

# Portugal acaba solicitando el rescate

Tras Grecia e Irlanda, Portugal será el tercer país en recibir ayuda de la UE y del FMI ante los problemas de solvencia a los que se ha visto abocada la economía lusa. La negativa del Parlamento portugués de aprobar el cuarto plan de ajuste negociado por las autoridades portuguesas con Bruselas y la dimisión del primer ministro José Sócrates acabaron por doblar la resistencia del Gobierno, que, hasta entonces, se había negado a solicitar el rescate. Aun cuando los mercados hayan tenido mucho que ver con esta situación, las razones del castigo que han infligido estos últimos a la deuda portuguesa tienen su fundamento en un cuadro macroeconómico y de crecimiento anémico.

*Departamento de Análisis, Afi*

## 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 expansión de la actividad agregada, el crecimiento económico de Portugal apenas alcanzó el 1% de media entre 2001 y 2007, inferior en casi un punto al del área euro en el mismo período, muy lejos del 6% de avance de Irlanda o del 3,5% 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.

**Portugal comparte con otras economías periféricas los desequilibrios de cuantía y relevancia similar en términos de necesidades de financiación exterior y endeudamiento agregado**

El hecho de que el consumo de los hogares apenas haya avanzado un 1,5% de media en los años de precrisis y de que hayamos presenciado, incluso, caídas en el gasto en formación bruta de capital del orden del 1% es más que representativo del carácter anémico que ha presentado el crecimiento de la economía portuguesa en los últimos

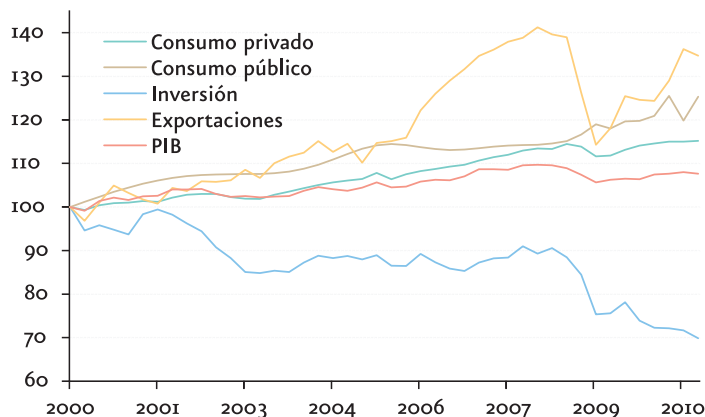
años. Su escasa apertura comercial (las exportaciones de bienes y servicios apenas representan un 29% del PIB y un 1% del comercio mundial), la elevada dependencia exterior en el abastecimiento de energía y productos intermedios y la pérdida de competitividad acumulada desde principios de la década pasada (más de un 10% 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, que, incluso, ha corregido en los últimos años (cerró 2007 en el 22% 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% 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% del PIB).

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% del PIB frente, por ejemplo, al 18,9% de España o al 12,3% de Irlanda. Esta falta de ahorro ha abocado a la economía lusa a unos niveles de endeudamiento elevados. La deuda bruta de las familias portuguesas a mitad de 2010 suponía un 96% del PIB, cuando esta misma ratio para España, con

## Principales partidas del PIB de Portugal

(índice base 100 = 2000)



Fuente: elaboración propia a partir de datos del INE.

una dimensión de su mercado inmobiliario sustancialmente superior, se sitúa en el 86%. Esto, unido al fuerte endeudamiento del sector corporativo, ha elevado la ratio de deuda privada (excluyendo el sector financiero) hasta el 235% del PIB, siete puntos por encima del de la economía española.

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

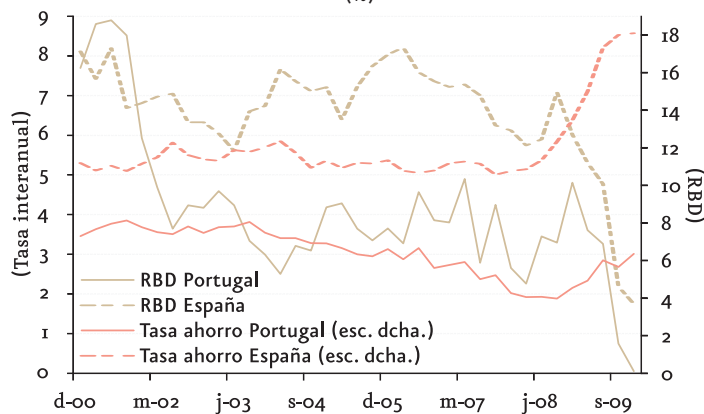
dependencia del ahorro externo y pérdida de competitividad con sus principales socios comerciales.

### 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 perío-

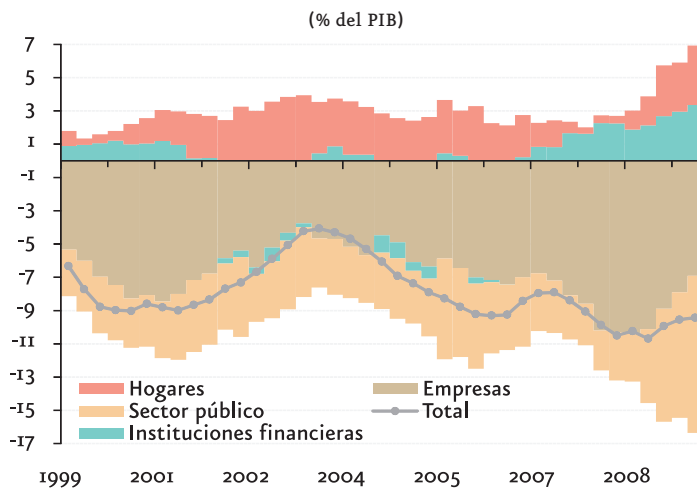
## Renta bruta disponible (RBD) y tasa de ahorro de los hogares en Portugal y España

(%)



Fuente: elaboración propia a partir de datos del INE.

