



**Universidad**  
Zaragoza

1542

## Trabajo Fin de Grado

Acciones tomadas por el BCE para hacer frente a la continua crisis de  
deuda griega.

Autor

Clemente Pinilla Torremocha

Director

Pablo Lozano Chavarría

Facultad de Economía y Empresa

Zaragoza, Octubre 2016

## **Resumen**

En este trabajo académico, de fin de grado, voy a intentar desarrollar las diferentes causas que generaron la crisis de deuda griega, así como los tres planes de ajuste económico llevados a cabo en Grecia. A fecha de hoy, el problema griego no está totalmente solucionado, sino que se está en una situación de aplicación de las medidas acordadas con la Troika. Por último, este escrito finalizará con la breve explicación de dos modelos de deuda. Desearía que este trabajo ayudara a comprender la situación socioeconómica por el que el país heleno está atravesando.

## **Abstract**

This study describes and explores the many factors that caused the Greek government-debt crisis as well as the three economic adjustment plans carried out in Greece. To date, the Greek problem is not completely solved, but being in a situation of implementation of the measures agreed with “the Troika”. Lastly, this paper ends with a brief explanation of two models of debt. I wish with this work will help to understand the socio-economic situation which the Hellenic country is going through.

## Índice

|                                                                                         |    |
|-----------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Introducción .....                                                                      | 5  |
| C.1 GRECIA.....                                                                         | 7  |
| 1.1 Marco histórico .....                                                               | 7  |
| 1.2 Entrada en Unión Monetaria (UM). ....                                               | 8  |
| C.2 SITUACIÓN GRIEGA DE PRE-CRISIS.....                                                 | 12 |
| 2.1 Política fiscal llevada a cabo.....                                                 | 12 |
| 2.2 Pacto de Estabilidad de la UE, 2000-2009.....                                       | 18 |
| 2.3 Causas de la crisis de deuda .....                                                  | 18 |
| C.3 LOS TRES RESCATES Y LOS REQUISITOS A CUMPLIR .....                                  | 22 |
| 3.1 Acreedores – Troika .....                                                           | 22 |
| 3.2 Explicación de los tres rescates: Soluciones implementadas y sus cumplimientos..... | 22 |
| 3.2.1 Primer Rescate .....                                                              | 22 |
| •     Condiciones del rescate.....                                                      | 24 |
| •     Resultados negativos.....                                                         | 25 |
| 3.2.2 Segundo Rescate .....                                                             | 27 |
| •     Exigencias sine qua non.....                                                      | 28 |
| •     Llegó el crecimiento.....                                                         | 29 |
| 3.2.3 Tercer Rescate .....                                                              | 32 |
| •     Negociaciones, referéndum y corralito.....                                        | 33 |
| •     Condiciones de los planes de rescate.....                                         | 35 |
| •     Grecia en la actualidad.....                                                      | 38 |
| 3.3 ¿Se debería haber planteado el BCE una salida real de Grecia del Euro? .....        | 39 |
| C.4 MODELOS DE DEUDA SOSTENIBLE EN UN ÁMBITO DE MONEDA COMUNITARIA .....                | 41 |
| 4.1 Modelo de sostenibilidad de la deuda pública. ....                                  | 42 |
| 4.2 Modelo de deuda de equilibrio múltiple. ....                                        | 46 |
| Conclusiones .....                                                                      | 49 |

|                   |    |
|-------------------|----|
| BIBLIOGRAFÍA..... | 51 |
|-------------------|----|

## Índice de cuadros y gráficos

### Gráficos

|                                                                                                  |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Gráfico 1 Evolución de precios en Grecia en la década de los noventa.....                        | 9  |
| Gráfico 2 Empleados del sector público como porcentaje del total de empleados, 2009 y 2013 ..... | 15 |
| Gráfico 3 Cuenta Corriente (% PIB) .....                                                         | 17 |
| Gráfico 4 Ratio deuda/PIB de Grecia y la Zona Euro .....                                         | 18 |
| Gráfico 5 Tipo de Interés del Bono a 10 años .....                                               | 19 |
| Gráfico 6 Deficit (% PIB) Grecia .....                                                           | 20 |
| Gráfico 7 Evolución de la prima de riesgo de Grecia frente a Alemania.....                       | 24 |
| Gráfico 8 Record en la prima de riesgo griega .....                                              | 29 |
| Gráfico 9 Coste laboral real de Grecia y la Zona Euro .....                                      | 31 |
| Gráfico 10 Indicador de la situación económica (ESI) Índice de gestores de compras (PMI) .....   | 31 |
| Gráfico 11 Situaciones de equilibrio en el modelo de Gross .....                                 | 46 |

