



Portugal: Bajo crecimiento se convierte en amenaza

Las bolsas bajaron dramáticamente esta semana por el temor a una nueva recesión global. Existen grandes factores de riesgos, particularmente la persistente ambigüedad sobre cómo Europa va a evitar que su crisis de deuda se propague a Italia y España y afecte nuevamente a Portugal e Irlanda. Los inversionistas dicen que la credibilidad del Banco Central Europeo se ha puesto en duda dado que se ha visto obligado a relajar las reglas de elegibilidad, aceptando la deuda pública como garantía y revertiendo su oposición a la compra de deuda de países periféricos de la Zona Euro, a los que se ha agregado Italia y España.

Después de una victoria decisiva en las elecciones del 5 de junio, el próximo Primer Ministro de Portugal, Pedro Passos Coelho, se enfrenta a la difícil tarea de sacar adelante las reformas exigidas por el Fondo Monetario Internacional (FMI) y la Unión Europea a raíz del rescate financiero del mes de mayo. Él quiere cumplir con los objetivos de reducción del déficit antes de lo previsto y ampliar el programa de privatización para incluir los servicios de agua y postal.

Los líderes de la Zona Euro decidieron, en gran medida, extender los vencimientos de los préstamos de rescate de Grecia, además de un segundo rescate financiero por € 109 mil millones. También disminuyeron la tasa de interés de los préstamos a Grecia, Irlanda y Portugal, para ayudar a estas economías a disminuir sus costos de financiamiento. Sin embargo, los inversionistas están muy preocupados por las situaciones de estos países y el posible contagio a España e Italia, agregando a Chipre, dado que se ha convertido en una economía frágil, en este último tiempo.

Antecedentes del crecimiento económico de Portugal

El PIB real aumentó un 1,3% en el 2010, mientras la economía se recuperaba de la

Los riesgos más importantes que están afectando a la economía portuguesa, son el menor crecimiento de lo esperado, que podría empeorar considerablemente la dinámica de la deuda pública, mayores costos de financiamiento y rebaja de las calificaciones.

crisis mundial y el apoyo a la liquidez, en gran parte entregado por el BCE, a la financiación de los bancos. El crecimiento del PIB, sin embargo, se debilitó considerablemente en el último trimestre del 2010, se contrajo el consumo privado y la estimación preliminar para el primer trimestre del 2011 (-7,0) sugiere una continua desaceleración, con un debilitamiento de la demanda interna, especialmente del consumo.

La crisis económica mundial ha afectado gravemente a la economía portuguesa. A pesar de un aumento sustancial del desempleo a casi el 10%, el crecimiento salarial se mantuvo, y con la caída de la productividad, los costos laborales unitarios aumentaron aún más. Es alentador que algunos signos de ajuste estén surgiendo. Como los precios han caído más rápido que en la Zona Euro, las familias están ahorrando más, y el déficit en cuenta corriente se estima en se ha reducido por debajo del 10% del PIB, aunque, con un débil potencial de crecimiento de la economía, probablemente debilitada por la crisis global y los altos niveles de deuda. Dado el eventual endurecimiento de las condiciones monetarias, la economía parece no estar lista aún, para una débil recuperación: las proyecciones son negativas para estos siguientes años, con un -2,2 para el 2011 y un -1,8 para el 2012, mientras ocurre el ajuste económico establecido en el Plan de Rescate.

Los aumentos de los impuestos indirectos se realizarán sólo de una vez y las presiones inflacionarias en el año 2011 y 2012, se verán mitigadas por la débil demanda interna. En el mediano plazo, con las reformas del mercado laboral para reducir los costos laborales unitarios y realizar ajustes moderados en los salarios del sector privado, así como medidas para aumentar la competencia en los mercados nacionales, se espera que se avance en competitividad.

Riesgos sobre un Segundo Rescate Financiero para Portugal

El Instituto para la Gestión de Hacienda y Crédito Público vendió el 3 de agosto, 750 millones de letras del Tesoro con vencimiento de 3 meses a una tasa promedio de 4,967%. La tasa de interés de estos bonos está ligeramente por debajo de los bonos anteriores colocados en el mes de julio, que fue de un 4,982%.