## Capacidad/necesidad de financiación por sector institucional en Portugal



Fuente: elaboración propia a partir de datos del INE.

do, la magnitud de la contracción ha rozado el 4% en España, casi el 9% en Grecia y un 13% en Irlanda. Mientras que el PIB de estas últimas economías todavía cayó en 2010, en Portugal creció un 1,4%. 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.

### El carácter insostenible de los tipos de financiación asumidos en las últimas subastas de letras y el reconocimiento del sector bancario de sus restricciones para adquirir deuda pública fueron los detonantes de la petición del rescate

Los programas de estímulo fiscal articulados tras la confirmación del cambio de ciclo a finales de 2008 han 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%) 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% del PIB y una ratio de deuda pública sobre PIB del 82,9%.

El objetivo de lograr en 2013 un desequilibrio presupuestario máximo del 3% 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 estipulado del 7,3% del PIB. Los nulos avances en la contención del gasto hicieron recaer la del déficit en el au-

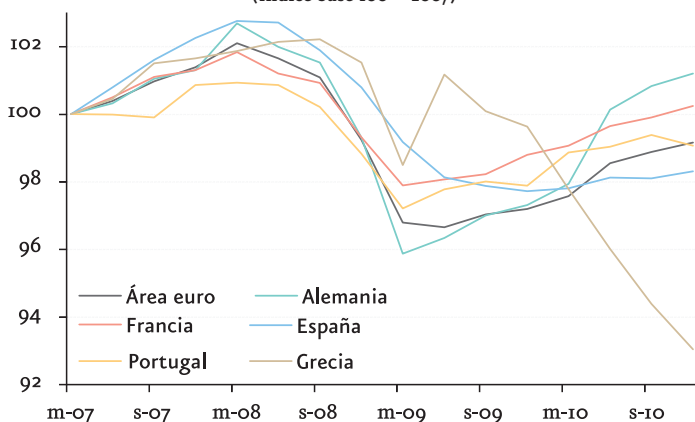
mento de la recaudación y en un registro de crecimiento económico para el año mejor de lo esperado. La reclasificación de algunas empresas públicas de transporte y la contabilización como gasto de parte de las ayudas al Banco Portugués de Negocios (BPN), nacionalizado por el Gobierno a finales de 2008, 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. La desconfianza, además, 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, 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.

Todo ello ha contribuido a disparar los costes de la deuda soberana lusa. Si, a finales de 2010, la deuda pública portuguesa a dos años pagaba una rentabilidad del 4,3% y, a 10 años, un 6,6%, a principios de abril de este ejercicio, el tipo de interés a dos años ha superado el 9% y la rentabilidad de la deuda a 10 años, el 8,7%, en los dos

## Evolución del PIB

(índice base 100 = 2007)



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Datastream.

casos niveles superiores a los que presentaban Grecia e Irlanda en el momento en el que solicitaron ayuda financiera a la Unión Europea.

### 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% en plazos inferiores al año) y el reconocimiento por parte del sector bancario portugués de sus restricciones para continuar adquiriendo deuda pública fueron los detonantes de la petición del programa de rescate. Dicho rescate 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 programas de rescate como el irlandés, tuviesen margen de manobra 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.

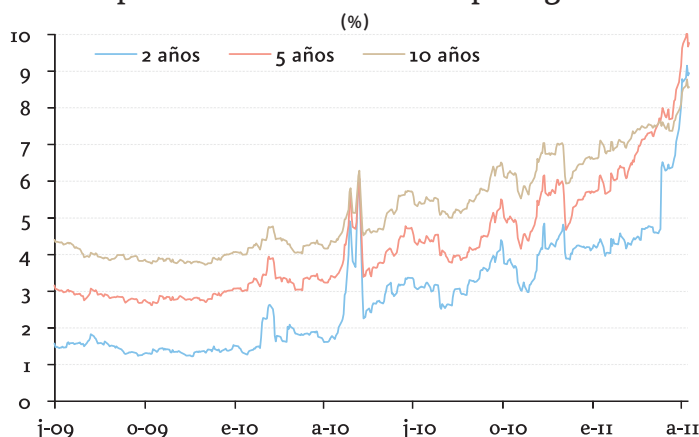
En cualquier caso, el perfil de vencimientos de deuda pública y privada durante el segundo y tercer trimestre del ejercicio ya alertaba de las dificultades de refinanciación a las que se iba a enfrentar Portugal. A la espera de que se concrete, el importe del plan de rescate debería ser suficiente para 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 mi-

llones 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 acreedores) de cara a un potencial proceso de reestructuración de la deuda a partir de 2013 ::

### Tipos de interés de la deuda portuguesa



Fuente: elaboración propia a partir de datos de Bloomberg.