### Cuadros

|                                                                                                                |    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Cuadro 1 Comparación de la inflación e Grecia con la Zona Euro .....                                           | 10 |
| Cuadro 2 Situación financiera de las Administraciones Públicas (AAPP) en % del PIB .....                       | 10 |
| Cuadro 3 Ratio Gasto Público/PIB de Grecia, España y la zona euro (19). .....                                  | 13 |
| Cuadro 4 Gasto en pensiones como porcentaje del PIB desde 2000 al 2015, comparando Grecia y la zona euro ..... | 14 |
| Cuadro 5 Principales indicadores macroeconómicos I.....                                                        | 27 |
| Cuadro 6 Principales indicadores macroeconómicos II.....                                                       | 30 |
| Cuadro 7 Principales indicadores macroeconómicos III.....                                                      | 38 |
| Cuadro 8 Tres escenarios de la ratio deuda/PIB Grecia.....                                                     | 43 |
| Cuadro 9 Previsiones macroeconómicas de Grecia (A).....                                                        | 44 |
| Cuadro 10 Previsiones macroeconómicas de Grecia (B).....                                                       | 44 |
| Cuadro 11 Previsiones macroeconómicas de Grecia (C).....                                                       | 44 |

## Introducción

El estallido de la crisis de hipotecas subprime, iniciado en los Estados Unidos, fue considerado como el punto de inflexión entre un periodo de bonanza económica y otro de una profunda recesión. Dicha crisis, fue originada por la irresponsabilidad de los bancos, quienes concedían numerosos préstamos hipotecarios a personas poco solventes, incluso cuando los riesgos de impago eran más que visibles. ¿Por qué? En el caso de impago, el banco obtendría el activo pudiendo representar mayores beneficios a la devolución total del préstamo.

Esta crisis originada en EEUU, se extendería a todo el mundo, pero en especial a Europa, donde desencadenaría una fortísima crisis de deuda en la zona euro. Pero, ¿cómo se relaciona EEUU y Europa? Era tan grande la toxicidad de los productos financieros, que al estar repartidos por todo el mundo (en especial Europa, aparte de EEUU), actuó como un efecto dominó. Una gran cantidad de bancos, aseguradoras, instituciones financieras, se vieron seriamente afectadas por el miedo de un impago global, seguido por la incertidumbre a una posible contracción masiva del crédito. Finalmente, el terror estaba instaurado, produjendo caídas históricas en las bolsas financieras y la no compra de deuda insegura. Todo esto, generó una gran quiebra a nivel mundial.

Grecia fue uno de los países más tocados por el desastre americano. Desde el momento de contagio de Grecia, poco a poco se fue esparciendo por toda Europa (i.e Irlanda y Portugal fueron también rescatados), pero esta transmisión no se debió solo a la crisis financiera, sino que se produjo por el gran deterioro de las cuentas públicas griegas. Durante más de una década, la primera del siglo veintiuno, la deuda griega no paró de crecer, imposibilitando el uso de políticas expansivas en futuras recesiones. A finales de 2009, la Comisión Europea descubrió que los últimos datos publicados (deuda y déficit) habían sido manipulados, y por tanto falsos. Este momento supone un cambio de 180º, ya que la confianza de los inversores privados se ve muy mermada, corriéndose el rumor de que Grecia no iba a ser capaz de devolver la deuda acumulada.

A partir de este momento, la economía griega se vio sometida a muchas turbulencias económicas, llegando a necesitar apoyo financiero hasta en tres ocasiones junto con una quita de deuda de aproximadamente del 50%. La aceptación de los planes de ajuste económico, ha supuesto la implementación de medidas de austeridad para intentar devolver la liquidez al país heleno, junto con reformas integrales, tanto en el sistema tributario como en el de pensiones para alcanzar la solvencia a medio plazo, como la creación de instituciones independientes que ayuden a reducir las escandalosas cifras de fraude que tiene el país.

