

Portugal, la película detrás de la foto

No existe almuerzo gratis

Informe Mensual N° 122

6 de agosto de 2019

En pocas palabras

- El caso de Portugal atrajo la atención de politólogos y economistas que encuentran en este modelo un futuro hacia el cual debe converger nuestro país dado el contexto de haber atravesado un exigente programa con el FMI.
- Muchos miran al caso portugués como una foto cuando la película de cómo llegó a tener este nivel de estabilidad nos muestra que fue a fuerza de recorrer un largo camino.
- La crisis financiera internacional de 2007 encontró a la economía lusa en una posición débil, con los fundamentals macro muy deteriorados.
- En mayo de 2011 se anunció el acuerdo arribado con la Comisión Europea, el Banco Central Europeo y el FMI (conocido como la Troika), por 78.097 M de euros. El Programa de Asistencia económica y financiera (PAEF) acordado condujo a profundizar el disciplinamiento fiscal.
- Con un instrumento menos de política económica (política cambiaria) y en un contexto de ajuste, la devaluación interna, a través de la reducción del costo laboral, resultó clave. En sólo tres años (2010-2012), el costo laboral unitario portugués se desplomó 8%, a costa de medidas muy antipáticas.
- La reducción del Costo Laboral Unitario (CLU) por encima del promedio europeo tuvo su reflejo sobre las exportaciones portuguesas.
- Detrás de la estabilidad económica y política que atraviesa Portugal, asoman algunas debilidades en el mediano plazo (productividad estancada, alto nivel de endeudamiento, etc.).
- Argentina podría extraer algunas lecciones del caso Portugal. En primer lugar, la importancia de apostar a un modelo; encontrar un norte. En segundo lugar, que sentar las bases de un crecimiento prolongado en el tiempo como lo está logrando ahora Portugal se necesita sacrificio.
- La capacidad de tener un tipo de cambio flexible (algo que Portugal carecía) hace que la corrección de precios relativos parezca más sencilla. Pero cada vez que el país quiere ganar competitividad vía precios (devaluando), reaparece el conflicto distributivo. Quizá debido a la cantidad de veces que a lo largo de nuestra historia tuvimos estas experiencias.

Guido Lorenzo

Director Ejecutivo
g.lorenzo@lcg.com.ar

Melisa Sala

Economista principal
m.sala@lcg.com.ar

Antonela Vitola

Economista invitada
info@lcg.com.ar

Julia Segoviano

Economista
j.segoviano@lcg.com.ar

Emilia Calicibete

Analista
e.calicibete@lcg.com.ar

Costa Rica 4165 - CABA
(+5411) 4862 8992
info@lcg.com.ar

www.lcg.com.ar
@lcgmedia

El milagro portugués ha estado en boca desde hace aproximadamente un año. Hace 8 años Portugal empezó a sufrir las consecuencias de tener una economía con desbalances macroeconómicos. En apenas 3 años cayó 7% (2011-2013). La Troika (FMI, BCE, Comisión Europea) dio el apoyo cuando Portugal se quedó sin financiamiento, pero poniendo condiciones. Hace 6 años que el país crece con cuentas sanas, baja inflación, una cuenta corriente equilibrada y superávit fiscal.

Los milagros no existen. De hecho, hablar de milagro es subestimar todo el costo que tuvo que pagar la sociedad lusa luego de los programas acordados con La Troika. Las medidas impopulares abarcaron a todos los sectores. El desembolso fue firmado por un gobierno de centro derecha y luego respetado por la alianza socialista con la izquierda radical. Portugal fue consistente en el cumplimiento del programa independientemente del signo político. Por supuesto, una vez saneadas las cuentas el gobierno socialista empezó a aplicar medidas más populares, pero la austeridad fue una constante que pagaron trabajadores y clase política durante al menos 3 años.

El milagro portugués tuvo varias aristas, pero se puede resumir en una fuerte caída del costo laboral unitario en una economía sin inflación y sin capacidad de realizar política cambiaria. Es decir, con una devaluación vía ajuste nominal de salarios. La madurez que mostró la sociedad para afrontar la crisis contrasta con la ansiedad de la sociedad argentina que acostumbrada a fuertes crisis ha vuelto a todos los agentes cada vez más cortoplacistas y reticentes a hacer frente a un nuevo ajuste.

Creemos que existen fuertes diferencias entre el caso portugués y el argentino, pero de todas formas se pueden extraer algunas enseñanzas para que adopte el próximo gobierno. Lo principal es que la economía se recuperó y crece sobre cimientos sólidos gracias a que cumplió con lo acordado con La Troika y no gracias a atajos. Se puede discutir la velocidad de convergencia fiscal con el FMI en el caso argentino, pero de ninguna manera debería primar la idea de patear el tablero.

Nuestro país va a necesitar acceso a los mercados si quiere retomar la estrategia de gradualismo fiscal, pero al mismo tiempo debe sostener un tipo de cambio competitivo a partir del cual puedan prosperar las exportaciones y la demanda de inversión. La convivencia de estos dos fenómenos es compleja y si se quiere priorizar el crecimiento la necesidad de cerrar el bache fiscal lo antes posible resultará clave.

En algún punto Argentina tiene resueltas algunas cuestiones que Portugal no las tenía, como por ejemplo la capacidad de modificar precios relativos gracias a la inflación y a un tipo de cambio flexible. Sin embargo, la ubicación geográfica, la no pertenencia a una unión económica con libre movilidad de factores y la falta de consenso social acerca de la conveniencia de depurar el desequilibrio fiscal y externo hacen que el caso argentino sea más complejo.

De todas formas, es interesante desmitificar el milagro portugués para generar conciencia de este lado del hemisferio. Seguramente sirva para entender las dificultades de atravesar varios años de desprolijidad en materia macroeconómica y que, básicamente, no existe almuerzo gratis.

Buscando un norte

La valorada vía portuguesa

En el plano local varios dirigentes de la actual oposición empezaron a valorar el caso portugués como ejemplo de cómo reactivar la economía luego de un acuerdo con el FMI. **Parece que este caso atrajo la atención de politólogos y economistas que encuentran en el caso de Portugal un futuro hacia el cual debe converger nuestro país dado el contexto de estar bajo un exigente programa con el FMI.**

Es cierto que Portugal empezó a tener un crecimiento ininterrumpido desde el año 2014. Y es incluso un crecimiento mayor al resto de la zona euro, lo cual lo pone en un sendero de convergencia de sus niveles de renta media. La cuenta corriente está saneada y el déficit primario es fuertemente positivo; los salarios crecen; y el bono a 10 años rinde 1% frente al 16% que llegó a tocar en 2012 durante los peores momentos de la crisis.

