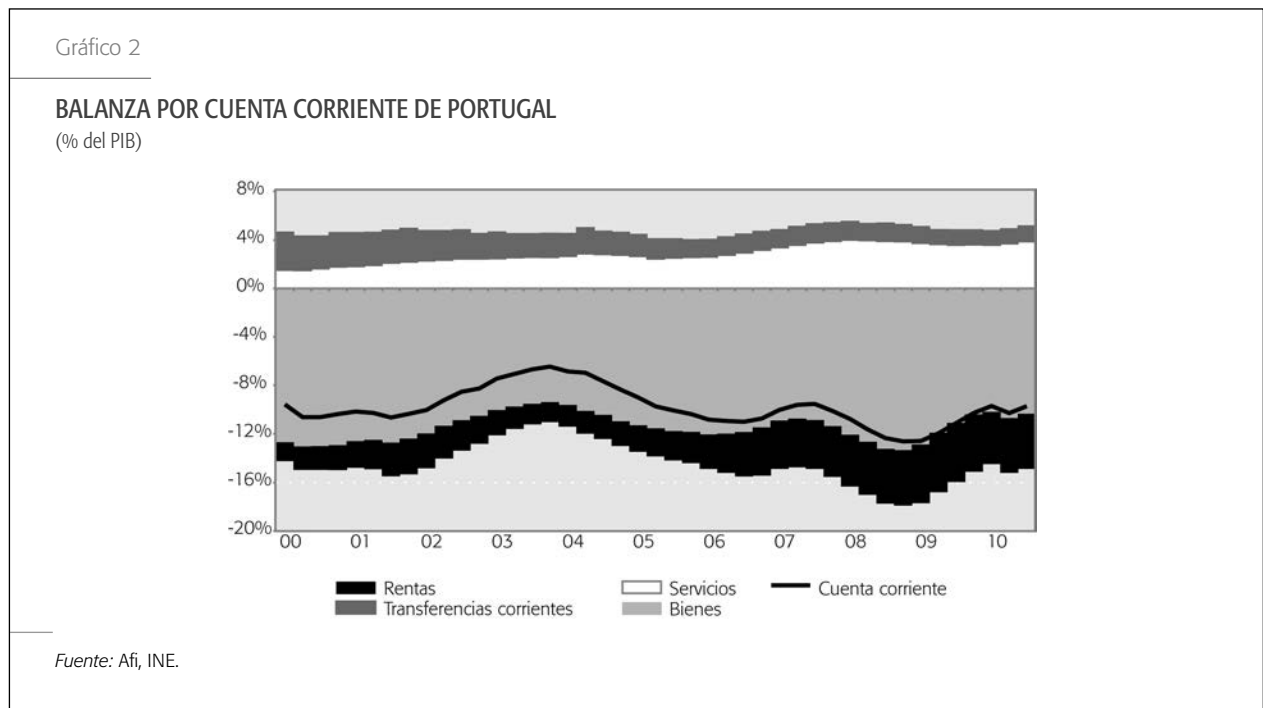
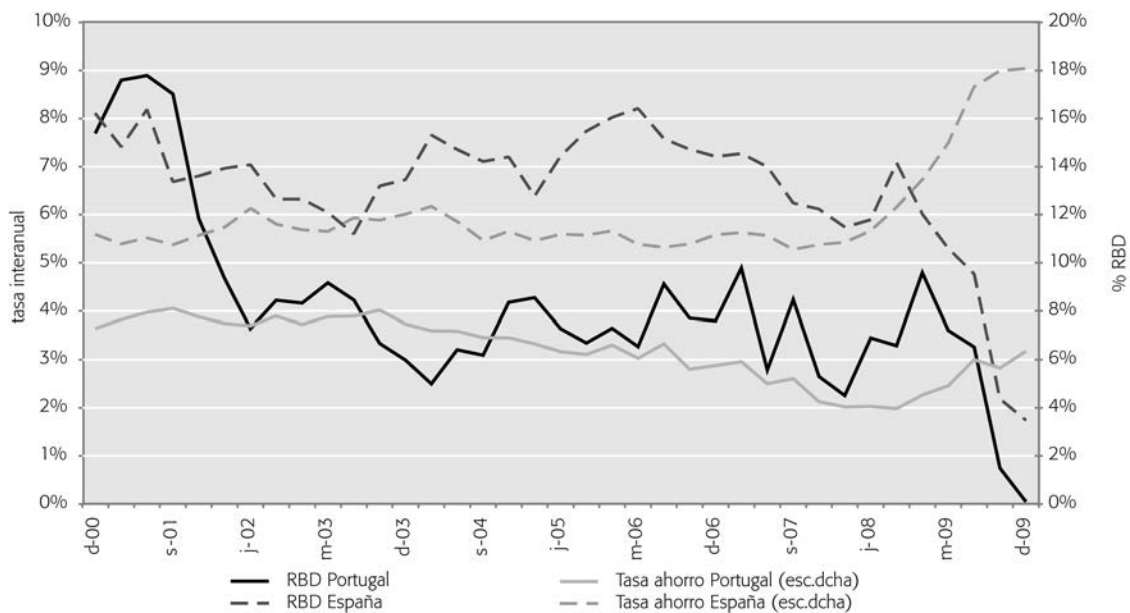