Este trabajo, está dividido en tres grandes bloques, en los cuales se expondrá y explicará: (1) los diferentes factores económicos que han favorecido la aparición y desarrollo de la actual crisis de deuda griega, (2) las medidas y ajustes que se han llevado a cabo para favorecer la restructuración de la deuda, y, (3) se explican dos modelos de deuda, de forma muy simplificada, para favorecer el entendimiento de las causas de la crisis y los planes de ajuste.

## CAPÍTULO PRIMERO

### GRECIA

*"Sólo hay un bien: el conocimiento.*

*Sólo hay un mal: la ignorancia"*

**Sócrates**

#### **1.1 Marco histórico.**

La República Helénica (Grecia), es un país soberano, miembro de la Unión Europea desde 1981. Grecia localizada en el extremo sur de la Península de los Balcanes, el territorio griego está conformado por cerca de 1400 islas, agrupadas en siete archipiélagos, de las que 227 están habitadas. La estructura republicana que tiene Grecia está fundamentada en la Constitución de 1975. En el país viven alrededor de once millones de habitantes conformando una sociedad muy homogénea, donde Atenas es su capital. El área metropolitana de su capital concentra más de la mitad de la industria griega, donde en ella la mayoría habla el idioma griego y practica el cristianismo ortodoxo. La actual Grecia, la "moderna" tiene su origen en la civilización de la antigua Grecia, considerada la cuna de la civilización occidental. Para Occidente, Grecia es considerado como el lugar de nacimiento de la democracia, la política, la literatura y estudio de la historia, la filosofía occidental, los Juegos Olímpicos y los más importantes principios de la ciencia y la matemática.

De acuerdo con las estadísticas publicadas por el Banco Mundial en 2015, la economía griega está posicionada como la 43<sup>a</sup> más grande del mundo por su PIB nominal (US\$ 195.212 millones, aproximadamente EUR 180.389 millones)<sup>1</sup> y la 52<sup>a</sup> con mayor paridad de poder adquisitivo (US\$ 283.000 millones)<sup>2</sup>. Asimismo, según Eurostat, Grecia es la 15<sup>a</sup> economía más grande de los 27 estados miembros que forman la Unión Europea<sup>3</sup>. Grecia es considerado un país desarrollado con un alto índice de desarrollo humano junto con altos estándares de vida. Su economía se basa principalmente del sector servicios (85%) seguido de la industria (12%) y finalmente la agricultura representa el 3% del PIB. En concreto destacan el turismo, la

---

<sup>1</sup> Banco Mundial. «GDP (current LCU)». World Bank.org (en inglés). Consultado el 10 de junio de 2016.

<sup>2</sup> Banco Mundial. «GDP, PPP (current international \$)». World Bank.org (en inglés). Consultado el 10 de junio de 2016.

<sup>3</sup> Eurostat. «Gross domestic product at market prices». Europa.eu (en inglés). Consultado el 10 de junio de 2016.

navegación, la construcción y la agricultura<sup>4</sup>. Es el séptimo país más visitado en la Unión Europea con cerca de 22 millones de turistas extranjeros en 2014 y el decimoquinto del mundo por La Organización Mundial del Turismo<sup>5</sup>. La economía griega es considerada como avanzada y de renta alta. Además, es miembro fundador de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE).

### **1.2 Entrada en Unión Monetaria (UM).**

La entrada de Grecia a la Comunidad Económica Europea (CEE) y a su mercado común se produjo en 1982. Lianos (2015) muestra que, durante esta década, la de los ochenta, Grecia experimentó tasas de crecimiento por debajo a las de países periféricos como Irlanda, España, Italia y Portugal. Este anémico desarrollo se rompió por el esfuerzo de convergencia que Grecia tuvo que realizar los últimos años de los 90 para poder entrar a la moneda común, el Euro. Casi dos décadas más tarde a la incorporación a la CEE, el 19 de junio de 2000, Grecia fue aceptada en la Unión Económica y Monetaria de la Unión Europea, la adopción del Euro como moneda de reemplazo a la dracma (a una tasa de cambio de 340,75 dracmas por euro) se produjo en enero de 2001<sup>6</sup>. Estos dos hechos, constituyeron a Grecia como duodécimo Estado miembro de la zona Euro. La entrada de Grecia en la Unión Monetaria (UM), fue gracias al cumplimiento de criterios de convergencia nominal (Tratado de Maastricht) emprendidos a finales de la década de los 90.