Seis años de crecimiento consecutivo y el recorte de casi 10 p.p de la tasa de desempleo **suenan atractivos desde la perspectiva de nuestro país que en la última década no ha podido conjugar dos años consecutivos de aumento del producto.**

No hay rastros de crisis económica de Portugal a la vista, por lo que el sendero parece ser el de una economía que logró crecer aun cuando debió recurrir a la asistencia de organismos internacionales de crédito. Y la mejora fue tal que hasta pudo prescindir anticipadamente de ellos, particularmente del FMI.

Esto último es lo que inicialmente representaba un atractivo adicional para los aduladores locales del caso portugués: la idea de romper/abandonar el acuerdo con FMI. Pero esta ponderación parece estar diluyéndose, porque se ha aprendido que, en un contexto de mercado de capitales cerrados, la alternativa a financiar el déficit fiscal es la emisión monetaria. Puede funcionar por algún tiempo, pero nunca termina bien. De hecho, monetizar el déficit en un contexto de inflación por encima del 40% y con escasas reservas netas en el BCRA no parece la mejor opción.

labourcapitalgrowth

Costa Rica 4165 - CABA
(5411) 4862-8992
www.lcgsa.com.ar
contacto: info@lcgsa.com.ar

Argentina actualmente representa un 60% de la cartera de préstamos activos del FMI. Algunos dirigentes piensan entonces que, aun sin romper relaciones, tendrán mayor poder de negociación para ir a replantear un nuevo programa económico que tenga el foco en reactivar la economía, en lugar del esquema actual que tiene como objetivo reducir el déficit fiscal y la inflación para volver a tener acceso a los mercados.

La experiencia de A. Tsipras de intentar presionar para negociar mejores condiciones desde una posición de fortaleza resultó ser un fracaso para los términos de Grecia. En cambio, Portugal no tuvo ese ímpetu, esa amenaza de romper, y entre los dos países, parece que la vía portuguesa parece ser la adecuada. Aunque no exenta de sacrificios.

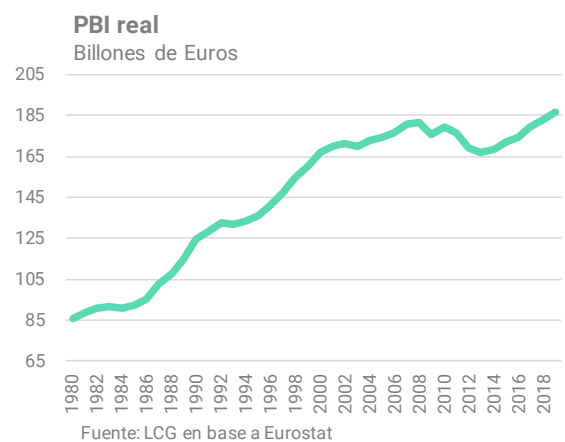
Muchos miran al caso portugués como una foto cuando la película de cómo llegó a tener este nivel de estabilidad nos muestra que fue a fuerza de recorrer un largo camino. En este informe trataremos de concentrarnos en detallar el sacrificio que afrontó la sociedad portuguesa para poder mostrar la foto actual.

Un paseo por Portugal

Cómo cayeron en desgracia

Inicialmente, la economía de Portugal se benefició con la entrada a la UE lo que implicaba el acceso en forma preferencial a un mercado de varios millones de habitantes. A mediados de los años noventa, este clima de euforia apalancado en la futura adopción del Euro aumentó la escala de financiamiento y derivó en un marcado incremento de la deuda del sector privado, particularmente la de los hogares que se duplicó antes de la entrada al Euro (pasó de 52% en 1995 a 118% del ingreso disponible en 2001) y hacia 2007 alcanzó niveles de 150%.

Con este nivel de apalancamiento, la demanda traccionó un crecimiento del producto de 33% entre 1995-2000 (3,8% promedio anual),



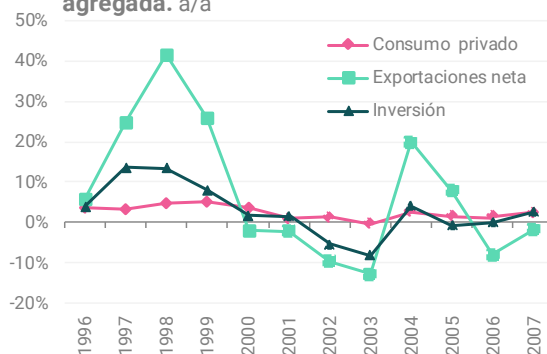
labourcapitalgrowth

Costa Rica 4165 – CABA
(5411) 4862-8992
www.lcgsa.com.ar
contacto: info@lcgsa.com.ar

pero no sin generar inconsistencias. Los problemas estructurales que presentaba la economía lusa al momento de entrar a la Eurozona no fueron corregidos (institucionales, financieros, demográficos y, fundamentalmente, de competitividad) y tuvieron consecuencias a posteriori. A partir del marcado crecimiento de la demanda, la recomposición de los salarios elevó el costo laboral unitario de Portugal que llegó a superar al promedio de la Unión Europea hasta entrada la crisis. El crecimiento se ralentizó a principios de los 00s.

De la mano de la mayor actividad y la reducida competitividad, las importaciones aumentaron y el deterioro de la cuenta corriente se hizo cada vez más profundo (promediando 9,2% del PBI entre 2001 y 2007). En paralelo, la política fiscal expansiva, para reemplazar el menor crecimiento del consumo, se tradujo en un déficit fiscal creciente y en un fuerte incremento del ratio de deuda pública (20 p.p en 8 años, de 40% del PBI a 60% del PBI entre 2000 y 2007).