A finales de julio, Portugal había puesto en marcha una oferta de € 750 millones en dos líneas de bonos del Tesoro a 3 y 6 meses, ambos con tasas de interés cercanas a 5%. La última subasta de principios de agosto es la primera desde el anuncio del nuevo programa de apoyo a Grecia y a las economías periféricas, que han sido objeto de rescates de instituciones internacionales oficiales, vale decir la UE y el FMI.

Según los analistas, Portugal ha avanzado lentamente en la reducción del déficit fiscal. Por lo menos eso se demostró el año anterior con los retrasos hasta mediados de año de las acciones correctivas y la no aplicación adecuada, en parte debido a un débil marco fiscal. El déficit fiscal del 9,1% del PIB, frente al 10,1% del 2009, habría sido aún mayor si no fuera por la transferencia de los fondos de

pensión de la empresa de telecomunicaciones de Portugal (del 1,6% del PIB) para el Estado.

El ajuste del déficit fiscal se estima que ascendería a un 5,7% del PIB para este año, reflejando principalmente una reducción de los salarios del sector público en un 5% en promedio y un aumento del impuesto al valor agregado de un punto porcentual. Con estas medidas, el país logrará llegar a un déficit de 5,9% del PIB en el 2011. Un descenso considerable desde el año 2010, en particular si se realizan los ajustes para la total transferencia al sector privado de Portugal Telecom, pero aún así se encuentra por debajo de la meta presupuestaria de un 4,6% del PIB.

Los costos de financiamiento del Gobierno han aumentado considerablemente, los bonos de 10 años aumentaron a 650 puntos básicos de spread, a principios de mayo. Por otra parte, el acceso al mercado es restringido, y el gobierno ha estado recurriendo cada vez más a la emisión de valores a corto plazo, lo que resulta en una significativa acumulación de valores a corto plazo en las carteras de los bancos nacionales. Igualmente, el gobierno también recurrió a otros tipos de financiamiento, incluyendo € 1000 millones de colocación privada a principios de enero, un documento sindicado a cinco años de € 3,5 mil millones en febrero, y el financiamiento sustancial a corto plazo de los bancos nacionales.

La agencia de calificación Moody's rebajó en el mes de julio la calificación de Portugal a Ba2, cuatro escalones por debajo de la clasificación de grado de inversión, citando preocupaciones de que el Gobierno no pueda cumplir con la reducción del déficit, y las metas acordadas en el marco del paquete de rescate, viéndose obligados a seguir a Grecia, en busca de un segundo rescate. Este suceso ha producido un conflicto entre los países en crisis de Europa y las agencias de calificación, dado que las han llamado "alarmistas" y que tratan de alterar los mercados a su agrado. Pero estas agencias se han defendido alegando que su evaluación es independiente, para que sus inversionistas puedan contar con información fidedigna y pronta.

Proyecciones y conclusiones


Hay una cierta unanimidad de que el problema fundamental es el bajo crecimiento de la economía portuguesa. El ajuste fiscal y el desapalancamiento de los balances del sector privado van a reducir la demanda interna y pesarán sobre los niveles de actividad económica en el 2011 y 2012. Un repunte cíclico dará lugar a una fuerte recuperación del crecimiento entre el 2013 y 2014, disminuyendo posteriormente el crecimiento económico que respondería de forma gradual a las reformas estructurales. El punto máximo de desempleo se proyecta en un 13% en 2012.

A pesar del anuncio de nuevas medidas de apoyo a Grecia, Portugal e Irlanda, la presión sobre Italia y España sigue aumentando. Se piensa que Chipre también se está convirtiendo en una economía potencialmente vulnerable, por los altos costos de financiamiento que le exigen los mercados.