Gráfico 3

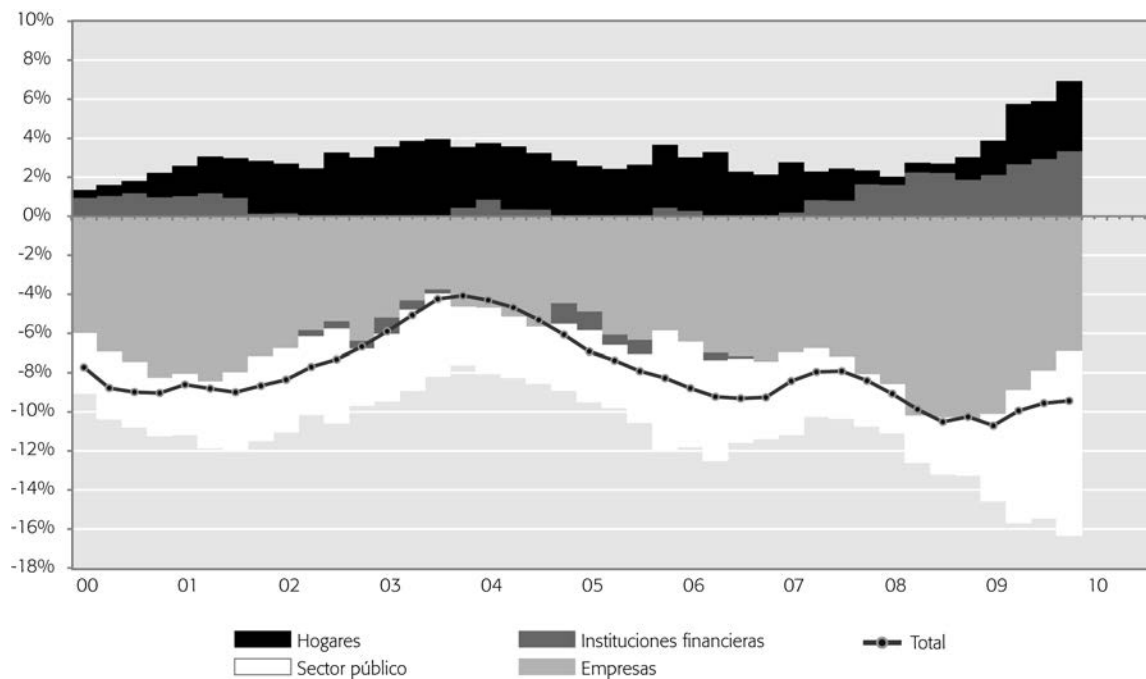
RENDA BRUTA DISPONIBLE (RBD) Y TASA DE AHORRO DE LOS HOGARES EN PORTUGAL Y ESPAÑA