Componentes de la demanda agregada. a/a



Fuente: LCG en base a OCDE

PBI real a/a



Fuente: LCG en base a WEO

Cuenta Corriente % PBI



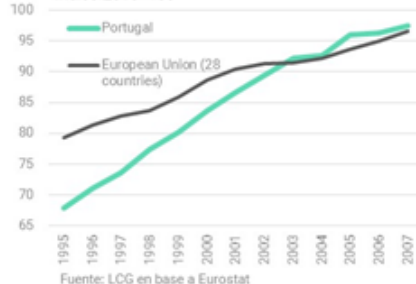
Fuente: LCG en base a WEO

Resultado financiero % PBI



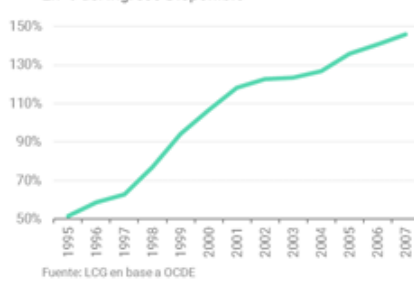
Fuente: LCG en base a WEO

Costo Laboral Unitario Índice 2010=100



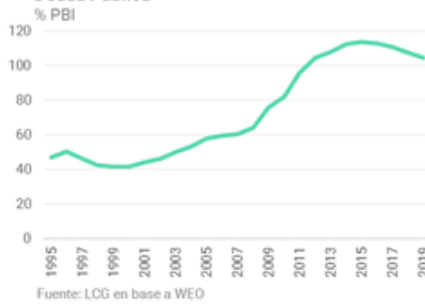
Fuente: LCG en base a Eurostat

Deuda de los Hogares En % del Ingreso Disponible



Fuente: LCG en base a OCDE

Deuda Pública % PBI



Fuente: LCG en base a WEO

Así, la crisis financiera internacional de 2007 encontró a la economía lusa en una posición débil, con los *fundamentals macro* muy

deteriorados. Los canales de transmisión de la crisis (comercial y financiero) llevaron a una reducción de las exportaciones y el encarecimiento del crédito golpeando fuertemente a la economía portuguesa.

Consecuencias de no crecer genuinamente

Con el estallido de la crisis internacional, los desbalances gemelos se profundizaron: el déficit de cuenta corriente trepó a 12% del PBI en 2008 y el déficit primario alcanzó el nivel más alto en 2010 (8,5% del PBI).

En el año 2010, en pleno auge de la crisis del Euro y luego del shock de la crisis *subprime*, el Gobierno de J. Sócrates perteneciente al Partido Socialista, **implementó tres Programas de Estabilidad y Crecimiento (PEC) con el propósito de sanear las cuentas fiscales conteniendo el gasto público y elevando los ingresos fiscales.** Bajo un contexto de crisis, la hostilidad que generaba la implementación de estos programas fue en aumento.

La presión del mercado se hizo palpable en los rendimientos de obligaciones del Tesoro portugués a 10 años, que pasaron de 4% a niveles superiores al 10% en 2010, lo que volvió prohibitivo el acceso a los mercados. En 2011, cuando se intentó impulsar el cuarto programa de estabilidad (PEC), el rechazo de la oposición fue tan contundente que derivó en el llamado a elecciones anticipadas y en el pedido de rescate a la Unión Europea y al FMI. **En mayo de 2011 se anunció el acuerdo arribado con la Comisión Europea, el Banco Central Europeo y el FMI (conocido como la Troika), por 78.097 M de euros.**

El largo camino a la estabilidad

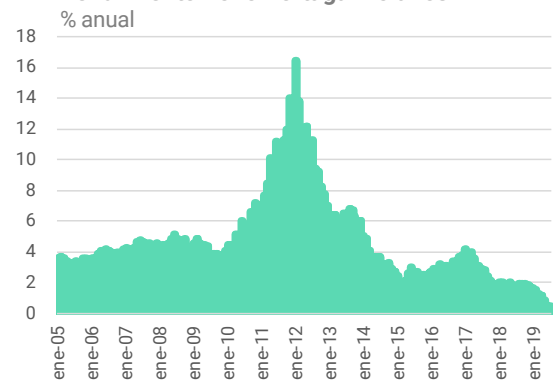
Una transición costosa

En las elecciones de junio del 2011, Pedro Passos Coelho, del Partido Social Demócrata, se consagró ganador. **El Programa de Asistencia económica y financiera (PAEF) acordado con la Troika condujo a profundizar el disciplinamiento fiscal.** Eran las reglas del juego

labourcapitalgrowth

Costa Rica 4165 – CABA
(5411) 4862-8992
www.lcg.com.ar
contacto: info@lcg.com.ar

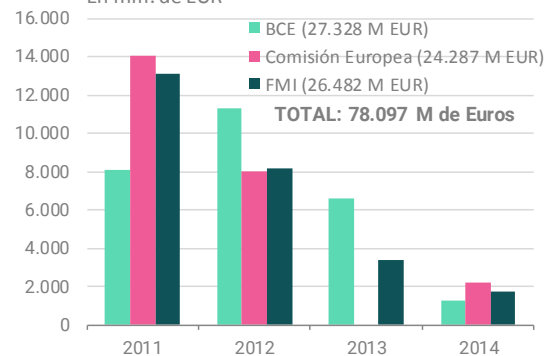
Rendimiento Bono Portugal 10 años



Fuente: LCG en base a IGCP

Programa de Asistencia (PAEF)

En mill. de EUR



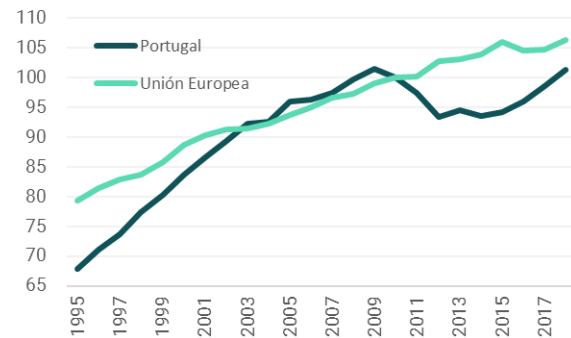
Fuente: LCG en base a IGCP

Se necesitaron varios años de esfuerzo para que la economía lusa vuelva a crecer. Durante ese período, lejos de tomar atajos la sociedad en su conjunto sufrió el proceso de consolidación fiscal y reformas necesarias para sentar bases para encarar nuevamente el crecimiento.

