

El rescate de Portugal

Alfonso Carbajo*

Las noticias de las peripecias de Portugal desde principios del año 2010, en realidad desde el rescate de Irlanda, los esfuerzos del Gobierno y de las entidades financieras por obtener financiación en condiciones cada vez más azarosas, los intentos estériles del Gobierno de aplazar decisiones políticamente costosas, pero económicamente inevitables, hasta reconocer el 8 de abril la necesidad de recurrir a la intervención de la UE y el FMI, constituyen la crónica de una muerte anunciada. Ya se veía venir en el verano de 2010, cuando la gravedad de los problemas estructurales de Portugal fue puesta de relieve en esta revista¹.

En realidad, se veía venir desde mucho antes. Una de las creencias más infundadas que circulan entre el público es que los economistas no previeron esta crisis. En el caso de Portugal, como en muchos otros, es fácil encontrar una refutación de este tópico. Ya en febrero de 2006, Olivier Blanchard, en la actualidad Economista Jefe del FMI, diagnosticó certeramente los problemas de competitividad de Portugal dentro del euro (moneda de un "área monetaria subóptima") y su tendencia al estancamiento². También señaló, por cierto, los problemas, muy semejantes, que tendría que resolver la economía española para evitar situaciones de riesgo, y los hechos han venido a darle la razón.

* Economista y Técnico Comercial del Estado

¹ Véase el artículo de Alfonso Carbajo *La economía de Portugal ante la crisis*, Cuadernos de Información Económica, nº 218, 2010 (EP, de ahora en adelante).

² En una primera versión del artículo, titulado, bien significativamente, *Adjustment within the euro. The difficult case of Portugal*, publicado en *Portuguese Economic Journal*, 2007. Este trabajo (con otros muchos) de Blanchard se puede encontrar en su página de MIT, web.mit.edu/blanchar/www/.

El ejemplo de Portugal es muy aleccionador para España, precisamente por las muchas características (negativas) que, bajo diferencias superficiales, las dos economías comparten: la pérdida de competitividad, consecuencia de un aumento débil de la productividad del trabajo y de unos incrementos salariales desproporcionados, especialmente dada la situación del empleo; la discriminación en contra de los trabajadores jóvenes y a favor de los fijos, los altos costes de despido, una negociación colectiva arcaica con ultraactividad de los convenios y el temor reverencial del Gobierno a los sindicatos; las consecuentes tasas altas de paro, especialmente de paro juvenil; la maraña de intervenciones en los mercados de factores y de productos que aumentan injustificadamente el coste de fundar empresas y de hacerlas funcionar; los problemas de falta de transparencia normativa y, en particular, la ineficiencia en la administración de justicia; la elevada dependencia de la financiación exterior; la situación deficitaria de las cuentas públicas; y la resistencia a adoptar las medidas necesarias para que la economía entre en una senda de crecimiento estable.

Claro que cuando las condiciones externas son traumáticas, las diferencias de grado resultan decisivas. En 2010, el déficit presupuestario de Portugal fue ligeramente inferior al de España, pero la ratio de Deuda Pública/PIB alcanzó un nivel de 93%, mientras que en España no llegó al 65%, discrepancia más que suficiente, sobre todo añadida a la evidencia del bajo potencial de crecimiento de la economía, para hacer pensar a los inversores internacionales que la Deuda Pública de Portugal entraba en una senda explosiva, y esto terminó haciendo el rescate inevitable. Así lo solicitó formalmente el Gobierno en funciones de Portugal el 8 de abril, y esto movilizó inmediatamente a los equipos de la Comisión y del FMI, aprobándose los memorandos de entendimiento entre el FMI y la UE y el

Gobierno de Portugal a principios de mayo. En ese breve período se aprobó el importe total de 78 millardos de euros de la asistencia financiera y el programa comprensivo de medidas de reforma que deberá emprender Portugal y al que la ayuda está condicionada. Portugal ha aplazado las medidas necesarias durante mucho tiempo. Confiamos en que esta vez la UE no haya cometido el pecado de hacer demasiado poco demasiado tarde.

