

Artículos de Prensa

Madrid, 1 de octubre de 2013
Análisis Económico

El Economista

Agustín García Serrador
Economista Senior de Europa
de BBVA Research

Portugal: la vuelta a los mercados es difícil

A pesar de los continuos elogios del "alumno aventajado" en las sucesivas revisiones trimestrales de la Troika, las noticias económicas positivas en lo que llevamos de año (estabilización económica, colocación de deuda a largo plazo a principios de año) se han visto empañadas por la crisis política del verano, fruto de una cada vez más notable fatiga reformadora que también pone en peligro el cumplimiento de la hoja de ruta que se había establecido para Portugal. Además, el panorama en el medio plazo no depende únicamente de las medidas adoptadas a nivel nacional, sino también de los avances a nivel europeo en la gestión de la crisis de la unión monetaria.

Y se espera que ambos problemas persistan por un tiempo. La relajación de los objetivos fiscales en marzo no fue suficiente para que la velocidad e intensidad tanto de los ajustes fiscales como de las reformas estructurales derivaran en una crisis del gobierno en julio. Superada la crisis política con el mantenimiento de la coalición de los dos partidos conservadores en el poder, el nuevo gabinete podría encontrar más resistencias para continuar aplicando los ajustes acordados. Y, además, cada vez se acusa más la fatiga reformadora, con el Tribunal Constitucional (TC) anulando algunas de las medidas fiscales aprobadas por el gobierno, que se ve forzado a buscar medidas alternativas rápidas que compensen las anteriores o incluso a plantearse la necesidad de un segundo programa de ayuda (como ya manifestó Passos Coelho a finales del mes pasado, aunque seguramente más como medida de presión tras la decisión del TC que como predicción real).

En medio de este panorama, llega la Troika esta semana, si bien no parece que vaya a poner muchos obstáculos para que Portugal continúe bajo el amparo del programa (ayuda financiera a cambio del compromiso con el proceso de consolidación fiscal y la implementación de reformas estructurales). La anulación a finales de agosto de las medidas para reducir la administración pública no supone tanto un problema para alcanzar el objetivo fiscal este año, sino más bien en la implementación de las reformas estructurales comprometidas en el programa, para lo que hay más de margen de maniobra. En particular, incluyendo tanto el impacto de esta decisión, así como la restitución de la paga extraordinaria a los funcionarios en noviembre (decisión TC en abril), la desviación respecto al objetivo de 2013 sería mínima (revisado hasta el 5,5% del PIB) y el impacto permanente sobre el déficit estructural también sería limitado (alrededor de 0,2pp del PIB).

Sólo una significativa mejora del panorama económico podría mitigar los problemas anteriores. A pesar de la sorpresa positiva del crecimiento en el segundo trimestre (un 1,1% t/t, alrededor de más de 1 punto respecto a lo esperado, y difícil de explicar), todavía es pronto para lanzar las campanas al vuelo. Parte de ese rebote se debió a factores temporales (cambio de calendario de la semana santa e inversión en construcción) y a otros que difícilmente se consolidarán en el tiempo (contribución del stock de inventarios al crecimiento). Esto, unido a los datos disponibles para el tercer trimestre, apunta hacia una cierta estabilización de la economía y no a que se mantenga el fuerte ritmo de crecimiento del trimestre anterior. La economía portuguesa se contraerá fuertemente este año (alrededor del -1,6%) y sólo se espera un débil crecimiento para 2014, por lo que no se debería bajar los brazos en la implementación de las medidas estructurales que aumenten el crecimiento en el medio y largo plazo y continuar avanzando en medidas que claramente se pedirán si sigue siendo necesario la ayuda financiera en el futuro.

Entonces, ¿estará preparado Portugal para volver a los mercados el año que viene? Pues cada vez esta posibilidad se antoja más lejana. Primero, por el comportamiento diferencial de Portugal frente a otros periféricos en términos de prima de riesgo, como muestra la ampliación del spread con Alemania y el tipo de interés del bono a 10 años situándose de nuevo por encima del 7%.

Segundo, por la incertidumbre sobre la estabilidad política y, en cualquier caso lo que parece más claro, por el menor margen político para seguir tomando medidas que aumentará las dudas sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas y que podría limitar el acceso a la financiación. Los problemas vendrían no tanto por un problema de solvencia (aunque la dinámica de la deuda es bastante sensible a los tipos de interés, a las privatizaciones de este año y a las expectativas de crecimiento) sino por las elevadas necesidades de financiación hasta 2017. El riesgo de que la demanda de la deuda portuguesa sea insuficiente y el coste sea alto parece elevado. En consecuencia, el escenario más probable es que Portugal necesite algún tipo de ayuda, no necesariamente un segundo rescate, sino a lo mejor algo más parecido al caso de Irlanda, con una línea de crédito precautoria (también condicionado a ciertas medidas y que eventualmente permitiría activar el programa de compra de bonos del BCE) que, además, suponga un cortafuego a un posible contagio al resto de países de la periferia, como Italia y España. No obstante, todavía es pronto para que se discuta sobre este tema, y habrá que esperar a que se forme un nuevo gobierno en Alemania para debatir el tema. La lentitud en la toma de decisiones a nivel europeo tanto para resolver los problemas de corto plazo como para avanzar hacia una genuina unión monetaria también juega en contra de Portugal.