La integración de Portugal a la zona euro le quitó al país autonomía para realizar política monetaria. **Con un instrumento menos de política económica y en un contexto de ajuste, la devaluación interna, a través de la reducción del costo laboral, resultó clave. En sólo tres años (2010-2012), el costo laboral unitario portugués se desplomó 8%.** Entre las medidas antipáticas que se tomaron para lograrlo estuvieron:

- ✓ *El salario mínimo se mantuvo constante durante cuatro años en 485 euros (desde el 2011 hasta el 2014 inclusive). En el mismo período en el resto de la UE sin considerar los PIIGS¹, el salario mínimo aumento 10%.*
- ✓ *En 2011 se aplicó, por única vez, un impuesto extraordinario del 50% al salario complementario (‘aguinaldo’) de todos los trabajadores con salarios por encima del mínimo.*
- ✓ *El salario de los empleados públicos se congeló entre 2012 y 2014, y en algunos casos, se aplicaron recortes salariales que llegaron a bajas nominales del 25%.*
- ✓ *En 2012 se eliminaron los dos salarios complementarios (‘aguinaldos’) a empleados públicos y jubilados y pensionados. En 2013, recuperó uno solo de los dos pagos anuales de forma fraccionada, mes a mes.*
- ✓ *En 2012 suspendieron las jubilaciones anticipadas hasta 2014.*
- ✓ *En 2013 se aumentó del 11% al 18% las contribuciones a la Seguridad Social para los trabajadores públicos y privados. Por el contrario, las contribuciones de las empresas (aportes patronales) se redujeron aproximadamente 6 pp con el objetivo de favorecer la creación de empleo.*
- ✓ *En 2013 se amplió la jornada laboral de 35 a 40 hs semanales.*

Costo Laboral Unitario
Índice 2010=100



Fuente: LCG eb base a WEO

¹ PIIGS: Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España.

El ajuste de los salarios de los trabajadores de la administración pública fue sensiblemente más marcado que en el resto de los sectores. En efecto, el salario promedio se mantuvo apenas por encima de 900 euros hasta 2014, pero el de los empleados públicos acumuló una caída del 3% en esos años.

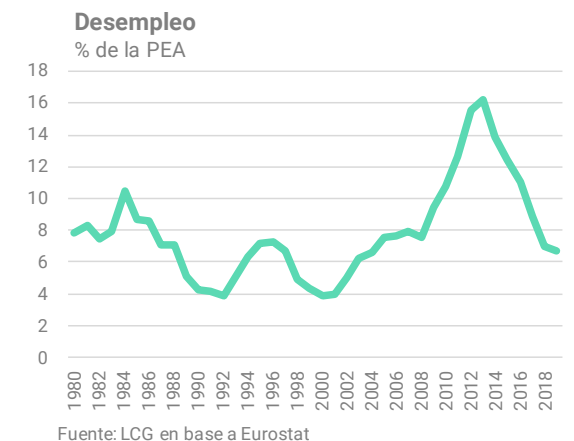
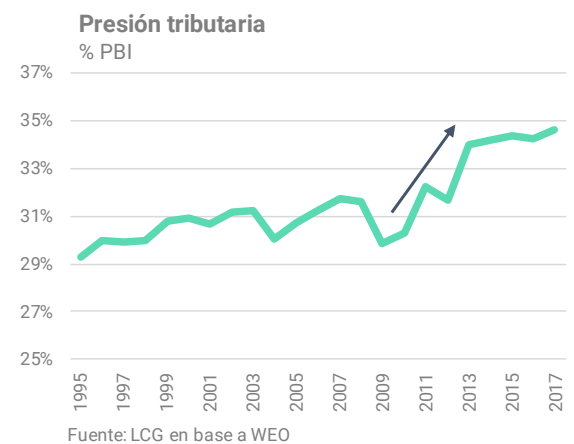
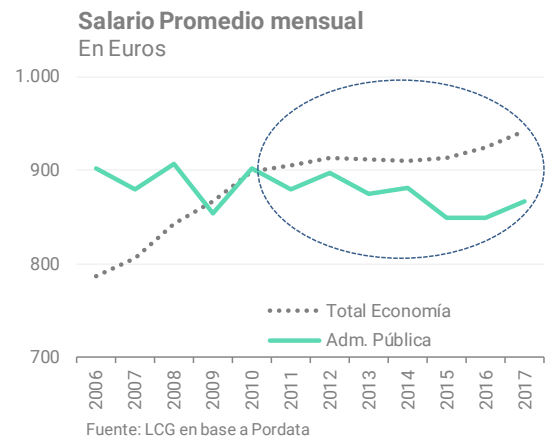
El ajuste no se concentró únicamente en la reducción del costo laboral unitario. Las cuentas fiscales se sanearon a partir de la suba de impuestos y la baja de gastos reflejada principalmente en la reducción del salario público. En este caso sobresale:

- ✓ *El aumento de la alícuota de IVA a la electricidad y el gas natural pasó del 5% al 23%; y en el caso de Ganancias se elevó en un 2,5% adicional para las rentas anuales superiores a 153.000 euros.*
- ✓ *El gasto en inversión pública se redujo a más de la mitad, pasando de representar un 10% del gasto total antes de la crisis a niveles mínimos de 4% en 2014.*

La magnitud de la crisis y el ajuste implementado después dejó secuelas en el plano social. **El desempleo creció de manera pronunciada a partir del estallido de la crisis internacional en 2008, prácticamente duplicando su nivel (de 7,5% a 16% en 2012). Esto tuvo su correlato directo en la precarización del mercado de trabajo y en el incremento de los índices de pobreza.**

Con la crisis proliferaron los contratos por tiempo limitado y con mucha rotación. En la etapa de recuperación esto se hizo más intensivo a partir del auge del turismo (ver más adelante), que promovía este tipo de contratos además de empleos de baja calificación.

Por otro lado, entre 2013 y 2014 la pobreza llegó a afectar a 27,5% de la población. Los jóvenes de hasta 17 años fueron los más afectados: la tasa de incidencia de la pobreza llegó a 32% del total. Recién en 2015, con la mejora de ingresos la tasa de pobreza empezó a ceder (llegando a 21,6% en 2018).



Recuperar el acceso a los mercados: cumplir más que romper

El programa de rescate, que incluyó desembolsos hasta 2014, en paralelo con el saneamiento fiscal y la mejora de la competitividad fueron reduciendo el costo de financiamiento de Portugal, que había trepado a 16% anual en 2012. Así, **Portugal pudo retomar el acceso a los mercados en 2014 emitiendo deuda a 5, 10 e incluso 15 y 20 años (a partir de 2015) a tasas más razonables**: en 2014, el rendimiento de los títulos a 10 años había perforado el umbral del 4%, vigente antes del estallido de la crisis.

La reducción del costo de financiamiento fue tal que Portugal pudo acelerar la devolución del préstamo del FMI, permitiéndose ahorrar la carga derivada de los intereses, ya que en el mercado podía financiarse a tasas de interés más bajas.