El programa de reformas

Los fondos del rescate están condicionados a la puesta en marcha de una serie de medidas de saneamiento fiscal y de reformas estructurales basadas en un análisis de la economía realizado por los expertos del FMI y la Comisión, en la que destacan los siguientes rasgos:

Pérdida de competitividad de la economía de un 20% desde 1995, debido a aumentos excesivos de salarios respecto a la media de la UEM y a un cuasi estancamiento de la productividad. Al aumentar la rentabilidad del sector de bienes no comercializables, se han desplazado recursos desde el sector de bienes comercializables, resultando en déficit corrientes elevados y continuos.

Un déficit de las administraciones Públicas (AAPP) insostenible, impulsado principalmente por las llamadas transferencias sociales y los costes sanitarios, que se ha traducido en un aumento de la Deuda Pública desde el 48% del PIB en el año 2000 al 93% en 2010. Las finanzas públicas soportan la carga de un conjunto de empresas públicas funcionando sin transparencia así como de asociaciones público-privadas deficientemente supervisadas. Un factor positivo es la reforma de las pensiones que ha colocado el coste actuarial del sistema portugués por debajo de la media europea.

Alto nivel de endeudamiento de familias y empresas. La deuda total (bruta) del sector privado es superior al 260% del PIB, una de las más altas de Europa. La banca tiene la relación de préstamos a depósitos más alta de Europa. Por último, la posición internacional neta (deudora) supera con creces el 100% del PIB.

Una multiplicidad de distorsiones explica la baja competitividad y el débil crecimiento de Portugal: las barreras a la competencia protegen en exceso el sector de bienes no comerciables, estimulando la búsqueda de rentas y abortando el desarrollo de un sector exterior dinámico; las rigideces del mercado de trabajo, especialmente en la negociación colectiva, los subsidios de desempleo y el coste del despido, junto a una masa importante de trabajadores

no cualificados contribuyen a mantener el desempleo alto y el crecimiento de la productividad bajo; por último, los expertos creen que la lentitud y la ineficiencia en el funcionamiento de los tribunales de Justicia es otra causa importante de la raquítica tasa de 1% de crecimiento de la economía desde el año 2000.

Este diagnóstico proporciona la base del marco macroeconómico y la estrategia de ajuste que se concreta en decenas de medidas cuya ejecución será supervisada trimestralmente, como condición necesaria para la provisión de los fondos comprometidos en el programa.

Entre las medidas fiscales figuran, además de un recorte de salarios en las AAPP de 5%, su congelación junto a las pensiones hasta 2013, además de una reducción del empleo público; recortes de gasto farmacéutico, aumento del copago y reforma hospitalaria; moratoria en inversiones públicas; reducción de las transferencias a las administraciones territoriales; elevación de tipos en impuestos especiales y estudio de la viabilidad de aumentar los tipos reducidos del IVA; considerable reducción de las bonificaciones existentes en todos los impuestos; reforma de la administración tributaria, inclusión de muchos organismos, entes y fundaciones dentro del perímetro presupuestario y persecución del fraude.

En el sector financiero se toman medidas para asegurar un desapalancamiento ordenado del sistema bancario, manejando las condiciones de liquidez, y la entrada de grupos privados en el capital de las entidades a fin de fortalecer la ratio de recursos propios; asimismo, se mejora la regulación y se perfecciona el mecanismo de gestión de riesgos.