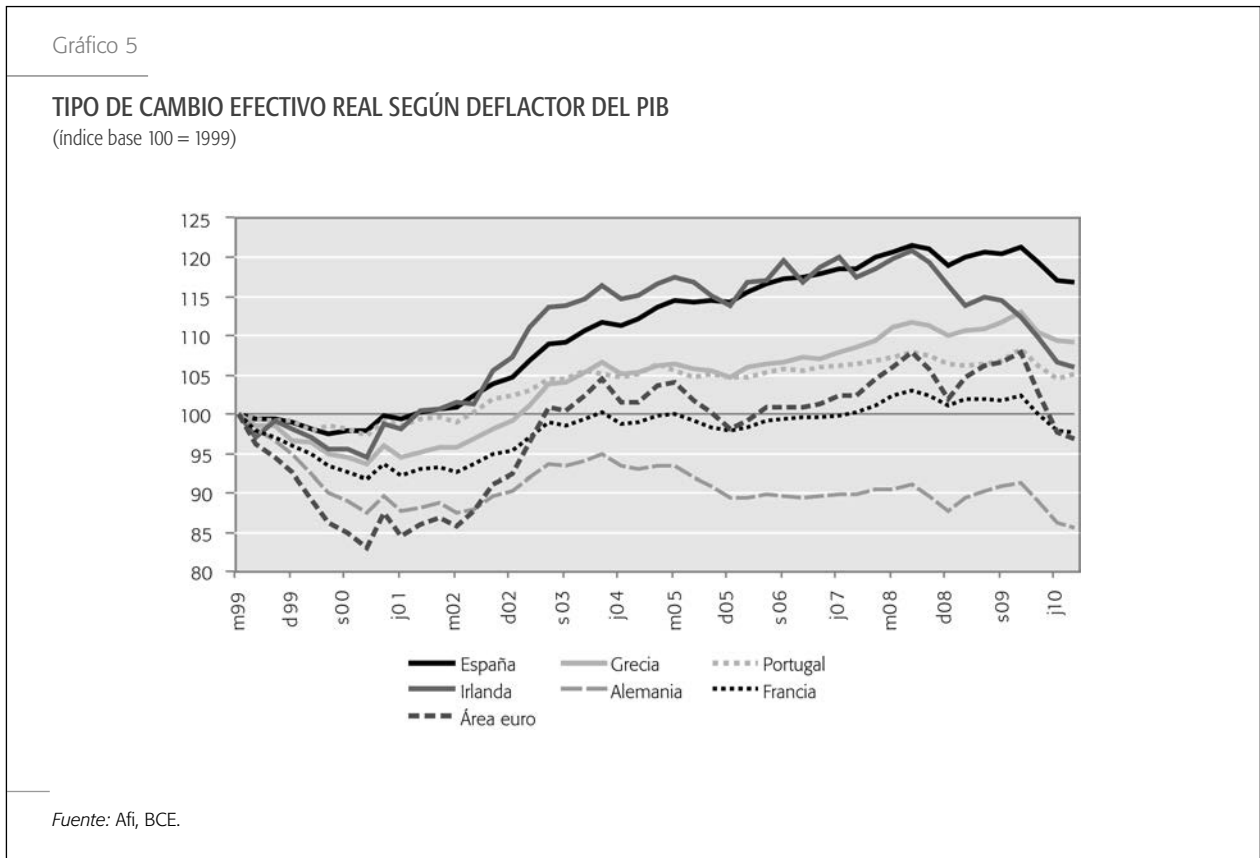
Fuente: Afi, INE.

Gráfico 4

CAPACIDAD/NECESIDAD DE FINANCIACIÓN POR SECTOR INSTITUCIONAL EN PORTUGAL (% del PIB)



Fuente: Afi, INE.



2007 ha crecido en torno a un 0,6 por 100) como por la contención en el nivel de salarios. Aun cuando el avance nominal del gasto en consumo familiar no ha sido elevado, sí ha superado ligeramente las ganancias en renta disponible, lo que se ha traducido en una continua reducción de la base de ahorro (ha oscilado entre el 6 y el 8 por 100 de la renta disponible) y propiciado el recurso al endeudamiento como fuente de financiación. Sólo así se puede explicar que la deuda bruta de las familias portuguesas a mediados de 2010 suponga un 96 por 100 del PIB, cuando esta misma ratio para España, con una dimensión de su mercado inmobiliario sustancialmente superior, se sitúa en el 86 por 100. Ello, unido al fuerte endeudamiento del sector corporativo, ha elevado la ratio de deuda privada (excluyendo el sector financiero) hasta el 235 por 100 del PIB, siete puntos por encima del de la economía española (gráficos 3 y 4).

Por tanto, sin que el cuadro de mando que resume los vectores de riesgo de la economía portuguesa incluya un mercado inmobiliario sobredimensionado y en fase de ajuste severo, y un sector bancario con elevada exposición al mismo, sí revela problemas estructurales de crecimiento y endeudamiento privado, con dos derivadas de máxima importancia en términos de fuerte dependencia del ahorro externo y pérdida de competitividad con sus principales socios comerciales (gráfico 5).