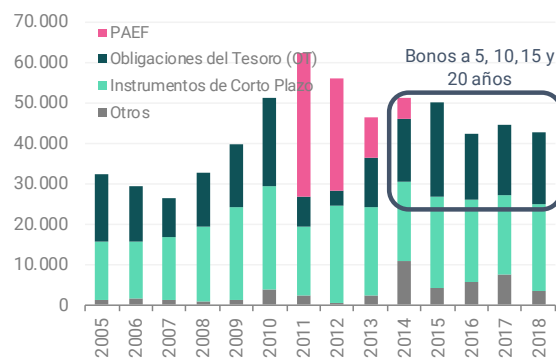
Pero hay que resaltar que **la clave de que las emisiones de deuda tuvieran éxito, fueron las compras efectuadas por el Banco Central Europeo (BCE) en el mercado secundario en el marco del Programa Asset Purchase Programmes (APP)**. En un contexto de crecimiento débil en toda la región, el BCE había decidido relajar sensiblemente su política monetaria, inyectando liquidez a través de la compra de activos del sector público y privado. **El BCE llegó a comprar 40.000 M de euros de títulos portugueses, lo que significa 15% del total de la deuda pública lusa.**

El programa de compras netas se mantuvo activo hasta diciembre 2018. Para adelante el BCE anunció que tenía la intención de continuar reinvertiendo la totalidad de los pagos de capital vencidos y adquiridos en virtud del APP durante un período de tiempo que sea necesario para mantener condiciones favorables de liquidez.

La importancia de formar parte de la Unión Monetaria

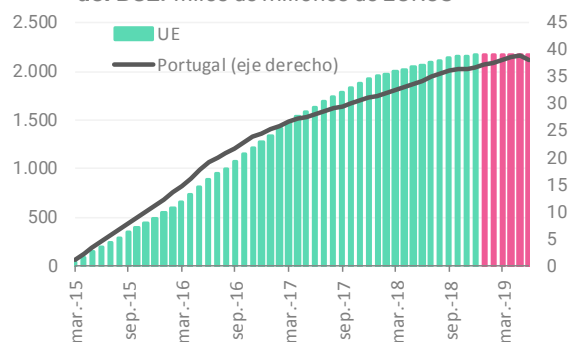
Un factor relevante a la hora de descomprimir el mercado de trabajo fue la posibilidad (relativamente fácil) de emigrar desde Portugal al resto de la Unión Europea. Refiere básicamente a la 'libre movilidad de factores' que opera en la zona. Con un nivel de desempleo que llegó a afectar al 16% de la PEA y proceso de mercado ajuste

Emisión de Deuda de Portugal
Millones de EUROS



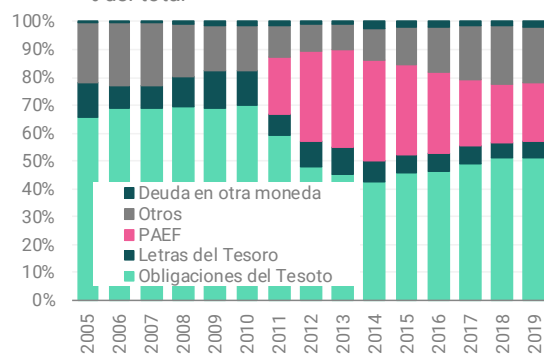
Fuente: LCG en base a IGCP

Programa de Compra de Activos Públicos del BCE. Miles de millones de EUROS



LCG en base a BCE

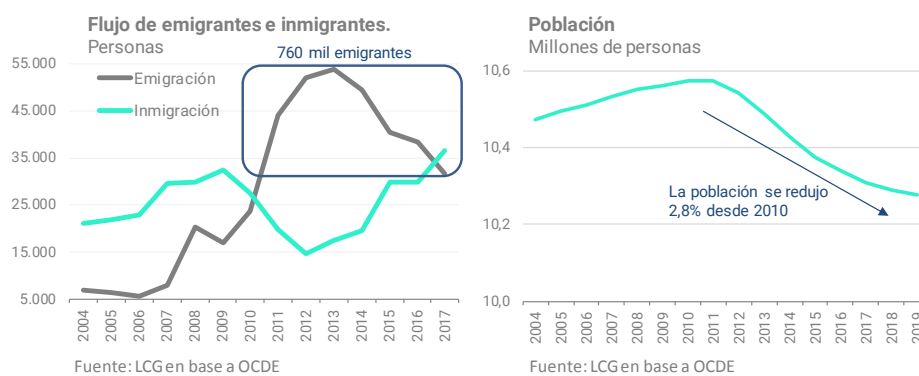
Composición de la Deuda
% del total



LCG en base a IGCP

de ingresos, Portugal se volvió un país expulsor de su propia población. La tasa de emigración fue en aumento desde inicios de 2010, y se concentró principalmente entre los jóvenes. En total, 760 mil portugueses abandonaron el país en 7 años, equivalente a 7% de la población actual.

La expulsión de la población activa, por un lado, impidió un aumento más significativo en la tasa de desempleo, y por otro evitó la necesidad de un ajuste mayor en los salarios.



En el otro extremo, **pertenecer a Eurozona, tuvo el costo para Portugal de no poder contar con el manejo de la política monetaria como herramienta de política.** Pero si bien esto hizo más doloroso el ajuste por demandar una devaluación interna vía baja de salarios, evitó la tentación de recurrir a la depreciación de la moneda o la emisión de dinero para financiar gasto que erosionan la institucionalidad propia del país.

Por otro lado, la asistencia financiera del BCE respaldando las colocaciones de deuda del Gobierno fue clave para la recuperación portuguesa. La demanda persistente de deuda soberana permitió a Portugal entrar en un proceso de saneamiento de la economía con un menor sacrificio que el demandado a un costo de financiamiento mayor.

Cosechando los frutos del sacrificio

La ansiada recuperación de las exportaciones y la inversión

La reducción del Costo Laboral Unitario (CLU) por encima del promedio europeo tuvo su reflejo inmediato sobre las exportaciones portuguesas, aunque no en el sentido esperado. La baja de costos no se trasladó directamente al precio de las exportaciones porque, en mayor medida, los exportadores portugueses son `tomadores de precios´.

Pero en cambio, sí propició un aumento de los márgenes de ganancia de las empresas exportadoras, lo que a posteriori se tradujo en un incremento de la inversión y un aumento de la participación de Portugal en las exportaciones mundiales.

