

FOCUS · Portugal: progreso favorable pero con deberes pendientes

En mayo se cumple un año de la finalización con éxito del programa de ayuda financiera a Portugal. En él se implementaron un conjunto de reformas estructurales y medidas de ajuste fiscal que han permitido que el país estabilizara sus desequilibrios macroeconómicos y saliera de la recesión con unas perspectivas económicas favorables. Si bien los avances son notorios, todavía persisten desequilibrios que podrían entorpecer el crecimiento económico a medio plazo. En este Focus analizamos dos de ellos: la elevada posición deudora respecto al exterior y un sector corporativo con un nivel de endeudamiento todavía alto.

Tras la introducción del euro, la economía lusa presentó grandes déficits por cuenta corriente de forma sostenida. Esta situación la llevó a empeorar su posición deudora externa neta –la posición de inversión internacional neta (PIIN) alcanzó el -112% del PIB en 2014–, lo cual la dejó en una posición muy vulnerable a los vaivenes de los flujos de capitales internacionales. Sin embargo, la corrección del saldo corriente ha sido muy notable durante los últimos años. Los primeros superávits se anotaron en 2013 y 2014, movidos, sobre todo, por la considerable corrección de la balanza comercial. Esta mejora del saldo de bienes y servicios se vio apoyada, además de por la lógica compresión de las importaciones durante una recesión, por un aumento de las exportaciones gracias a unas mejoras significativas de competitividad. En particular, los costes laborales unitarios en relación con los principales socios comerciales han caído un 9% desde 2007, y las exportaciones de bienes y servicios sobre el PIB han aumentado desde un 27% en 2009 hasta un 40% en 2014. Asimismo, Portugal está siendo capaz de suavizar la pérdida de la cuota exportadora que está experimentando la mayoría de países desarrollados: entre 2007 y 2014, Portugal la ha reducido solamente en un 10%, mientras que Alemania o Italia han perdido un 20% de su cuota. De todas formas, a pesar de los avances conseguidos, todavía es necesario que mejore el saldo de la balanza comercial para que la PIIN alcance niveles sostenibles lo antes posible (véase el primer gráfico).

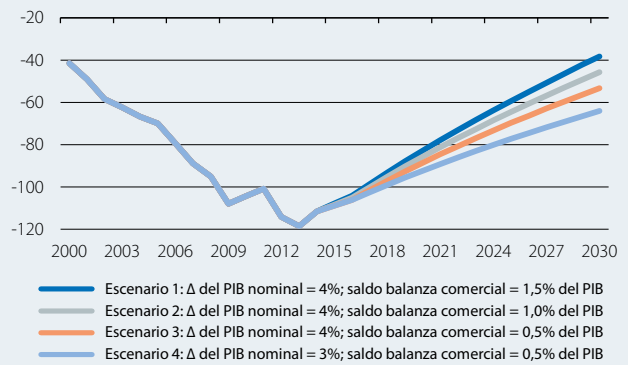
El segundo lastre para el crecimiento económico luso es el elevado endeudamiento del tejido empresarial, lo que limita la capacidad de inversión y de creación de ocupación, y por tanto, el crecimiento del país.¹ En 2013, la deuda de las empresas no financieras alcanzó el 168% del PIB, un nivel solo superado en la eurozona por Grecia, y acarrió unos gastos financieros que ascendieron al 33% de los beneficios brutos de explotación, el doble que las empresas españolas o italianas. Si bien el inicio del proceso de desapalancamiento fue tardío, a causa de la difícil situación económica, desde 2013 la ratio de deuda sobre el PIB se ha reducido en 14 p. p. Sin embargo, es importante resaltar que hay marcadas diferencias entre las empresas según su tamaño. Mientras que

1. El endeudamiento de los hogares era menor y su corrección ha sido destacable, del 95% del PIB en 2009 al 80% en 2014.

las grandes tienen unos niveles de deuda moderados dados su capacidad de repago y un mayor abanico de fuentes de financiación, las pymes, que forman el tejido empresarial de Portugal proporcionando empleo al 79% de los trabajadores, siguen fuertemente endeudadas, con una ratio de deuda sobre fondos propios del 240% en promedio, muy por encima de los niveles considerados adecuados por la Comisión Europea.² Por ello, es importante que Portugal aproveche el entorno económico favorable previsto para los próximos años para concluir el proceso de desapalancamiento.

En resumen, las perspectivas de crecimiento de Portugal tras el programa de rescate son halagüeñas. Aun así, se deben corregir con decisión y apremio los desequilibrios para asegurar el crecimiento del país a medio y largo plazo.

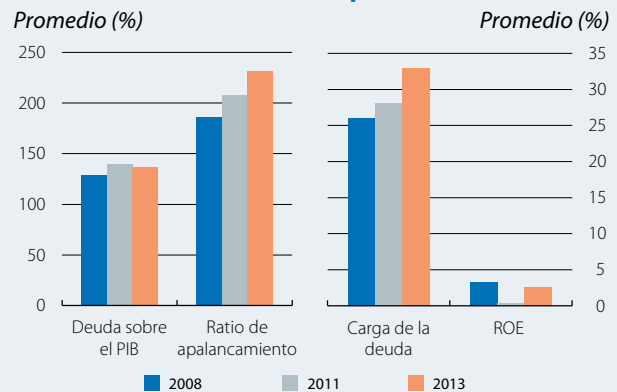
Posición de la inversión internacional neta (% del PIB)



Nota: Se asume un saldo por cuenta de capital del 1,5% del PIB; un tipo de interés de los activos del 3,4% en promedio; un tipo de interés de los pasivos del 2,9% en promedio; y unos activos en % del PIB constantes a 190% y sin efectos de valoración.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del Instituto Nacional de Estadística portugués y del Banco de Portugal.

Ratios financieros de las empresas no financieras



Nota: La carga de la deuda es igual a los gastos financieros sobre el EBITDA, la ratio de apalancamiento es igual a la deuda sobre los fondos propios y el ROE es igual a la rentabilidad sobre los fondos propios.

Fuente: "la Caixa" Research, a partir de datos del BACH, del Instituto Nacional de Estadística portugués y del Banco de Portugal.

2. En general la Comisión Europea considera que la ratio óptima se sitúa alrededor del 100%, aunque depende de las características específicas de la industria y de la propia empresa. Ratios mayores a 200% se darían en empresas sobreendeudadas.