2. El “espejismo” del impacto de la crisis iniciada en el verano de 2007

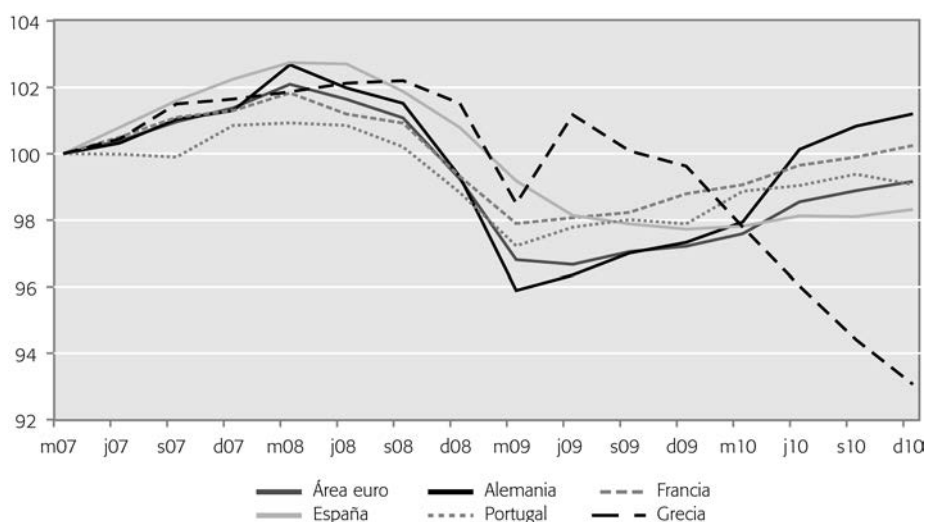
El propio modelo interno de Portugal es el que ha restringido su crecimiento económico en los años de expansión, pero también el que ha contenido su deterioro en lo que llevamos de crisis. Entre 2008 y 2010, el PIB portugués ha experimentado una corrección acumulada de 1,8 puntos porcentuales, con el grueso del ajuste concentrado en 2008 —el único año estrictamente de recesión— y las primeras tasas de avance trimestral a mediados de 2009. En el mismo período, la magnitud de la contracción ha rozado el 4 por 100 en España, casi el 9 por 100 en Grecia y un 13 por 100 en Irlanda. Mientras que el PIB de estas últimas economías todavía cayó en 2010, en Portugal creció un 1,4 por 100. A la vista de estos resultados, podría concluirse que Portugal es la economía mejor posicionada para iniciar una senda de recuperación sostenida en 2011. Sin embargo, cuando se observa su perfil trimestral de crecimiento a lo largo del último ejercicio, queda patente que la fase cíclica en la que se encuentra es de desaceleración intensa, con visos de reanudar la recesión económica en 2011 (gráfico 6).

Los programas de estímulo fiscal, articulados tras la confirmación del cambio de ciclo a finales de 2008, han

Gráfico 6

EVOLUCIÓN DEL PIB

(índice base 100 = 2007)



Fuente: Afi, Datastream.

servido para contener el desplome de la demanda doméstica, y en particular del consumo privado (el gasto en inversión encadena casi tres años consecutivos de contracción y acumula una cesión superior al 25 por 100) durante el primer semestre de 2010. Sin embargo, una vez agotado su impacto y con el imperativo de la consolidación fiscal acechando, el Gobierno se ha visto abocado, como en la mayoría de economías periféricas, a cambiar el signo de su política fiscal. Hasta la fecha, han sido tres los paquetes de ajuste fiscal aprobados para reconducir la posición de las cuentas públicas, tras cerrar 2009 con un déficit del 10,0 por 100 del PIB y una ratio de deuda pública sobre PIB del 82,9 por 100.

El objetivo de lograr en 2013 un desequilibrio presupuestario máximo del 3 por 100 del PIB es, además de ambicioso, altamente exigente para una economía sin apenas capacidad de crecimiento y que debe digerir recortes del gasto público que afectan tanto a la renta disponible de los hogares (reducción de salarios públicos, congelación de pensiones, supresión de transferencias corrientes y deducciones fiscales, subidas del tipo de gravamen del IVA, etc.), como al consumo público y a la inversión agregada vía menor gasto en infraestructuras.

Las cifras de actividad y empleo ya han empezado a resentirse, aun cuando el grueso del correctivo está por llegar. El esfuerzo realizado en 2010 por contener el déficit no ha sido suficiente para cumplir con el objetivo estipu-

lado del 7,3 por 100 del PIB. Los nulos avances en la contención del gasto hicieron recaer la contención del déficit en el aumento de la recaudación y en un registro de crecimiento económico para el año mejor de lo esperado. La reclasificación de algunas empresas públicas de transporte y la contabilización como gasto de parte de las ayudas al Banco Portugués de Negocios (BPN) nacionalizado por el Gobierno a finales de 2008, introdujeron casi un punto más de PIB de déficit y han puesto en cuestión la credibilidad de Portugal y su capacidad para cumplir con los compromisos fijados.