Las políticas estructurales son el eje central y comprenden una reforma radical del mercado de trabajo (aunque aparentemente sin llegar a la creación de un contrato único) y una eliminación comprensiva de las barreras a la competencia. Un elemento esencial de la reforma es posibilitar una devaluación fiscal (como alternativa a una políticamente imposible deflación de precios y salarios) mediante una reducción del impuesto al empleo (cotizaciones a la Seguridad Social) combinada con un aumento del IVA, de suerte que la reducción del coste del trabajo y de la demanda de consumo aseguren una expansión del empleo, especialmente en el sector de bienes comerciables, un aumento de la competitividad y un reequilibrio de la cuenta corriente. Es imposible dar cuenta aquí del programa detallado de medidas. Lo expuesto es un resumen extraído de la documentación del FMI para la Estrategia del Programa³.

³ Véase FMI: Portugal, Request for a Three-Year Arrangement Under the Extended Fund facility, 17 de mayo 2011.

Diagnóstico actual y proyecciones

La información básica sobre Portugal, desde la entrada en el euro hasta las previsiones para este año, está disponible en el artículo citado EP. En este nos centramos en el pasado reciente y en las proyecciones hasta 2015. En el cuadro 1 se recoge la evolución de las variables macroeconómicas básicas desde 2009 y su proyección hasta el año 2015. En el cuadro 2 pueden verse los datos y proyecciones para los mismos años de los indicadores relevantes del sector público y del sector exterior, en términos de PIB. El cuadro 3 es un cuadro de fuentes y usos de fondos, en el que, basándose en la información de los anteriores (y añadiendo estimaciones, o más bien conjeturas, sobre las amortizaciones programadas de deuda y las posibilidades de colocación de nuevas emisiones en el mercado), se reflejan las necesidades y las fuentes (ordinarias y extraordinarias) de financiación que constituyen la razón de ser del rescate de la economía portuguesa orquestado por la UE (a través de la Comisión y el BCE) y el FMI.

Según las hipótesis del cuadro 1, la economía portuguesa se contrae un 4% acumulado este año y el siguiente, como consecuencia del más desfavorable entorno exterior y de las severas medidas de ajuste iniciadas y programadas (el único estímulo positivo proviene de la balanza comer-

cial), iniciándose la reactivación en 2013 y creciendo el PIB en torno al 2,5% los años siguientes, gracias a aumentos paralelos en el empleo y en la productividad. Se espera que el desempleo alcance la tasa máxima de 13,4% el año próximo y descienda suavemente los años siguientes.

Vemos que los costes laborales han aumentado fuertemente en 2009 y 2010, dos años de severa destrucción de empleo, lo cual muestra el funcionamiento aberrante del mercado de trabajo y la necesidad urgente de reforma. A partir de 2013, posiblemente para curarse en salud o para no complicarse la vida, los técnicos del FMI suponen que los aumentos salariales serán iguales a los incrementos de la productividad laboral, con lo que los costes laborales unitarios permanecen constantes. Las reformas estructurales aceleran el ritmo de aumento de la productividad, pero sus efectos tardan en producirse. También el deflactor del PIB aumenta a la tasa uniforme de 1,3%. También se espera, a partir de 2013, un aumento moderado del crédito al sector privado.

Al final del cuadro, como referencia, aparecen los valores estimados y proyectados del PIB nominal en los años correspondientes. Mi impresión es que la constancia de los CLU es demasiado conservadora. ¿Si no disminuyen al principio los CLU como va a ser creíble el objetivo de ganar competitividad?

Cuadro 1

PORTUGAL: PRINCIPALES INDICADORES

(Tasas anuales de cambio, a menos que se indique otra unidad)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
PIB (real)	-2,5	1,3	-2,2	-1,8	1,2	2,5	2,2
Consumo privado	-0,7	1,4	-2,9	-2,9	-0,5	0,7	0,5
Consumo público	0	0,3	-1,5	-1,1	-0,3	0	0
Inversión fija bruta	-2,5	-1	-1,9	-1,3	0,4	0,6	0,4
Demanda exterior	0,7	0,6	4,1	3,2	1,6	1,1	1,3
Empleo	-2,6	-1,5	-1,5	-1,1	0,4	1,1	1,2
Tasa de desempleo %	9,6	11	12,1	13,4	13,3	12	10,8
Deflactor del PIB	0,5	1	1,1	1,3	1,3	1,3	1,3
Salario bruto	4,6	2,6	-0,6	0	0,8	1,4	1
Productividad del trabajo	0,1	2,9	-0,7	-0,7	0,8	1,4	1
CLU	3,4	-1,6	0,1	0,7	0	0	0
Crédito al sector privado	3,4	-0,2	-1,3	-0,5	1	1,5	2,7
PIB nominal (millardos de euros)	168,6	172,5	170,6	169,8	174	180,7	187,2