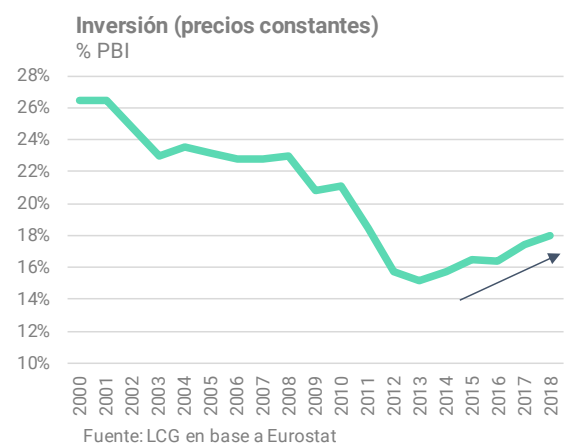
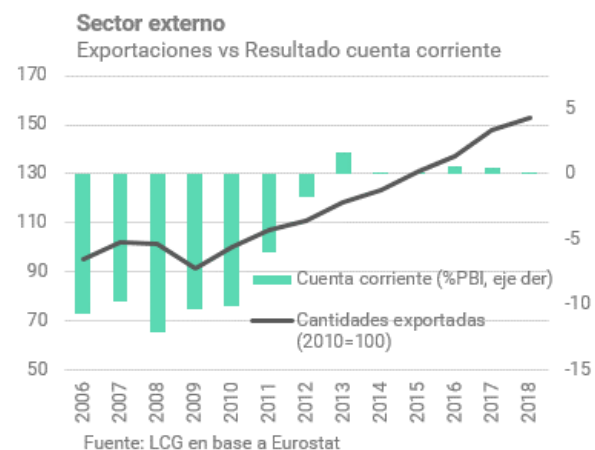
En 2013 las cantidades exportadas crecieron 7% anual y fueron motor de crecimiento del PBI ese año. En los 5 años posteriores promediaron una suba del 5% anual. Con esta dinámica se logró equilibrar la cuenta corriente, aun cuando en el proceso de expansión post ajuste, las cantidades importadas recobraron impulso.

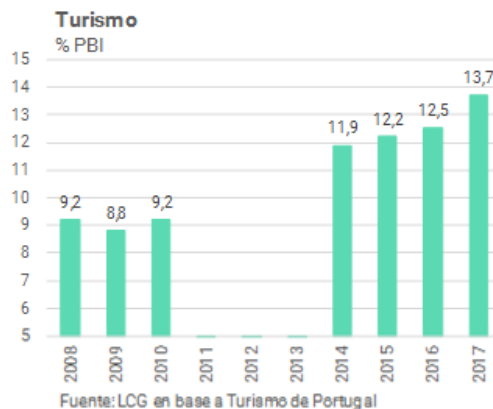
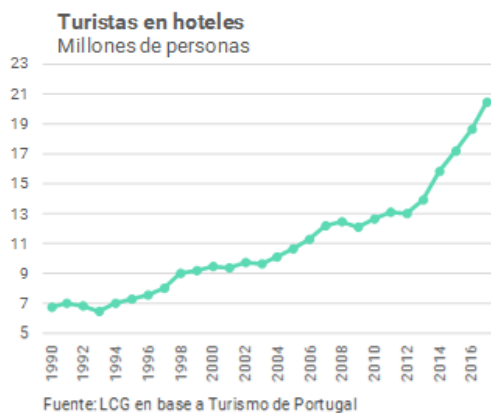
En este proceso ayudó que cerca de 1/4 de las exportaciones portuguesas se destinaban a Alemania y Francia, países con una recuperación más rápida de la crisis europea. Y el comercio con España, el principal socio absorbiendo 25% del total, fue parcialmente sustituido por el Reino Unido en momentos en los cuales su recuperación era muy lenta.

La industria automotriz se encuentra entre las más pujantes, con una marcada recuperación de las exportaciones: pasaron de representar 10% del total exportado en 2013 a 14% en la actualidad. Se trata del rubro más importante dentro de las ventas lusas. En paralelo, un petróleo relativamente barato ayudó a moderar el desequilibrio de la cuenta corriente por el lado de las importaciones.

La inversión privada empezó a crecer en 2014 (5% anual promedio desde aquél entonces). Recuperó terreno respecto al mínimo alcanzado en la crisis, pero todavía no iguala los niveles previos.

También los **ingresos por turismo** han mostrado un significativo repunte en los últimos años. La llegada de turistas supera récords año tras año (+57% entre 2013-2017) y **la participación en el PBI de este sector creció de 9% en 2010 a 14% en 2017.**





Con los desequilibrios externos y fiscales corregidos durante los años de ajuste, **el Gobierno liderado desde 2015 por el socialista Antonio Costa pone fin a la época de austeridad e impulsa una política expansiva de ingresos:** suben salarios reales, aumentan pensiones y se reduce impuestos; también volvió a recortar la jornada de los empleados públicos a 35 hs semanales.

La mejora real de los salarios de los últimos años todavía resulta marginal y de ninguna manera homogénea entre los sectores. Entre 2015-2017, el salario real de los trabajadores promedió un aumento acumulado del 1,3% y todavía conserva una brecha de 3,5% respecto del máximo de 2010. Trabajadores de la industria manufacturera en general, de sectores vinculados al turismo (Alojamiento, Restaurantes y Comercio) y del sector Salud percibieron aumento de sus salarios en los últimos años, pero los empleados públicos, los de actividad financieras y los trabajadores de la construcción se mantuvieron en baja (-1,8% acumulado; -10% desde 2010 en el caso de los empleados de la administración pública).

Quizás sea esta la `parte´ de la salida de la crisis portuguesa que se rescate desde la Argentina como modelo a seguir para abandonar la situación de ajuste actual. Como quedó claro en lo expuesto antes, el sacrificio de la sociedad lusa entre 2010-2013 no fue menor. Sin las reformas de los años más duros, sin el fuerte crecimiento de los principales socios comerciales de Portugal y sin la política monetaria ultra-expansiva del BCE, quizá hoy no se estaría hablando del `modelo portugués´, que desde aquí se trata copiar.

No todo lo que brilla es oro

Matizando el éxito, con riesgos a futuro.

Detrás de la estabilidad económica y política que atraviesa Portugal, asoman algunas debilidades que podrían revelarse ante eventuales shocks externos.

** Sin aumento de la productividad

Si bien en 2019 Portugal acumulará 6 años de crecimiento consecutivos, el ritmo de expansión ha sido muy bajo: 1,9% anual promedio. La magnitud de la crisis y la lenta recuperación ampliaron sensiblemente la brecha de producto respecto a los demás países de la UE: era de 8% en 2010 y trepará a 20% en 2019.