Una desconfianza que se ha visto acrecentada con la crisis política desatada el pasado mes de marzo tras el rechazo del principal partido de la oposición a un nuevo programa de ajuste (PECIV), al que ya había dado el beneplácito la Comisión europea, y que ha derivado en la convocatoria de elecciones anticipadas, cuya celebración está prevista para principios de junio.

Pero es que al margen de las dudas que puedan existir sobre la disposición de Portugal a contener los niveles de gasto, lo que realmente está poniendo en cuestión su solvencia a medio a plazo es su mayor o menor capacidad para establecer las bases de un modelo de crecimiento que le permita generar los ingresos suficientes para cubrir sus necesidades de gasto y pagar la factura de intereses. En última instancia, lo que el mercado descuenta desde que a principios de 2010 se agudizase la crisis soberana en la periferia

del euro, es la sostenibilidad de la deuda pública en economías con niveles de déficit público elevados, ratios de deuda crecientes y debilidades estructurales, cuya corrección es imprescindible para garantizar un crecimiento económico sostenido. Portugal es un claro ejemplo de estos males.

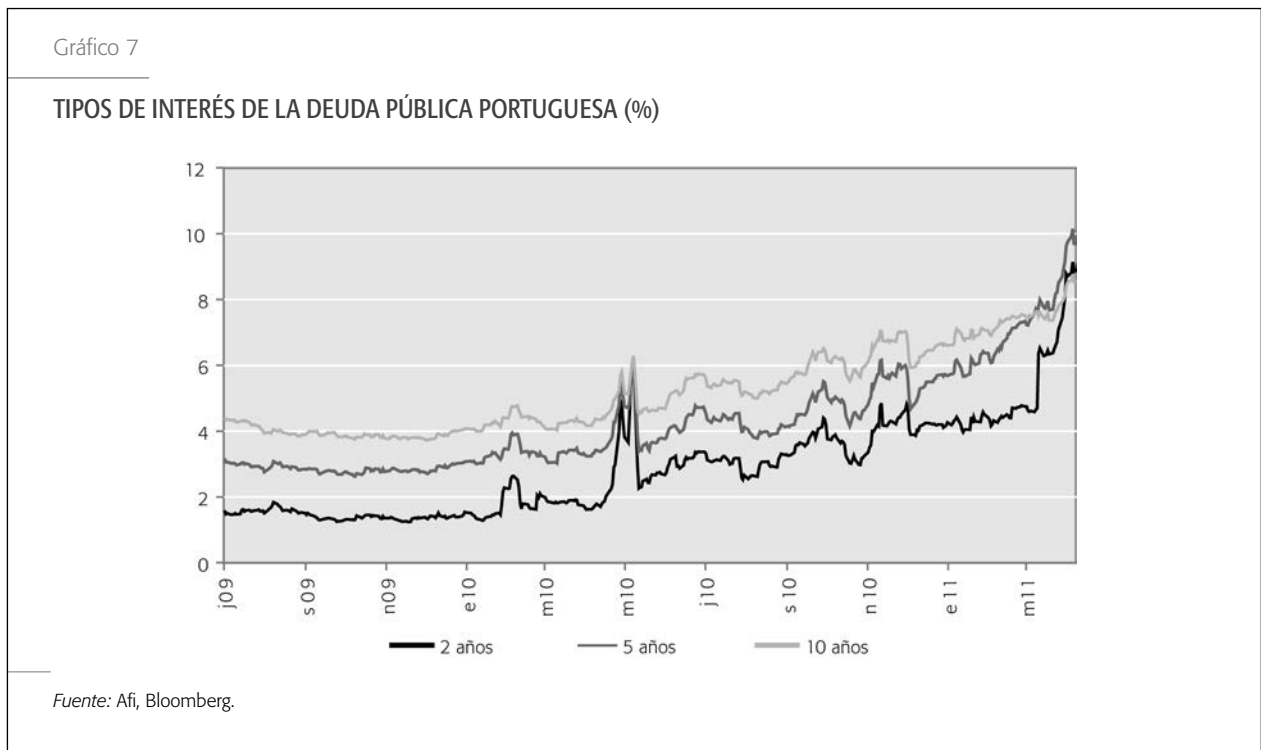
Si tomamos como punto de partida la ratio de deuda pública sobre PIB prevista para 2010, que se sitúa en el 83 por 100 y asumimos un crecimiento económico nominal del 2 por 100 anual entre 2011 y 2015 y un coste nominal medio de la deuda pública entre el 5,5 por 100 y el 6 por 100, Portugal debería registrar superávit en balance primario del orden del 3-4 por 100 anual para revertir la dinámica de aumento de la ratio de deuda pública. La reciente deriva al alza en las condiciones de financiación en el mercado está presionando los pagos por intereses, más cuando toda la curva de tipos de interés se ha alineado prácticamente en los mismos niveles (el recurso a la financiación a corto plazo no alivia la factura de la deuda).

