

2014: año clave para la periferia

La recuperación de la eurozona sigue en marcha. Los países del núcleo ya llevan varios meses creciendo y los países periféricos, un poco más rezagados, empiezan a ganar tracción para salir paulatinamente de la recesión. Algunos de ellos han necesitado ayudas financieras para poder afrontar las reformas necesarias, sanear su sistema bancario y encauzar niveles sostenibles de endeudamiento público. En este contexto, 2014 será un año clave para la periferia europea: Irlanda y Portugal llegan al fin de sus respectivos programas de rescate, Grecia se encuentra en el ecuador del segundo programa de ayuda pero acechan dudas en torno a la suficiencia de fondos para el próximo año y, por último, España dará por finalizado el rescate para la banca sin haber consumido la totalidad de los fondos otorgados. Así pues, si todo va según lo previsto, 2014 podría ser el año que acabara definitivamente con la crisis de deuda soberana. ¿Será así?

Las correcciones en los desequilibrios de las economías lusa, griega e irlandesa se han dado en distintas dimensiones: sostenibilidad de la deuda pública, desapalancamiento del sector privado y ganancias de competitividad. La primera dimensión ha sido uno de los pilares de los tres programas de ayuda financiera, ya sea porque era el principal problema del país en un inicio (como es el caso de Portugal y Grecia) o porque se ha puesto en duda a raíz de la resolución de otro desajuste (como es el caso de Irlanda, cuyo detonante fue una crisis bancaria originada por una burbuja inmobiliaria). En cualquier caso, el avance en materia de consolidación fiscal ha sido significativo en los tres países mencionados, con reducciones del déficit público de más de la mitad desde 2010. La mayor corrección la ha llevado a cabo Grecia, reduciéndolo del 15,6% del PIB al 4,1% en cuatro años. Asimismo, será el primer país en conseguir un superávit primario al finalizar 2013. Portugal e Irlanda se prevé que lo consigan en 2014. El esfuerzo de consolidación fiscal ha permitido frenar el crecimiento de la deuda pública, que incluso se prevé que empiece a reducirse a partir de 2014 para las tres economías.

El sector privado de estos tres países también está llevando a cabo importantes ajustes, tanto en el caso de los hogares y empresas como en el sector bancario. Para este último se debe destacar el esfuerzo de recapitalización que las instituciones de crédito han llevado a cabo durante 2012 para cumplir con el objetivo de capital (ratio *Capital Tier 1*) del 8%, aunque en la mayoría de los casos se requirieron fondos públicos. A pesar de los avances hechos para mejorar la solvencia, las instituciones bancarias griegas, lusas y celtas permanecen bajo presión en un entorno operativo adverso y con elevadas tasas de morosidad, que siguen incrementándose.

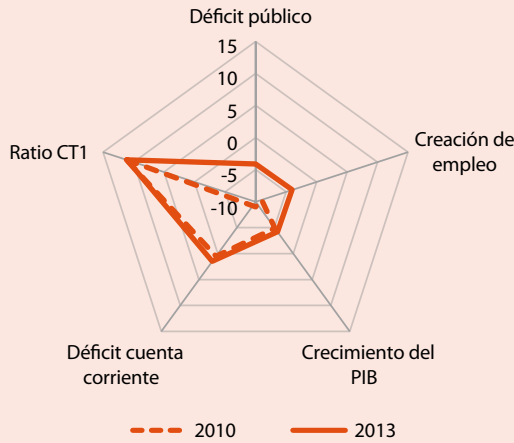
Por el lado de los hogares y empresas, el proceso de desapalancamiento está siendo más lento. En Irlanda, el país que presentaba unos niveles de endeudamiento más elevados, solo la deuda de los hogares ha empezado a reducirse de forma significativa: del 123% del PIB en el que se encontraba en 2009 se ha reducido hasta el 106%, pero todavía se encuentra lejos del 65% del conjunto de la eurozona. Las empresas no financieras, que mostraban niveles de endeudamiento claramente superiores, 206% del PIB en 1T 2013, todavía no han empezado a desapalancarse. El caso de Portugal y Grecia no es muy distinto. Si bien partían de unos niveles de apalancamiento inferiores, el progreso hasta la fecha ha sido prácticamente nulo. Concretamente, por lo que a los hogares se refiere, el nivel de deuda se sitúa en el 91% del PIB en Portugal y en el 73% en Grecia. El sector empresarial griego ofrece unos niveles de deuda más confortables, del 75% del PIB (24 p. p. por debajo del promedio de la eurozona), pero en Portugal, donde la ratio se sitúa en el 164% del PIB, el ajuste todavía no ha empezado.

Las reformas implementadas bajo los respectivos programas de rescate, sobre todo en consolidación fiscal y mejoras estructurales, han facilitando el inicio de la recuperación económica para los alumnos más aventajados, Irlanda y Portugal. El estudiante sobresaliente en este caso es Irlanda, cuyo crecimiento se ha situado por encima del de la eurozona desde 2011. En el caso de Portugal, el proceso de recuperación es más lento, manteniendo el sector exterior el pulso por la buena actuación de las exportaciones gracias a notables mejoras de competitividad. Grecia es, de los tres países periféricos, al que más le está costando recuperar tasas de crecimiento positivas. La profunda contracción que atraviesa la demanda interna sigue lastrando la capacidad de recuperación de la economía helena y, si bien se han producido importantes ganancias de competitividad, la respuesta de las exportaciones ha sido menos intensa que en el resto de países periféricos.