* Fuente: FMI

Cuadro 2

PORTUGAL: INDICADORES DEL SECTOR PÚBLICO Y DEL SECTOR PRIVADO

(En % del PIB, salvo que se indique otra unidad)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Saldo presupuestario de AAPP	-10,1	-9,1	-5,9	-4,5	-3	-2,3	-1,9
Idem primario	-7,2	-6,1	-1,7	0,3	2,1	2,8	3,2
Deuda de AAPP	83	93	106,4	112,2	115,3	115	112,9
Tipo de interés del bono de 10 años	4,2	5,4	7,8	6,2	5,4	5,6	5,4
Saldo comercial	-10,6	-10,4	-8,5	-6,8	-5,8	-5,3	-4,6
Saldo cuenta corriente	-10,9	-9,9	-9	-6,7	-4,1	-3,4	-2,7
Posición internacional neta	-110,4	-107,5	-116,9	-123,3	-123,4	-121,4	-119
PIB nominal (en millardos de euros)	168,6	172,5	170,6	169,8	174	180,7	187,2

* Fuente: FMI.

En el cuadro 2 se describe la evolución de los desequilibrios fundamentales de la economía, del sector público y del sector exterior, coherentes con las proyecciones de crecimiento real y nominal del cuadro 1. Vemos que este año se prevé que Portugal tenga un déficit presupuestario global similar al de España (6%). Las duras medidas de saneamiento fiscal se manifiestan en el logro ya el año próximo de un superávit en el presupuesto primario (sin incluir los intereses) que seguirá en aumento. La ratio deuda/PIB aumenta hasta un 115% en 2013 y desciende suavemente desde entonces. El supuesto del interés del bono parece ya superado por los hechos.

Tradicionalmente, el desequilibrio exterior de Portugal ha sido comparable al de Grecia, y lo prueba el hecho de que aún en plena recesión el déficit por cuenta corriente es un 9% del PIB, y su disminución gradual hasta un 2,7% del PIB en 2015 apenas afectará a la posición internacional deudora neta, casi un 120% del PIB.

Multiplicando los datos del cuadro 2 por el PIB nominal del año correspondiente obtenemos los déficit en millardos de euros, un componente de las necesidades de financiación del cuadro 3, a las que hay que sumar las amortizaciones anticipadas de deuda (a medio y largo plazo) y otros usos de fondos (se recogen explícitamente los costes de reestructuración bancaria, en particular los del programa de Ayuda a la Solvencia Bancaria, que tienen asignados fondos como parte de la operación de rescate). Este año, por ejemplo, el déficit de las AAPP de 10 millardos, sumado a un total de amortizaciones de 29,6 y de gastos extraordinarios del programa de reestructuración de 16,8 millardos, genera una necesidad de

financiación de 56,5 millardos de euros. En las fuentes de financiación se detallan los recursos que Portugal puede obtener directamente (sin ayuda de UE-FMI). En 2011, por ejemplo, la proyección es de 18,7 millardos de euros, obtenibles mediante privatizaciones de empresas públicas (2 millardos) y colocaciones de deuda entre mayoristas y minoristas (16,7 millardos, un importe muy inferior, como es natural, a los 41,4 millardos del año anterior, que es lo que hace necesario el rescate). En las tres últimas filas figuran, respectivamente, las diferencias entre las proyecciones de necesidades y fuentes brutas de financiación de cada año y su cobertura mediante las aportaciones de la UE y del FMI.