Los riesgos más importantes que están afectando a la economía portuguesa, son el menor crecimiento de lo esperado, que podría empeorar considerablemente la dinámica de la deuda pública, mayores costos de financiamiento y rebaja de las calificaciones (como ya ocurrió con Moody's). Además, la consolidación fiscal y las reformas estructurales requieren un apoyo social y consenso político importante, aunque esta nueva coalición tiene mayoría en el parlamento, no se descarta que la ciudadanía se manifieste en contra de las duras medidas que tendrá que tomar el gobierno para cumplir con los compromisos adquiridos con el FMI y la Unión Europea.

Cuadro Nº 1

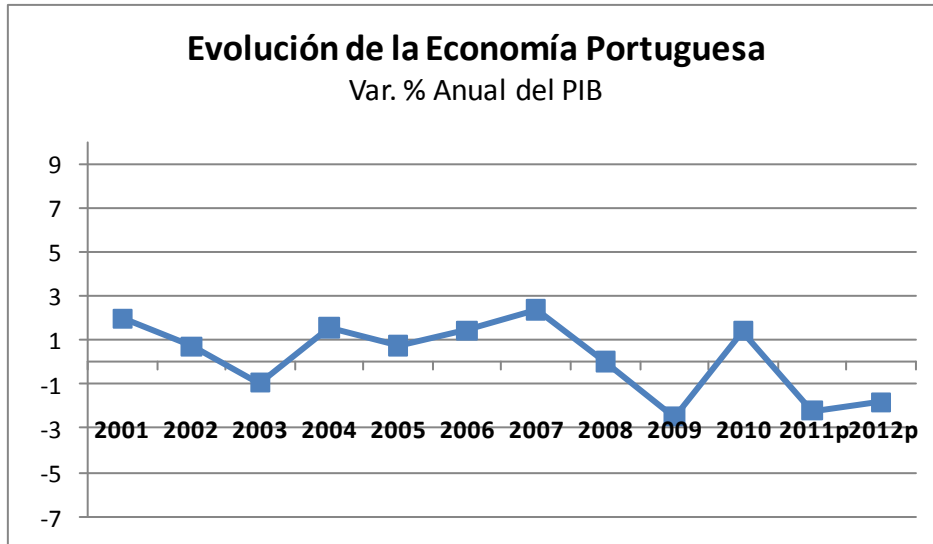
Indicadores Económicos de Portugal

 Portugal	2005	2006	2007	2008	2009	2010p	2011p
PIB Real (var %)	0,8	1,4	2,4	0,0	-2,5	1,3	-2,2
Demanda Interna (var %)	4,3	3,6	4,6	0,9	-3,2	0,7	-6,3
Consumo Privado (var %)	4,5	4,9	5,5	1,3	-1,1	2,2	-4,3
Inversión (var %)	2,1	1,3	4,8	-0,3	-11,2	-5,0	-9,9
Balanza comercial (Euro \$ Bill.)	-14,5	-14,0	-13,5	-16,4	-11,8	-11,2	-6,2
Exportaciones (Euro \$ Bill.)	42,7	49,7	54,5	57,1	48,3	54,5	59,8
Importaciones (Euro \$ Bill.)	57,2	63,7	68,0	73,5	60,1	65,7	66,0
Cuenta Corriente (% del PIB)	-10,4	-10,7	-10,1	-12,6	-10,9	-9,9	-9,0
Inflación (%dic/dic)	2,5	2,5	2,7	0,8	-0,1	1,4	3,5
Balance Fiscal (% del PIB)	-5,6	-3,9	-3,4	-4,0	-10,1	-9,1	-5,9
Deuda Pública Bruta (% del PIB)	62,8	63,9	62,7	65,3	76,1	83,3	90,6