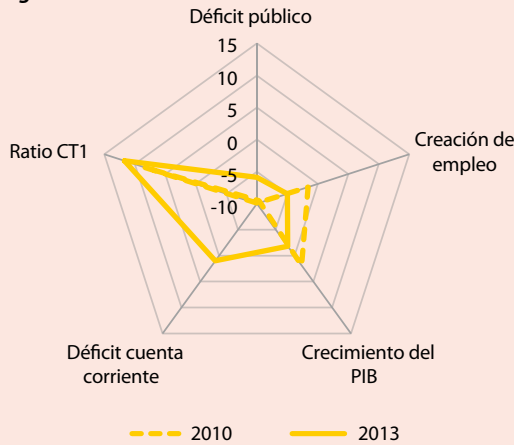
Los números que presenta Irlanda, por tanto, le permiten encarar la fase final del programa con la troika, que termina en diciembre de 2013, con cierta confianza. De hecho, el tesoro irlandés ya ha podido prefinanciar las necesidades de financiación previstas para 2014, lo que le ha permitido descartar la solicitud de una línea de crédito precautoria para asegurarse la capacidad de financiación tras la finalización de la ayuda financiera de la troika. De todas formas, Irlanda todavía presenta importantes desequilibrios que debe seguir corrigiendo. Terminar el proceso de desapalancamiento, la reestructuración del sector ban-

Comparativa de variables económicas y financieras

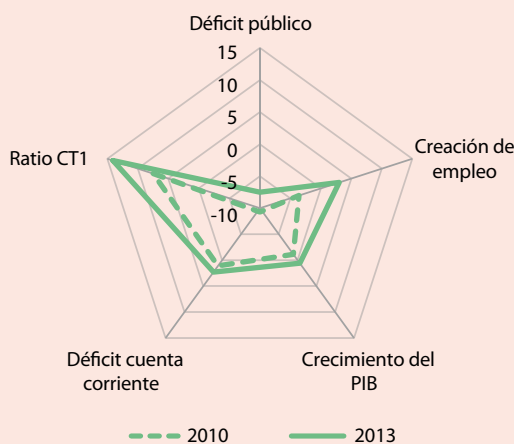
Grecia



Portugal



Irlanda



Nota: (*) Cuanto más alejado del centro, mejor es el dato. El déficit público y el déficit por cuenta corriente están expresados como porcentaje del PIB, creación de empleo y crecimiento del PIB son variaciones interanuales y la ratio CT1 es la ratio de capital en porcentaje del total de activos ponderados por riesgo. Previsiones del FMI.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del FMI.

cario y reducir la tasa de paro son los tres retos que no debería perder de vista.

La situación de Portugal es menos favorable. Las dudas sobre la capacidad de finalizar con éxito el programa de ayudas con la troika en junio de 2014 no desaparecen. La mejora de la actividad económica de los últimos trimestres avala un escenario en el que Portugal puede conseguir tasas de crecimiento que le ayuden a estabilizar la deuda pública en niveles sostenibles. Sin embargo, ello debe ir acompañado por una disciplina fiscal intachable. Un compromiso sólido por parte de todos los partidos políticos con el programa de ayuda financiera es clave para restablecer la confianza de los inversores, pero queda poco tiempo para conseguirlo. En los próximos meses el Gobierno portugués debería dar muestras convincentes de que puede empezar a prefinanciar las necesidades de 2014. En este sentido, el camino del acceso a los mercados para Portugal es un poco más angosto que para los irlandeses.

Finalmente, sobre el alumno que necesita mejorar, Grecia, se han vuelto a percibir nuevas necesidades de financiación no cubiertas por el programa de la troika para 2014 y 2015 por valor de 10,9 mil millones de euros. Para Grecia, 2014 no solo no será un año en el que deje atrás las ayudas de la troika, dado que en principio aún le quedan tres años más bajo la supervisión de esta, sino que probablemente se seguirá debatiendo si el actual programa es suficiente.

En definitiva, en 2014 difícilmente se podrá dar por cerrada la crisis de deuda soberana, pero todo parece indicar que se podrán apagar algunos focos activos, como el irlandés y, quizás, el luso, y empezar a controlar aquellos que han permanecido incontrolables desde hace ya un tiempo: Grecia. La clave residirá en que la incertidumbre y el miedo en los mercados no se propaguen a las otras economías, como ya ha venido siendo el caso este último año, cuando rumores de un nuevo programa en Grecia no están ocasionando ningún contagio a los otros periféricos. Si todo va según lo planeado, en 2014 estaremos un poco más cerca de la plena recuperación de la eurozona y del fin, de una vez por todas, de la crisis de deuda soberana.

Ariadna Vidal Martínez
Departamento de Economía Europea,
Área de Estudios y Análisis Económico, "la Caixa"