Las dudas sobre la velocidad e intensidad de la recuperación a medio plazo son determinantes para la evolución del saldo primario. La intensificación de las medidas de consolidación fiscal puede contribuir a su mejora; ahora bien, su efecto puede llegar a verse contrarrestado si la merma de actividad generada reduce de forma significativa la base de recaudación. Las previsiones barajadas por el Banco Central de Portugal para 2011 y 2012 no lo descartan, ya que apuntan a una contracción del PIB en este ejercicio próxima al 1,5 por 100 y un crecimiento de ape-

nas el 0,4 por 100 para 2012, pese al buen comportamiento relativo esperado para las ventas en el exterior.

El devenir de los acontecimientos en Portugal ha agudizado los riesgos de deterioro en ambos componentes —saldo primario y pagos por intereses— y el mercado se ha mostrado contundente en su respuesta. A finales de 2010, la deuda pública portuguesa a dos años pagaba una rentabilidad del 4,3 por 100 y a diez años, un 6,6 por 100. A principios de abril de este ejercicio, el tipo de interés a dos años superó el 9 por 100 y la rentabilidad de la deuda a 10 años, el 8,7 por 100; en los dos casos niveles superiores a los que presentaban Grecia e Irlanda en el momento en el que solicitaron ayuda financiera a la Unión Europea. Con las curvas de tipos y diferenciales frente a Alemania planas, el mercado ha concentrado su castigo, y con ello la asignación de mayores probabilidades de impago, en los plazos más cortos. La secuencia es similar a la vivida en las dos economías citadas, ya rescatadas (gráfico 7).

Las implicaciones del grado de estrés alcanzado en las cotizaciones soberanas van más allá de las propias restricciones de financiación del Tesoro, que se ha visto obligado, fundamentalmente desde principios de 2011, a reorientar su estrategia de emisión hacia el segmento de letras. La persistencia del cierre de los mercados mayoristas para el sector bancario portugués —que apenas ha conseguido colocar deuda en el último año— ha reorientado el foco de atención al plano financiero, pese a que al inicio de la crisis no eran los problemas bancarios los que ocupaban un

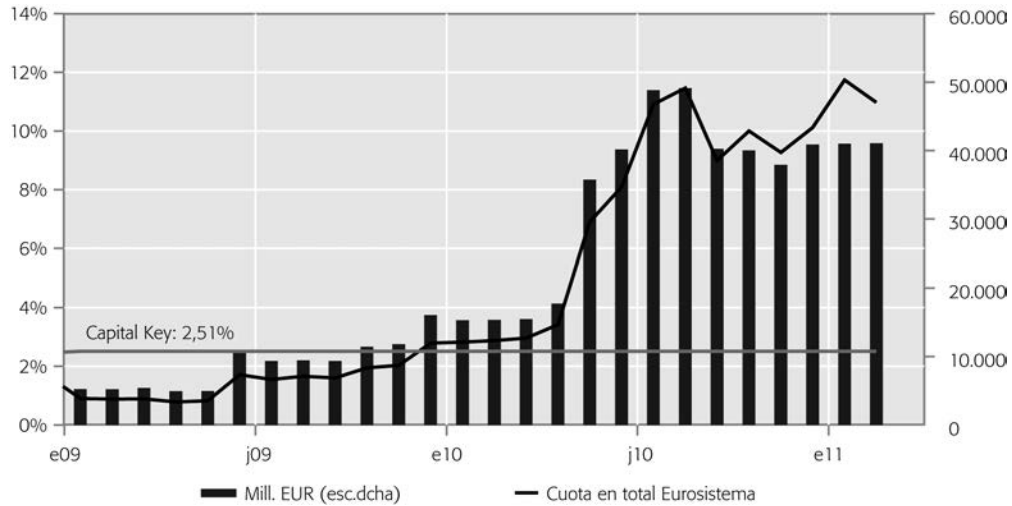


puesto destacado en el esquema de vulnerabilidades de Portugal (aun cuando el sector bancario tuviera un peso del crédito sobre su activo total del 56 por 100, el más elevado de los principales sistemas europeos, sólo por de-

trás de España). La ausencia de exposiciones elevadas a segmentos de negocio con un perfil más arriesgado (el crédito promotor representa un 6 por 100 del crédito total al sector bancario en Portugal a finales de 2009 frente al

