

# Economic Observatory

22 Diciembre 2009

## La estabilización de la deuda griega requiere un ajuste sostenido

- **La estabilización de la deuda griega en el 125% del PIB en 2015 requeriría un esfuerzo de consolidación estructural sostenido de casi 4pp por año.**
- **Alcanzar el criterio de Maastricht del 3% en 2014 requeriría un esfuerzo menor, pero todavía alto (2,8pp por año). El ratio de deuda subiría por encima del 150%.**
- **Estos resultados no son muy sensibles a los supuestos macroeconómicos.**

Tras la revisión de las cifras del déficit público de 2009 por parte del nuevo gobierno, los diferenciales de la deuda soberana de los bonos griegos han subido notablemente, mientras que la Comisión Europea ha lanzado un procedimiento de déficit excesivo y las principales agencias de rating han bajado la calificación de la deuda pública griega. Aunque la probabilidad de impago es pequeña, un factor clave en los próximos meses será la sostenibilidad de la deuda pública y el ajuste fiscal que tendrá que hacer el gobierno griego, que será crucial en el plan que las autoridades griegas van a presentar a las instituciones de la UE y en la eventual rebaja de la calificación por parte de las agencias. En esta nota se examinan las recientes medidas anunciadas por las autoridades y se presentan algunas simulaciones sobre la reducción del déficit que será necesario seguir para estabilizar la deuda.

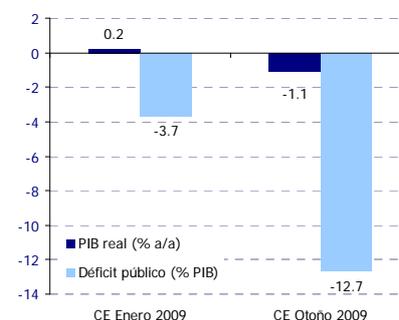
El empeoramiento de las cifras del déficit de 2009 se debe en su mayor parte en la reevaluación de las cuentas públicas, más que en el empeoramiento de la situación económica (gráfico). A pesar de que Grecia capeó la crisis relativamente mejor que sus vecinos al comienzo de la misma, las cifras recientes muestran que la caída final del PIB (-3,7%) estará, en líneas generales, en consonancia con la de la zona euro en su conjunto (-3,8%). Sin embargo, esto no justifica una revisión del déficit de más de 11 puntos porcentuales en menos de un año, que responde, sobre todo, a que se han vuelto a calcular las cifras del déficit publicadas por el nuevo gobierno después de las elecciones (del 6,7% del PIB al 12,7%). Esta revisión podría explicarse en parte como la reacción típica de culpar a los gobiernos anteriores por los malos resultados. Sin embargo, dada la magnitud de la revisión y la historia que tiene Grecia en cuanto al cambio de las cifras de déficit y de la contabilidad nacional, la perspectiva parece ser claramente una posición fiscal estructural deteriorada, agravada por el hecho de que el nivel de deuda de Grecia era ya muy alto. En efecto, otros países con estimaciones de déficits altos en 2009 (Irlanda, Reino Unido, y en menor medida, España) tenían niveles de deuda mucho más bajos antes de la crisis, y por consiguiente, disponían de un mayor margen de maniobra, mientras que Italia, el otro país con un nivel de deuda alto, ha podido limitar el impacto de la recesión en su déficit y no ha adoptado ninguna medida de estímulo fiscal.

Miguel Jiménez  
[mjimenezq@grupobbva.com](mailto:mjimenezq@grupobbva.com)

Agustín García Serrador  
[agustin.garcia@grupobbva.com](mailto:agustin.garcia@grupobbva.com)

Elvira Prades  
[elvira.prades@grupobbva.com](mailto:elvira.prades@grupobbva.com)

Grecia: estimaciones revisadas del crecimiento del PIB y del déficit público



Fuente: CE, actualización del programa de estabilidad de enero de 2009

**Medidas anunciadas**

En este contexto, el procedimiento de déficit excesivo iniciado por la Comisión Europea, junto con la reacción negativa de los mercados de deuda ante las noticias y la rebaja de la deuda soberana griega por parte de las agencias de calificación (dos niveles en el caso de Fitch y Standard&Poors y un nivel en el caso de Moody's) han llevado al gobierno a anunciar una lista de medidas de consolidación fiscal, adelantándose al plazo de finales de enero establecido por la Comisión.