Fuentes: Eurostat, FMI, JP Morgan

Gráfico Nº 1

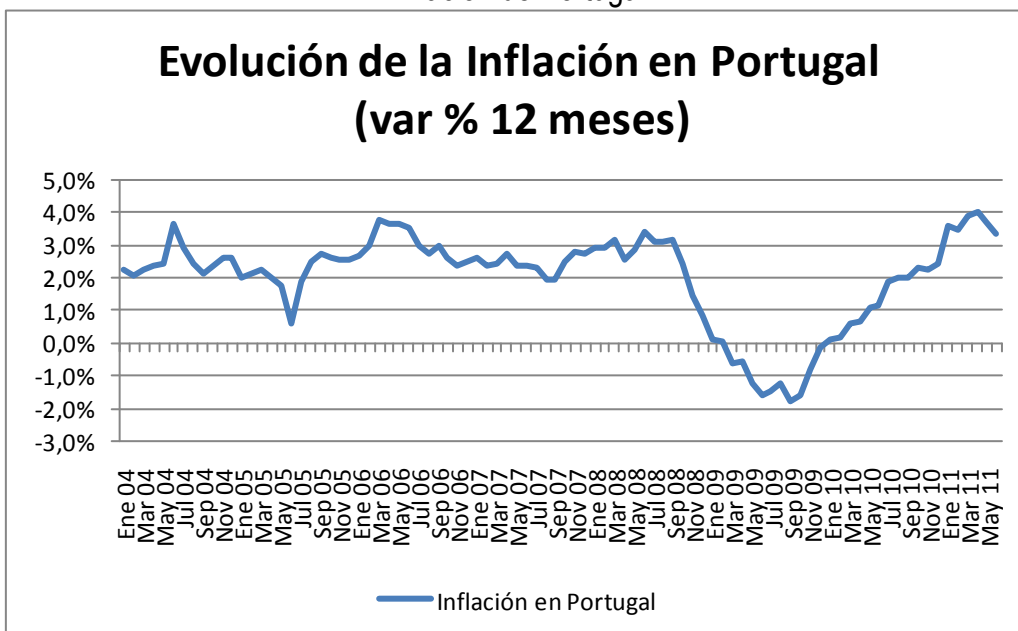
Crecimiento del PIB



Fuentes: FMI

Gráfico Nº 2

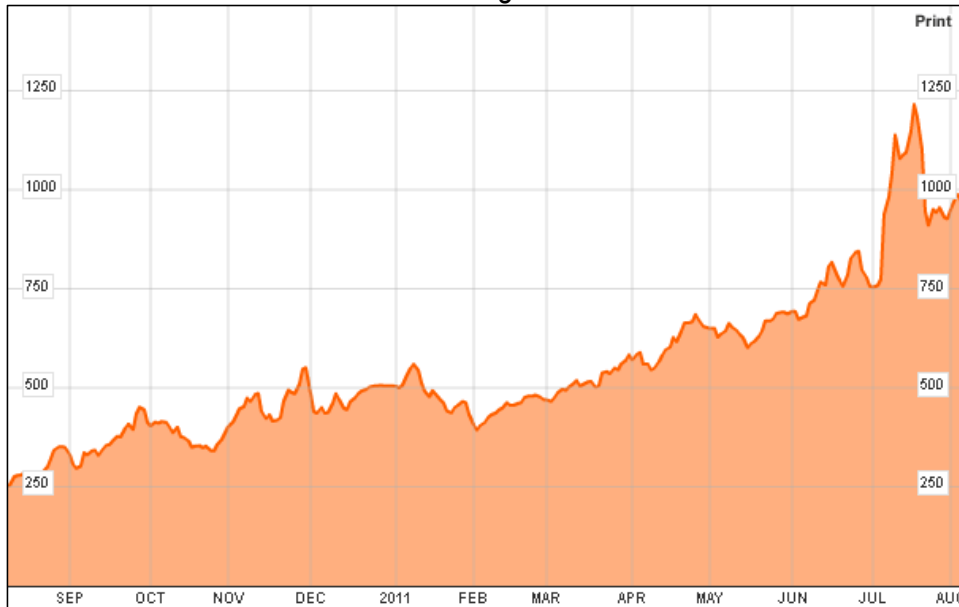
Inflación de Portugal



Fuente: Eurostat

Gráfico Nº 3

CDS de Portugal a 5 años



Fuente: Bloomberg

Cuadro Nº 2

Proyecciones de la Tasa de Interés de Política Monetaria de la Unión Europea

Actual	Sep 11	Dec 11	Mar 12	Jun 12	Sep 12
1,50	1,50	1,50	1,75	2,00	2,25

*Refi rate
Fuente: JP Morgan.