Gráfico 8

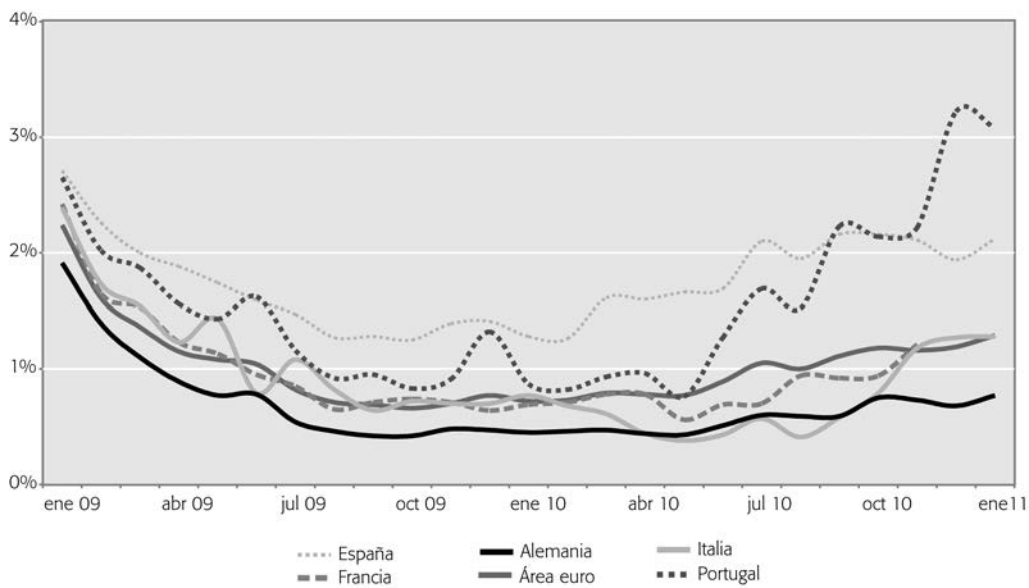
APELACIÓN DEL SISTEMA BANCARIO PORTUGUÉS A LA LIQUIDEZ DEL EUROSISTEMA



Fuente: Afi, Banco Central de Portugal.

Gráfico 9

TIPO DE INTERÉS EN NUEVAS OPERACIONES DE DEPÓSITOS BANCARIOS CAPTADOS DE EMPRESAS NO FINANCIERAS (HASTA EL PLAZO DE UN AÑO)



Fuente: Afi, Banco de España.

18 por 100 que supone en España) y su favorable posición en morosidad (en el 2,7 por 100 era en 2009 de las más bajas entre sus comparables) y solvencia (ratios de Tier 1 entre el 8,5 y el 9 por 100 en las principales entidades bancarias) reducían las probabilidades de incurrir en un escenario de deterioro intenso de sus activos, que derivasen en fuertes necesidades de recapitalización.

Sin embargo, la agudización de la crisis soberana ha terminado por desencadenar una crisis de liquidez bancaria, cuyas principales manifestaciones pasan por niveles de apelación a la liquidez del Eurosistema casi diez veces superiores a las que se corresponderían a su clave de capital en el BCE (a febrero de 2011, se cifran en algo más de 40.000 millones de euros, un 23 por 100 del PIB) y presiones intensas en la captación de pasivo minorista a través de la elevación de los tipos de remuneración de los depósitos (sirva de ejemplo que el tipo de interés medio aplicado a las nuevas operaciones de depósito con vencimiento hasta un año para el sector de empresas no financieras se situó en febrero en el 3,2 por 100, frente al 1,95 por 100 del caso español) (gráficos 8 y 9).