Este año, la brecha entre necesidades y recursos ordinarios es de 37,8 millardos de euros y se cubrirá con un importe igual de fondos de rescate, de los que dos tercios (25,2 millardos) son aportados por la UE y el tercio restante (12,6 millardos) lo aporta el FMI. Los equipos técnicos de la administración portuguesa, el FMI, el BCE y la Comisión estiman que, bajo los supuestos del ejercicio de proyección, el sector público tendrá diferencia (*gaps*) de financiación (en millardos) de 37,8; 25, 10 y 5,1 millardos de euros los años 2011, 2012, 2013 y 2014, respectivamente. El total, son los 78 millardos de euros que determinan el importe del programa de rescate a Portugal.

Da la impresión de que la ayuda financiera de la UE-FMI no es suficientemente ambiciosa (tanto en lo que se refiere a su importe como en lo que respecta a los tipos de interés a los que se presta) para colocar la ratio deuda (D)/PIB en una senda claramente descendente y tranquilizar de ese modo a los mercados. Esto se deduce

Cuadro 3

PORTUGAL: NECESIDADES Y FUENTES DE FINANCIACIÓN BRUTA DEL SECTOR PÚBLICO

(En millardos de euros)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Necesidades de financiación	38,8	42,3	56,5	36	29,9	30	24,6
Déficit	17	15,8	10	7,5	5,1	4,2	3,6
Amortizaciones	21,7	26,5	29,6	24	18,7	23	21
Costes de reestructuración bancaria	0	0	16,8	4,5	6,1	2,8	0
Fuentes de financiación bruta	38,8	42,3	18,7	10,9	19,9	24,8	24,6
Privatizaciones	0	0,9	2	2	1	0	0
Recurso al mercado	38,8	41,4	16,7	8,9	18,8	24,8	24,6
Diferencia entre necesidades y fuentes	0	0	37,8	25	10	5,1	0
Aportación UE			25,2	16,7	6,7	3,4	
Aportación FMI			12,6	8,3	3,3	1,7	

* Fuente: FMI.

evaluando las proyecciones a la luz de la ecuación que describe la dinámica de la Deuda Pública, según la cual el porcentaje de aumento de la ratio D/PIB es igual a la suma de dos términos, el primero, el producto del porcentaje del PIB que representa el déficit primario multiplicado por la ratio PIB/D, y el segundo, la diferencia entre el tipo de interés de la Deuda y la tasa de crecimiento del PIB nominal. Como el tipo de interés de los fondos de ayuda es superior al 5,5% y la tasa de crecimiento del PIB nominal nunca es superior al 3,8% (2,5% de crecimiento real más 1,3% de aumento del deflactor, en el año 2014, como resulta del cuadro 1), obviamente, el segundo término va a contribuir a elevar la ratio D/PIB en casi dos puntos porcentuales. De este modo, todo el peso del ajuste recae sobre el superávit primario. Claramente, una reducción de un punto porcentual en los fondos de rescate despejará mucho la situación inicial.

En cuanto a la estimación del *gap* financiero, la confianza en que el acceso al mercado va a proporcionar 16,7 millardos de euros al Tesoro luso este año parece excesiva. Debíó haberse errado por exceso, más que por defecto, bajo el principio de disponer de un *bazooka* para no tener que usarlo. Con la última degradación de Moody's, la prima de riesgo de Portugal ha llegado a los diez puntos porcentuales, y en la subasta de letras del seis de julio el Tesoro colocó un importe testimonial a 4,96%, lo que demuestra que la necesidad de recurrir al mercado puede haber elevado innecesariamente los costes de financiación de la deuda, y dañado la credibilidad del gobierno portugués y del programa de rescate de la UE-FMI. Demasiado poco, demasiado tarde.

