

Retos y perspectivas de la deuda pública portuguesa: reflexiones sobre la retirada del BCE

La prima de riesgo de la deuda portuguesa se ha reducido de forma notable en los últimos 18 meses y se ha mantenido claramente por debajo de la italiana y la española. ¿Qué explica esta dinámica?

En primer lugar, es importante observar el contexto macroeconómico. La economía portuguesa se ha recuperado con intensidad en la pospandemia, con un crecimiento del PIB de casi el 6% desde finales de 2019, muy por encima del 3% de media de la eurozona y del avance de las principales economías de la región. Por ejemplo, Alemania apenas se sitúa un 0,1% por encima.

En segundo lugar, destaca la apuesta por la consolidación de las cuentas públicas, que ha permitido alcanzar saldos primarios positivos en los últimos años (excepto durante la pandemia). En 2023, Portugal volvió a registrar superávit fiscal y todo apunta a que se mantendrá en positivo los próximos años. Este es un compromiso que comparten los principales partidos políticos, lo que ayuda a consolidar esta expectativa. El notable crecimiento económico y la consolidación fiscal¹ ha permitido situar la ratio de deuda pública por debajo del 100% del PIB en 2023, algo que no ocurría desde 2009. Esta consolidación de las finanzas públicas en el periodo pospandemia destaca sobre otros países de la eurozona: el descenso de la ratio de deuda pública en Portugal (4,2 p. p. en 2022 respecto a 2019)² es el cuarto mayor, en contraste con el aumento observado en la eurozona (incremento de casi 7 p. p. en el mismo periodo).

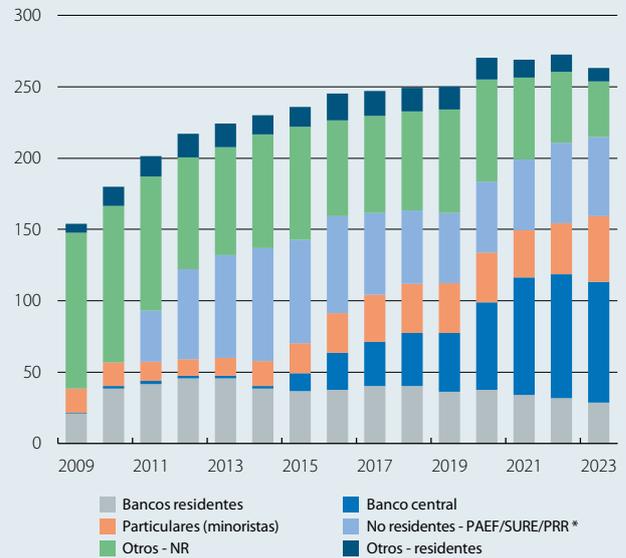
La consolidación de las cuentas públicas (además de otros factores también relevantes, como el importante crecimiento de la economía, la reducción de la deuda privada y la robustez del sector bancario) ha sido decisiva en la valoración del riesgo país. Portugal se sitúa en el nivel de riesgo A según la evaluación de todas las agencias de calificación.

Finalmente, también cabe destacar el cambio en la estructura de tenedores de la deuda pública que se ha producido. Otra razón que se puede aducir para el aumento del valor de los títulos de deuda pública portu-

1. La reducción de la deuda pública en 2023, tanto en ratio como en valor absoluto, también se explica por las recompras anticipadas de deuda pública de bancos y compañías de seguros, o la elevada asignación en CEDIC (certificados especiales de deuda pública a corto plazo), deuda excluida de los criterios de Maastricht (que aumentó en más de 8.400 millones de euros en 2023).

2. En el momento de redactar este informe, todavía no había información sobre los datos de cierre de las cuentas públicas para 2023 en el conjunto de la eurozona. En Portugal, se sabe que la reducción de la ratio de deuda pública fue de 17,5 p. p. respecto a 2019.