El gobierno pretende reducir el déficit en 2010 en 4 puntos porcentuales y ha proporcionado una lista de medidas que aún tienen que definirse con mayor detalle. Las declaraciones iniciales del primer ministro griego, George Papandreu, (en las que insistió en que gran parte de la reducción del déficit se iba a lograr a través de la lucha contra la evasión de impuestos y la mejora de la eficiencia) se plantearon en torno al deseo político de abordar los problemas estructurales. Los anuncios subsiguientes proporcionaron más detalles, en particular sobre la reforma fiscal, que tras la consulta con profesionales y agents sociales durante los meses de diciembre y enero, se enviará al parlamento en febrero de 2010. Se prevé que los ingresos aumentarán en 2010, pero el efecto pleno sólo se percibirá en 2011, según la nota de prensa publicada por el Ministerio de Economía. La nota también ofrece diversas estadísticas comparativas de los países de la UE que muestran la magnitud del problema de la evasión de impuestos en Grecia. Las medidas propuestas son las siguientes:

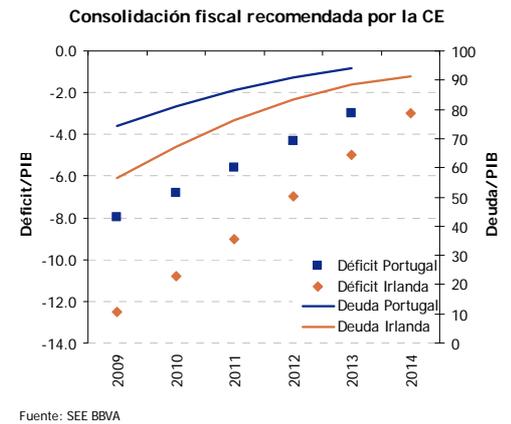
- Impuesto sobre la renta: supresión de los sistemas de tributación autónomos y las exenciones fiscales; imposición conjunta de todos los tipos de renta; tratamiento de los beneficios distribuidos como renta personal; introducción de un impuesto por plusvalía
- Impuesto de sociedades: consolidación y simplificación de la normativa; tratamiento más preferencial de las ganancias reinvertidas; sistema de precio de traspaso más efectivo; obligación de los profesionales de mantener una cuenta bancaria y acceso a la misma por parte de las autoridades tributarias.
- Administración tributaria y fraude: sistema de auditoría basado en el muestreo estadístico, introducción a gran escala de los "servicios tributarios electrónicos".

Por el lado del gasto público, se congelarán los salarios de los funcionarios que ganen por encima de los 2000 € al mes (pero habrá una subida para los ingresos más bajos) y se reducirán las asignaciones especiales de la cuenta de pagos, que se supone que son una parte sustancial de los salarios. El empleo público también se limitará al sustituirse sólo 1 de cada 5 trabajadores jubilados, aunque sólo se aplicará esta medida a partir de 2011. Además, se tomarán diversas medidas de micro-gestión con el fin de mejorar la eficiencia y aumentar los ahorros.

Otras medidas, como el impuesto del 90% sobre los bonos de los banqueros y la supresión de los bonos de las corporaciones públicas, no es probable que tengan ningún impacto significativo sobre las cifras del déficit.

**Se necesita un fuerte proceso de consolidación fiscal para estabilizar la deuda**

El déficit objetivo para 2010 es por ahora el 8,7% del PIB, una reducción de 4 puntos con respecto al 12,7% anunciado para este año, lo que términos de déficit primario estructural equivale, según nuestros cálculos a 5,5 puntos porcentuales, una consolidación muy fuerte. Esto se traduciría en un nivel de deuda de cerca del 120% en 2010.