Los costes financieros del rescate

La asistencia financiera de la UE y el FMI el 16 de mayo no es una donación; además de estar condicionada a la realización del programa aprobado de ajuste, se presta a tipos de interés que cubren el coste de financiación de las entidades patrocinadoras más un diferencial apropiado.

Las condiciones del préstamo del FMI, concedidas bajo el esquema llamado Extended Fund Facility (EFF), se determinan casi automáticamente ⁴.

⁴ El procedimiento está descrito en la página de la EFF del FMI. El FMI presta a tipo flotante en Derechos Especiales de Giro (DEG), la moneda de cuenta del FMI, formada por una cesta de monedas en proporciones establecidas. El coste de financiación del FMI es entonces la media ponderada de los costes de financiación a tres meses en dólares, yenes, libras y euros. A los tipos de hoy, el endeudamiento a corto del FMI viene a costarle un 0,5% al año (recuérdense los bajos tipos reinantes en los mercados monetarios de USA y de Japón). Para determinar el tipo que carga al prestatario, el FMI suma a su coste de financiación una prima o diferencial que depende sólo de la cuantía del préstamo en relación a la cuota del país miembro en el FMI (y no del riesgo). Si el préstamo es inferior al 300% de la cuota del país, el diferencial son cien puntos básicos, de modo que un país que hoy se endeudara con el FMI por una cuantía inferior al 300% de su cuota obtendría fondos a un tipo aproximado de 1,5% (bien entendido, a tipo variable y en DEG). Para préstamos superiores al 300% de la cuota, la prima llega a tres puntos porcentuales, llegando a 400 puntos básicos si la duración del préstamo es superior a tres años.

Como explica Ricardo Reis en un clarificador trabajo⁵, la prima resultante del préstamo a Portugal, considerando los factores expuestos, es de 2,75% los tres primeros años y de 3,75% los siguientes (de modo que, durante este semestre por lo menos, Portugal consigue financiación al 3,25%). Quede claro que estas condiciones son innegociables porque se fundan en criterios públicos y objetivos que el FMI debe aplicar de modo transparente a todos sus miembros.

El tipo de la financiación de la UE lo ha decidido el ECOFIN, sumando al coste de financiación de la UE (el del EFSF y el del EFSM), un diferencial igual al que carga el FMI. Según Reis, esto hace que Portugal pague por la financiación de la UE un tipo aproximado de 5,6%, aparentemente superior al del FMI, pero sólo aparentemente. Como recuerda Reis, la UE financia a tipo fijo y el FMI a tipo variable. El riesgo de una subida de los tipos cortos de interés recae enteramente sobre el prestatario en este último caso. Además, en este caso, el prestatario incurre también en riesgo de la depreciación del euro frente al

dólar, el yen o la libra (las otras monedas componentes de la cesta de DEG). Si observamos las cotizaciones de *swaps* de moneda y de tipo flotante por variable podremos comprobar que el prestatario viene a pagar lo mismo al FMI que a la UE.

Pero, a diferencia del EFF del FMI en que todas las condiciones están tasadas, las condiciones de los préstamos del EFSF y de EFSM a los estados miembros son alterables. Dado lo tensionado que está el programa de ajuste de Portugal en los primeros años, y lo decisivo que es para el éxito final la superación de los primeros obstáculos, sería deseable que la UE redujera la prima. Como hemos visto, un punto porcentual menos y el D/PIB de Portugal empezaría a descender más rápidamente. Irlanda ya ha empezado a negociar una reducción de los diferenciales que paga a la UE en su programa de rescate. Una negociación que debe extenderse porque todos los miembros de la UEM, tanto los beneficiarios de la ayuda como los aportantes en las operaciones de rescate, están interesados en que estas operaciones tengan éxito. La suerte del euro está en juego.

⁵ En Diario Económico de 16/5/2011, con el título *O empréstimo a Portugal e porque é que 3,25%=5,5%*.