Cuadro Nº 3

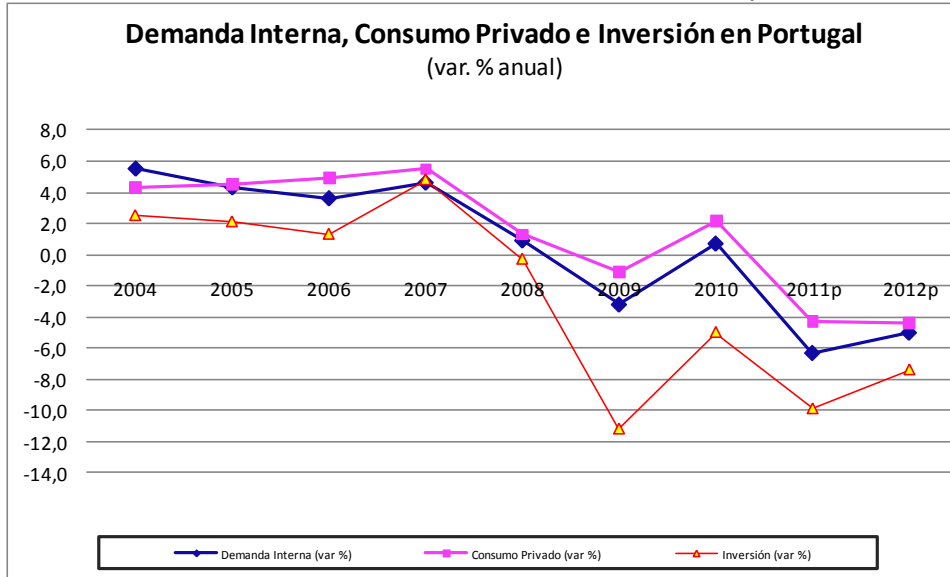
Clasificaciones de Riesgo Soberano

Moody's	S&P	Fitch
Ba2	BBB-	BBB-

Fuente: Moody's, S&P, Fitch

Gráfico Nº 4

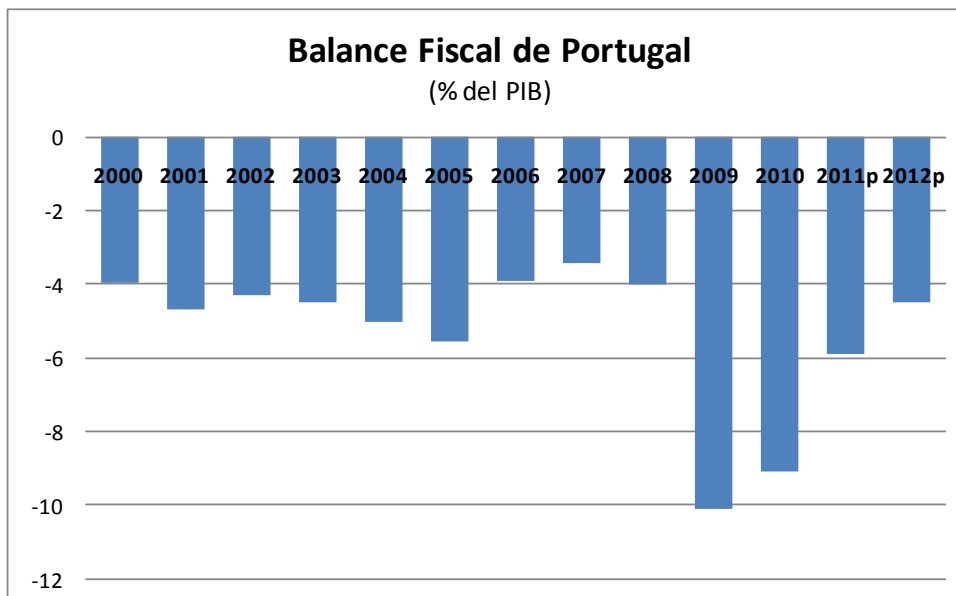
Evolución de la Demanda Interna, el Consumo Privado y la Inversión