Las recientes rebajas de calificación crediticia por parte de las agencias de *rating* a la deuda soberana de Portugal (hasta BBB- según *Fitch* y *Standard & Poor's*) y a sus principales entidades bancarias han introducido un foco adicional de presión para la gestión de la liquidez, en la medida en que la pérdida del umbral mínimo de calificación crediticia de la deuda privada —en su mayor parte emitida por el sector financiero— utilizada como colateral en las subastas de financiación con el Banco Central Europeo o en la operativa *repo* en el mercado privado, reduzca la capacidad de recurso a la liquidez el banco central y/o encarezca la financiación a corto plazo vía *repos* ante subidas de los márgenes de garantía exigidos por las cámaras de compensación europeas. La contracción de la actividad esperada para 2011 también amenaza con incrementar las tasas de mora en los segmentos de crédito al consumo y a empresas (la tasa de paro ha alcanzado a finales de 2010 el 11,1 por 100). En definitiva, un cuadro muy complicado.

3. El rescate se materializa: ¿es un puente hacia la reestructuración?

Pese a las reticencias iniciales, en la primera semana de abril el Gobierno portugués se ha visto obligado a solicitar ayuda financiera a la Comisión Europea. El carácter insostenible de los tipos de financiación asumidos en las últimas subastas de letras (superiores al 5 por 100 en plazos inferiores al año) y el reconocimiento por parte del sector bancario portugués de sus restricciones para continuar ad-

quiriendo deuda pública, fueron los detonantes de la petición del programa de rescate. Un rescate que, a principios de 2011, llegó a considerarse evitable ante la expectativa de que desde el frente institucional de gestión de la crisis soberana del euro se acordase la reformulación de los mecanismos de estabilidad financiera vigentes, de modo que además de dotar de financiación a programas de rescate como el irlandés, tuviesen margen de maniobra para adquirir deuda periférica en el mercado secundario ante situaciones de estrés y/o conceder líneas de liquidez a países con problemas en momentos puntuales.

Las reuniones del Consejo europeo y el Eurogrupo de finales de marzo, en las que en principio se iba a discutir su flexibilización, se saldaron, sin embargo, sin acuerdo en este sentido y con el recordatorio de las condiciones que van a regir los futuros mecanismos de rescate a partir de 2013, momento en el que finalizan los actuales y se hace explícita la posible participación del sector privado en los procesos de ayuda pública.

En cualquier caso, el perfil de vencimientos de deuda pública y privada durante el segundo y tercer trimestre del ejercicio ya alertaba de las dificultades de refinanciación a las que se iba a enfrentar Portugal. A la espera de que se concrete, el importe del plan de rescate debería ser suficiente para garantizar los vencimientos de deuda que se produzcan de aquí a 2013 (podrían alcanzar los 70.000 millones de euros, 43.000 millones en deuda pública y 27.000 millones en deuda privada), y, posiblemente, cubrir parte de las potenciales necesidades de recapitalización bancaria que emanen de los resultados de las pruebas de resistencia que se conocerán el próximo junio.

Ahora bien, son los costes de financiación y los plazos a los que se conceda la ayuda, y las condicionalidades que lleve implícita a nivel de ajuste interno, los que determinarán la eficacia del programa a la hora de contener el castigo a la deuda portuguesa en el mercado secundario y sentar las bases para que inicie una senda de sostenibilidad a medio plazo.

Relajar las condiciones de la financiación otorgada, como ha ocurrido con Grecia, bien reduciendo el tipo de interés aplicado, bien alargando los plazos de devolución de los préstamos más allá de 2013, no es la solución si para ello el esfuerzo interno que se le exige a Portugal pone en riesgo lo esencial: su capacidad para crecer a medio plazo. Sólo el equilibrio entre ambos objetivos, consolidación fiscal y crecimiento, y una mayor premura en la implementación de reformas estructurales claves para dotar de flexibilidad y competitividad a la estructura económica del país, pueden evitar que el rescate se acabe convirtiendo en un mero instrumento para ganar tiempo (tanto a nivel interno como por parte de sus principales acreedo-

res) de cara a un potencial proceso de reestructuración de la deuda a partir de 2013.

Bibliografía

Analistas Financieros Internacionales (2009), "¿Se puede contener el riesgo sistémico en el mercado de deuda pública del Área euro?", mayo.

Banco de España (2006), "La sostenibilidad de la deuda pública y el carácter procíclico de las políticas fiscales en América Latina", *Boletín Económico*, mayo.

CITIGROUP (2010), "How much debt is too much debt?", octubre.

MORGAN STANLEY (2011): "Sovereign Subjects: A response that Provides No Answer", marzo.

REINHART, C. y ROGOFF, K. (2008), "This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises", abril.