Portugal: tenedores de deuda pública portuguesa (Mil millones de euros)



Nota: * PAEF: Programa de Asistencia Económica y Financiera. SURE: European instrument for temporary Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency. PRR: Programa de Recuperación y Resiliencia.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del IGCP y del Banco de Portugal.

guesa está relacionada con el menor volumen de deuda en circulación en los mercados; de hecho, en 2023, Portugal emitió alrededor de 8.700 millones de euros menos en bonos y letras del Tesoro, reduciendo el saldo vivo de estos instrumentos en casi 7.000 millones de euros. El menor recurso al mercado se explica en parte por el importante aumento de las tenencias de deuda por parte del público minorista. Las suscripciones (netas de intereses) de productos minoristas superaron el año pasado los 9.600 millones de euros, compensando plenamente la menor emisión de valores en el mercado. Esto ha provocado que la deuda pública en manos de particulares residentes aumente del 13% en 2022 a alrededor del 17% a finales de 2023. Esto se compara, por ejemplo, con alrededor del 2% en el caso de España. Se trata también de una cuestión muy particular de la deuda pública portuguesa: en total, entre particulares, el banco central y los acreedores oficiales (es decir, préstamos en el marco del Programa de Asistencia Financiera), la proporción de deuda de no mercado superaba el 70% a finales de 2023 (en comparación con alrededor del 10% en 2010).

¿Qué impacto deberíamos esperar de la menor presencia del BCE en los mercados de deuda pública?

Con la reducción gradual de su balance, la intervención del BCE en los mercados de deuda será cada vez me-

nor.³ La pregunta que surge es qué impacto podría tener esto en el coste de financiación de Portugal. La estrategia de financiación del Tesoro para 2024, aprobada en diciembre del año pasado, incluye la emisión de bonos por unos 20.700 millones de euros, principalmente mediante instrumentos a medio y largo plazo. Las emisiones previstas en el mercado para este año superan las registradas en 2023 (en unos 4.380 millones de euros), pero están por debajo de la cantidad emitida en 2022 (en unos 4.310 millones de euros).

A su vez, este año vencerán alrededor de 8.500 millones de euros en bonos a medio y largo plazo, parte de los cuales están en manos del BCE. En concreto, para 2024 se espera que las compras netas de deuda pública portuguesa por parte del banco central sean negativas en 2.300 millones de euros según el IGCP.⁴ En este contexto, estimamos que la deuda en poder del banco central se reducirá de alrededor del 32% del PIB en 2023 a cerca del 30% este año.

Esto significa que Portugal tendrá que colocar en términos netos, con inversores privados, alrededor de 9.800 millones de euros en títulos de deuda pública a medio y largo plazo, algo que debería poderse hacer sin que la prima de riesgos se resintiera. Se espera que los tipos de interés se mantengan relativamente altos, lo que debería seguir siendo atractivo para los inversores en títulos de deuda pública portuguesa. Este apetito por la deuda pública portuguesa se ve corroborado por la acogida de las recientes emisiones de bonos, donde la demanda fue casi el doble que la oferta.

Al mismo tiempo, el reciente ascenso del *rating* de Portugal al nivel de riesgo A por parte de las principales agencias de calificación aumenta el atractivo de la deuda portuguesa para los inversores institucionales, que invierten en deuda de países con menor riesgo. Además, Portugal podría volver al índice FTSE World Government Bond a finales de este año, un índice que solo incluye bonos soberanos calificados en el nivel A.

La diversificación de la base inversora es muy positiva para reducir los costes de financiación y la vulnerabilidad a los *shocks* externos y, en consecuencia, promover la estabilidad financiera y el aumento de la liquidez en el mercado de deuda, haciéndolo más atractivo.

En resumen, la evolución económica y financiera de Portugal ha permitido una comparación más favorable con otros socios europeos en términos de costes de financiación. En este contexto, la retirada gradual del BCE no debería ejercer una presión adicional sobre los costes de financiación. Sin embargo, es importante tener en cuenta que los mercados pueden cambiar rápidamente su percepción sobre la evolución de las economías, por lo que es importante mantener las políticas adecuadas, aquellas que apuntalan la confianza de los inversores.

Vânia Duarte

3. Respecto al APP, desde julio del año pasado el BCE no reinvierte bonos que llegan a vencimiento. En cuanto al PEPP, entre abril de 2022 y junio de 2024, el BCE reinvierte el 100% de los bonos que llegan a vencimiento, pero entre julio y diciembre de 2024, el BCE dejará vencer 7.500 millones de euros al mes, acelerando en 2025 con cero reinversiones.

4. Según la información de la presentación a inversores, de la Agencia de Gestión del Tesoro y de la Deuda Pública de Portugal de marzo de 2024.