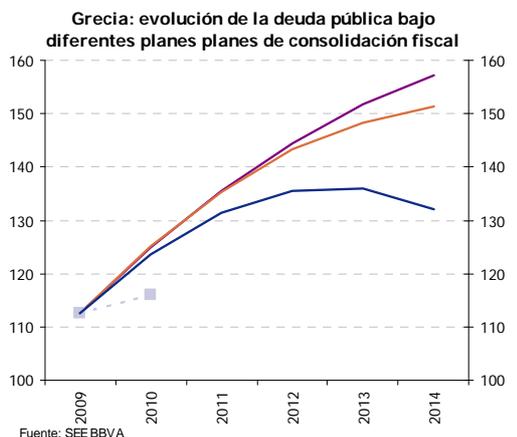


**Escenario Base (2009-2014)**

---

|                              |              |
|------------------------------|--------------|
| PIB real (% a/a)             | 1.0%         |
| Deflactor PIB (% a/a)        | 2.4%         |
| Tipo interés nominal         | 5.1%         |
| Saldo primario (% PIB)       | -3.1%        |
| <b>Saldo público (% PIB)</b> | <b>-9.7%</b> |

Fuente: SEE BBVA



Con el fin de evaluar la consolidación fiscal que se necesita en Grecia, hemos realizado simulaciones para tres casos diferentes:

1) Primero, ¿cuándo se estabilizaría el nivel de deuda si Grecia implementa una consolidación fiscal (mejora del saldo primario estructural) de 2 pp por año? Dicha consolidación sería más fuerte que la que ha propuesto la CE para otros países; por ejemplo, exige ajustes anuales de 1,25 pp en Portugal y de 1,75 pp en Irlanda hasta 2013/2014 (véase el gráfico). La respuesta sería que la deuda pública seguiría aumentando en los próximos años hasta estabilizarse en torno al 160% del PIB en 2015.

2) Segundo, ¿qué se debería hacer para cumplir con el criterio de un déficit del 3% en 2014 (la misma fecha que se ha ofrecido a los países con problemas fiscales más serios)? En este caso, el déficit primario estructural debería caer en 2,8 pp por año, como media. Así se estabilizarían los niveles de deuda en torno al 150% del PIB en 2015. Es probable que los programas tengan importantes efectos no keynesianos sobre la actividad, del mismo tipo que se produjeron en el caso danés o irlandés a finales de los 80 / principios de los 90.

3) Tercero, ¿qué se debería hacer para estabilizar el ratio de deuda en un nivel cercano al que prevalecerá en 2010, digamos un 125% del PIB, en 2015? En este caso, el ajuste anual debería ser de 3,8 pp por año en términos estructurales.

Las tres simulaciones se han efectuado utilizando nuestro escenario central de crecimiento, inflación y tipo de interés nominal, cuyos valores medios se detallan en la tabla adjunta y no se ha asumido el eventual efecto del ajuste fiscal en el PIB.

### Análisis de sensibilidad

Estos resultados no son muy sensibles a los supuestos sobre el crecimiento y el tipo de interés (véase el último gráfico adjunto), donde el caso 2) se calcula bajo un escenario de tipos de interés nominal más altos (100 pb de media) o un crecimiento más bajo (1 pp por año). La carga financiera extra no sería mucho más alta en cualquiera de los casos y cuando ambos se combinan, el nivel de deuda estaría 7 puntos por encima en 2014. La razón principal de este resultado es el tamaño de las cifras de déficit, que domina el efecto de crecimiento o el servicio de la deuda.

### Conclusión

Estas simulaciones muestran que el ajuste fiscal tiene que ser serio para apaciguar los temores del mercado y evitar más recortes de la calificación. Los planes de consolidación del 2 por ciento al año (más duros que los que se han impuesto a otros países) sólo estabilizarían la deuda a niveles muy altos. Cumplir con el criterio de un déficit del 3% requeriría un ajuste duro de casi 3 pp al año hasta 2014, e incluso en ese caso, el nivel de deuda alcanzaría el 150% del PIB. Se necesitaría un ajuste mucho más duro (casi de 4pp al año) para estabilizar el nivel de deuda en el 125%.

El plan anunciado de manera preliminar es aún más ambicioso que este último caso: recortes de 4pp en 2010 en el déficit general, equivalente a 5,5 pp en términos del déficit primario estructural (es decir, para compensar también el mayor déficit cíclico y el mayor pago de intereses). Pero este plan necesita 1) que se implemente y, sobre todo 2) que se sostenga en los próximos años, algo que será difícil de conseguir. Es natural anunciar medidas estrictas para el primer año con el fin de convencer a los mercados y a los analistas, pero el desafío real será continuar con el esfuerzo una vez que ya se hayan tomado medidas difíciles.