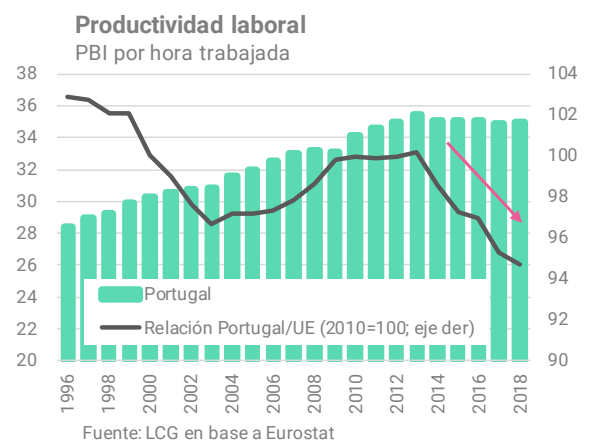
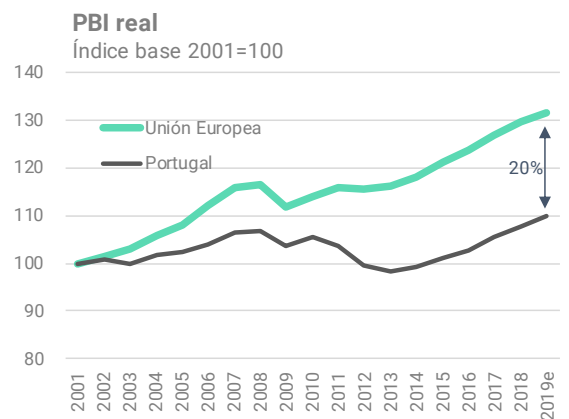
Por otro lado, **la contracción salarial como vía para reforzar la competitividad encuentra sus limitaciones en un contexto en el cual la apertura del mercado europeo genera mucha competencia global, lo que demanda que sea acompañada de una mejora en la productividad.**

El crecimiento de la productividad laboral, medida como producto por hora trabajada, se frenó con la crisis y desde 2013 cae en términos relativos al promedio de la UE. Esto implica que el crecimiento podría verse comprometido futuro, sobre todo cuando el efecto rebote post crisis ya no es palpable. **Dependerá entonces de una lograr mayor tasa de inversión.** Algo que podría volverse cuesta arriba en el escenario actual en el cual Europa se convirtió en el epicentro de la ralentización económica mundial.

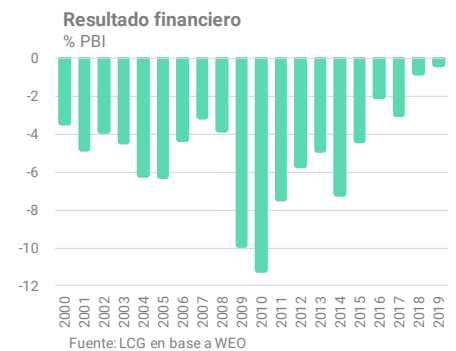
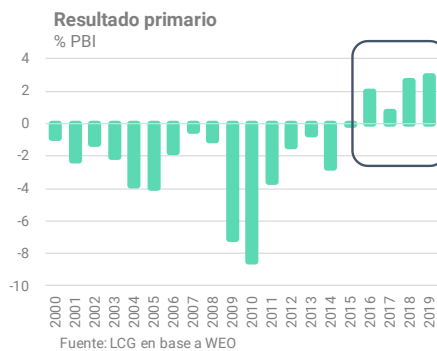
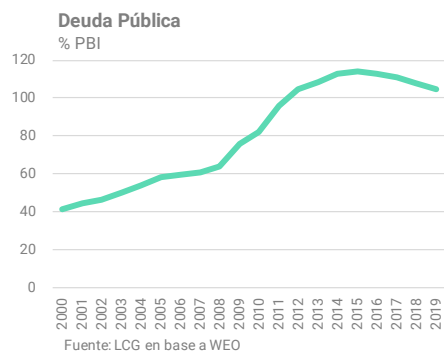
En este sentido, el achicamiento de la brecha del costo laboral unitario de Portugal respecto al promedio de la UE juega en contra. Luego del ajuste post crisis, el costo laboral por unidad producida recobró impulso y puede frenar decisiones de inversión.

** Alto nivel de apalancamiento

Por otro lado, el nivel de apalancamiento sigue siendo alto: la deuda pública asciende a 105% del PBI, siendo uno de los más altos de Europa. Aun cuando el resultado primario es positivo, no alcanza a



compensar la carga de intereses y demora la reducción de los ratios de deuda.



Del lado de los hogares, la tasa de ahorro también es reducida y se sitúa en niveles bajos para el nivel de deuda (132% del ingreso disponible). Además, en términos per cápita, la emigración de los últimos años aumentó sensiblemente la carga.

Teniendo en cuenta que el acceso a los mercados de capitales estuvo en gran medida facilitado por la presencia del BCE como comprador de bonos en el mercado secundario, una eventual suba del costo de financiamiento podría volver a poner el riesgo la refinanciación de la deuda.

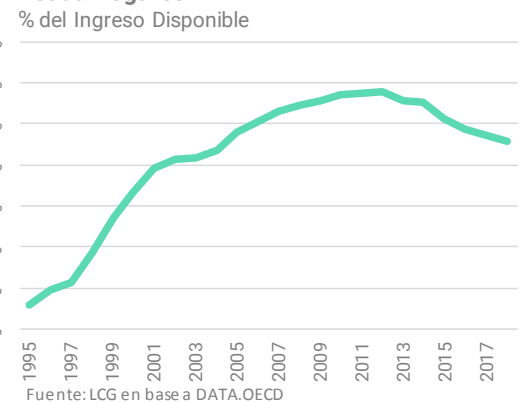
** Efectos a largo plazo de la migración

El efecto colateral de la migración de la población portuguesa, concentrada en la población joven, acentuó la baja tasa de natalidad: pasó de 9,6 a 8,5 (nacimientos cada 1000 personas) entre 2010 y 2017. Ambos efectos (la migración y la menor tasa de natalidad) confluyeron en una reducción de la población. A corto plazo esto deja su marca en la dinámica del mercado de trabajo por la menor masa de población activa, **pero de cara al futuro incrementa la tasa de dependencia de la población (población pasiva/ población activa).**

Atento a los costos que esta dinámica acarrea para cualquier sistema previsional, el Gobierno impulsa el Programa Regresar buscando repatriar a los emigrados. En 2017, el flujo fue por (apenas) positivo con más inmigrantes que emigrantes.