Fuente: Eurostat

Gráfico Nº 5

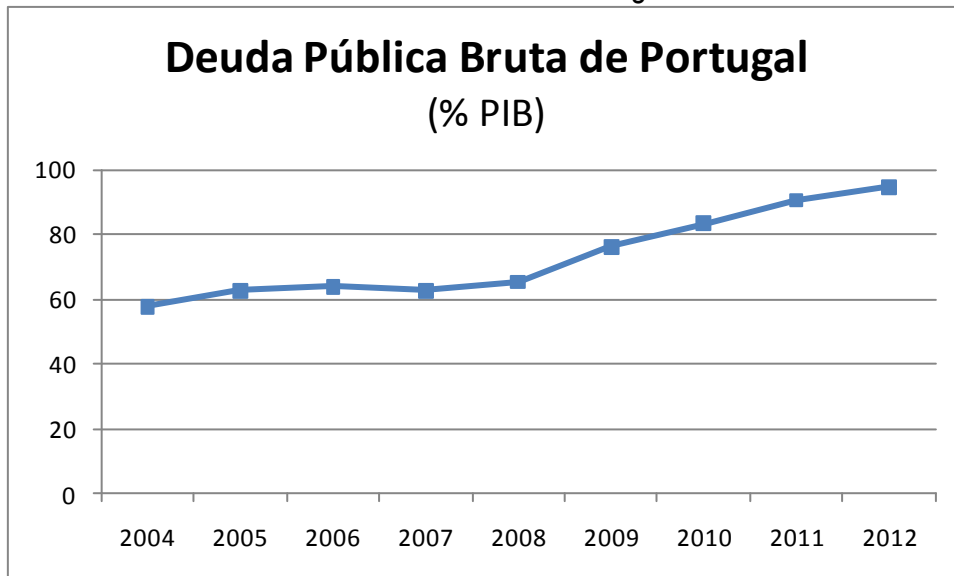
Balance Fiscal



Fuente: FMI y JP Morgan

Gráfico Nº 6

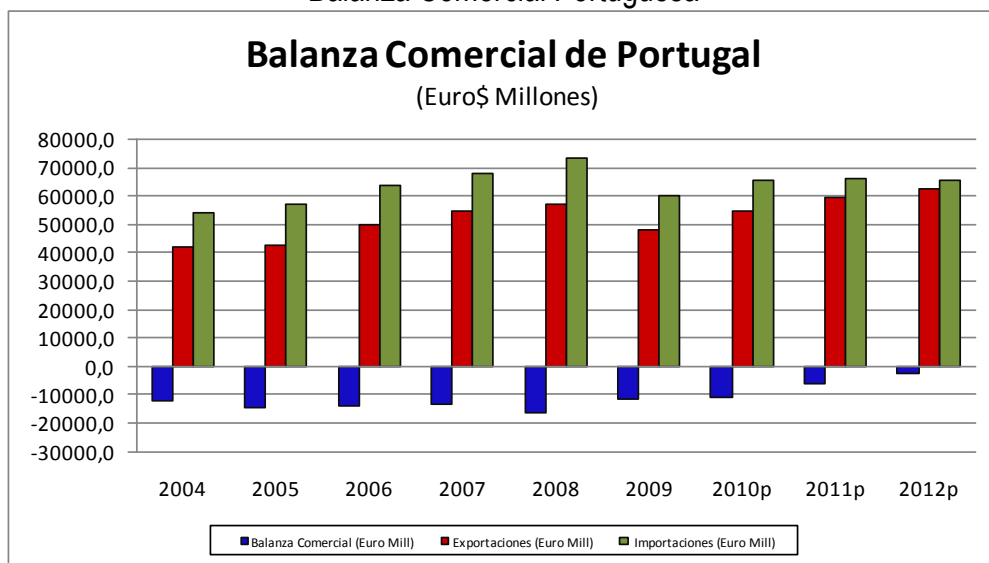
Deuda Soberana de Portugal



Fuente: FMI

Gráfico Nº 7

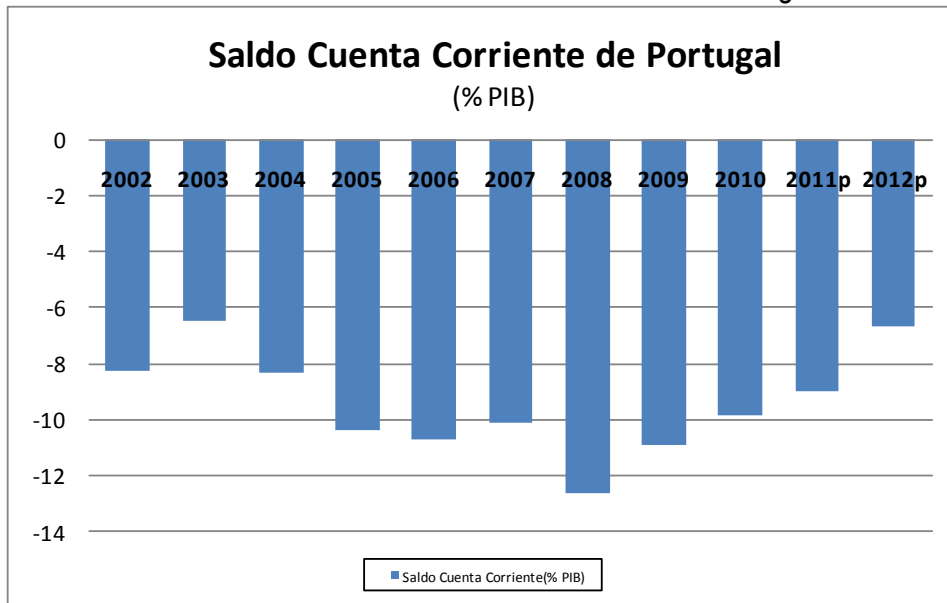
Balanza Comercial Portuguesa



Fuente: Eurostat

Gráfico Nº 8