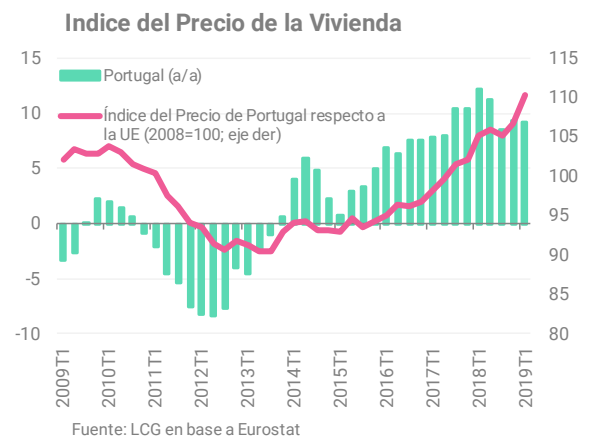
** Burbuja inmobiliaria

Deuda Hogares



El crecimiento acelerado en los precios de la vivienda podría estar generando una burbuja inmobiliaria. El índice de Precios de la vivienda viene creciendo de forma ininterrumpida al 10% anual promedio desde la segunda mitad del año 2017, contra 4% para la región de la Unión Europea.

El boom del turismo resulta clave para explicar la dinámica del *Real Estate*, no solo por medio de los alquileres temporarios en hoteles y lugares de hospedaje, sino también por la compra de viviendas por parte de turistas.



Algunas reflexiones para Argentina

Si bien existen varios factores para entusiasmarse con el caso de Portugal **hay que separar la paja del trigo y ver qué medidas o experiencias pueden ser útiles para nuestro país y cuales serían impracticables.**

Es cierto que Portugal crece en forma ininterrumpida, pero también lo es el hecho de que antes de lograrlo pasó prácticamente cinco años seguidos en recesión, con una caída acumulada del 5% del PBI. **Quizás la economía y la sociedad argentina no tiene la paciencia y la parsimonia para soportar un período tan prolongado de deterioro de indicadores sociales.** Para ello, fue necesario cumplir con lo acordado con los organismos de crédito, lo cual en nuestro país es visto como una subordinación o hasta una pérdida de soberanía que incomoda a todos los actores de la sociedad.

Por otro lado, la capacidad de haber conseguido que parte de las emisiones fueran respaldadas con compras del BCE no es un tema menor. En Argentina solo con el (significativo) apoyo del FMI no pareció ser suficiente para volver a tener acceso a los mercados. El riesgo país siguió elevado, y aun cuando el oficialismo gane las elecciones presidenciales -algo que resulta pro-mercado, difícilmente perfore los 600 puntos básicos. En cualquier caso, sin la asistencia del FMI la convergencia fiscal en Argentina podría ser más abrupta y dura que la que transitó Portugal.

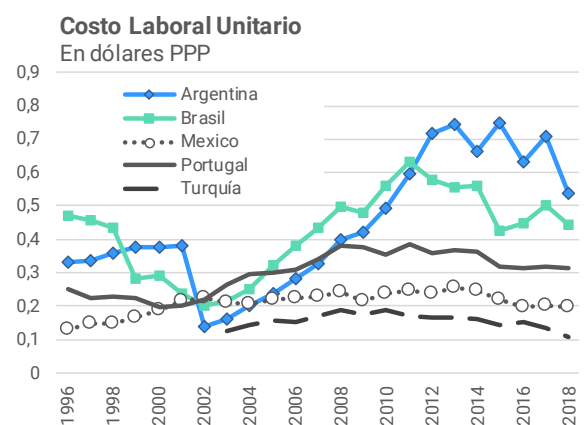
Argentina al no formar parte de una Unión Económica no tiene capacidad para que el fenómeno de la emigración logre descomprimir tensiones en el mercado de trabajo. Aunque por otro lado le da la posibilidad de realizar política monetaria/cambiaria, hoy bastante restringida por el acuerdo con el FMI.

Sin embargo, la capacidad de tener un tipo de cambio flexible hace que la corrección de precios relativos sea más sencilla que en una economía que perdió su moneda y carece de inflación. Es decir, en Argentina debería ser más fácil llevar adelante el ajuste portugués. Pero los recortes nominales de salarios no son bien digeridos por los trabajadores. Ya tuvimos de esas experiencias y no fueron aceptadas por la sociedad en conjunto. Y cada vez que el país quiere ganar competitividad vía precios (devaluando), reaparece el conflicto distributivo. Quizá también debido a la cantidad de veces que a lo largo de nuestra historia tuvimos estas otras experiencias.

Si repasamos muy brevemente el caso portugués, la razón principal del éxito fue el de haber logrado reducir el costo laboral unitario y con ello que se fomente las exportaciones y la inversión. En Argentina lograr esto tiene complicaciones. Existe, de hecho, una línea de pensamiento que pregona que presencia algo parecido a un salario 'socialmente aceptable' por debajo del cual la conflictividad social funciona como una restricción para lograr la competitividad necesaria para que el aparato exportador se ponga en marcha.

Con la corrección de precios relativos del año pasado, el costo laboral unitario argentino se redujo casi 30% respecto del techo de 2015. No obstante, aun con tremendo ajuste, en términos relativos a otros emergentes el costo laboral unitario (que incluye el salario recibido por el trabajador y otros costos asumidos por la empresa) permanece alto: es 22% superior a Brasil, nuestro principal socio comercial, y casi triplica al de México.

Si la teoría 'salario socialmente aceptable' fuera cierta la alternativa para que el país crezca es tener una nueva ola de beneficiosos términos de intercambio, o bien, ganar productividad relativa al resto de los países. La productividad en Argentina está estancada hace tiempo.



Fuente: LCG en base a Conference Board

Basar el modelo en la suerte de tener mayor demanda para nuestros productos es poco auspicioso.

Argentina podría extraer algunas lecciones del caso Portugal. En primer lugar, **la importancia de apostar a un modelo; encontrar un norte.** El país en la última década osciló entre la apertura, vivir con lo nuestro, apostar a la soja. Muchas ideas, y tan dispares entre sí, en tan poco tiempo no pueden dar buen resultado.

En segundo lugar, que para **sentar las bases de un crecimiento prolongado en el tiempo como lo está logrando ahora Portugal se necesita sacrificio.** La ansiedad de nuestra sociedad acostumbrada a las megacrisis, en donde todo vuelve a empezar, nos ha quitado la madurez para afrontar un período de reordenamiento macroeconómico, volviéndonos corto placitas y con alta propensión a recurrir a atajos.

Por último, **que la solución se hizo dentro del programa de la Troika.** Aun cuando creemos que el acuerdo de Argentina con el FMI no es totalmente adecuado, de ninguna manera se puede pensar en 'patear el tablero' y caernos del mundo, ni en la opción de querer negociar condiciones que den holgura fiscal sólo porque somos una parte importante de la cartera de préstamos del FMI.

Está prohibida su reproducción y la circulación no autorizada expresamente