Evolución del Saldo de Cuenta Corriente en Portugal



Fuente: FMI

Gráfico Nº 9

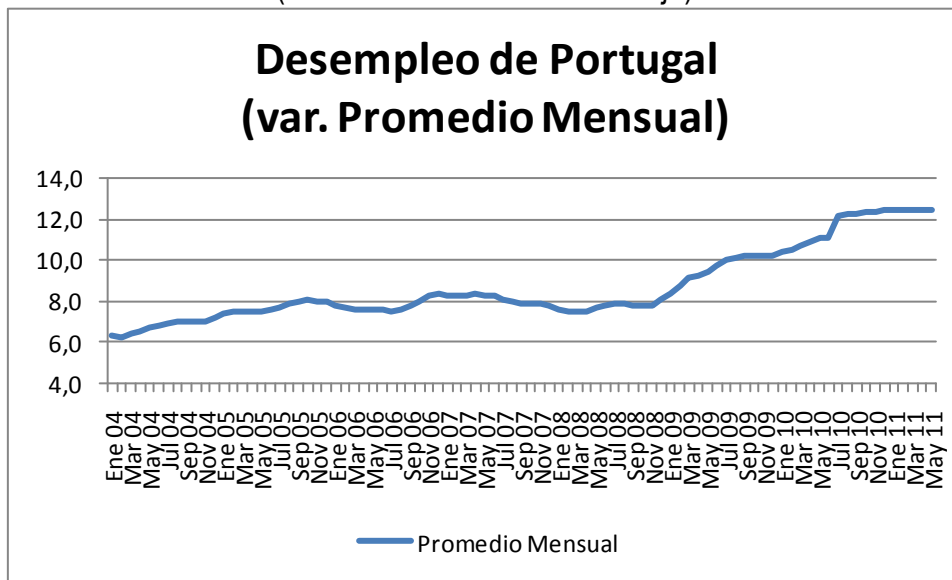
Comercio de Chile y Portugal



Fuente: Banco Central de Chile.

Gráfico Nº 10

Tasa de desempleo
(Como % de la fuerza de trabajo)



Fuente: Eurostat

Gráfico Nº 11

Tasa de Bonos Soberanos 10 años de Portugal



Fuente: Bloomberg