La pertenencia a la Unión Económica y Monetaria de la Unión Europea iba a permitir que países pequeños como Grecia, pudieran participar como iguales (ante las economías de mayor tamaño) en el diseño de la política comunitaria y en la formulación de la política externa común. Para alcanzar dicha unión sin grandes tensiones, se debían cumplir diferentes requisitos de convergencia en cuatro variables macroeconómicas: la convergencia de los tipos de interés a largo plazo, convergencia en criterios de estabilidad fiscal, así como estabilidad de precios y por último estabilidad en los tipos de cambio (enumerados en el artículo 121 del Tratado). Los criterios de convergencia fijados, siguen unos objetivos concretos que no deben ser considerados del todo rigurosos, ya que Grecia consiguió cumplir los diferentes criterios a excepción del límite de deuda en relación con el PIB. La finalidad de los criterios, es hacer

---

<sup>4</sup> Autoridad Estadística Helénica. «Gross Added Value by Industry (A10; Years 1995 - 2014)». Statistics.gr (en inglés). Consultado el 10 de junio de 2016.

<sup>5</sup> Organización Mundial del Turismo. «Panorama OMT del turismo internacional» (PDF). Consultado el 10 de junio de 2016.

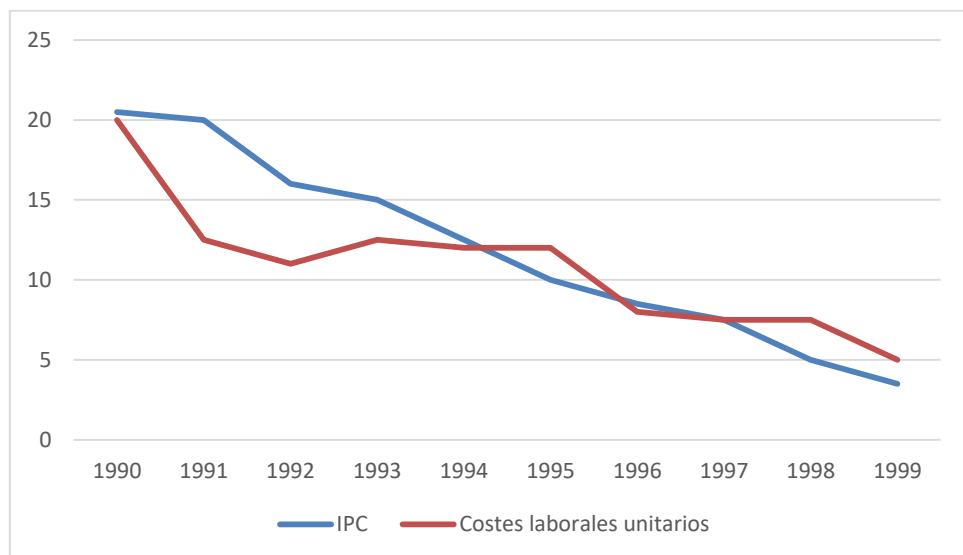
<sup>6</sup> Banco Central Europeo (BCE). "Fixed euro conversion rates". Ecb.europa.eu (en inglés). Consultado el 10 de junio de 2016.

converger entre los diferentes países las variables anteriormente mencionadas, pero de forma indispensable los niveles de inflación y los tipos de interés. De esta manera el proceso de unión monetaria se desarrollaría con relativo éxito, propiciando un entorno que impulse la creación de empleo y el crecimiento. Debemos recordar que era preciso alcanzar un alto grado de convergencia antes de la introducción de la nueva moneda, ya que eliminaría las posibles tensiones y desequilibrios que puedan darse durante el proceso.

En el último informe de convergencia, BCE (2000), publicado antes de la adhesión de Grecia a la Unión Monetaria, nos podíamos encontrar con los siguientes datos:

Según se explica en el informe, Grecia mantuvo una trayectoria descendente en las tasas de inflación (medida por el IPC), la cual se redujo de un 20.4% en 1990 hasta el 2.6% en 1999. (Podemos observar la tendencia descrita en el siguiente gráfico).

*Gráfico 1 Evolución de precios en Grecia en la década de los noventa*



*Fuentes: Datos nacionales y Eurostat*

Los motivos al significativo descenso en la tasa de inflación se atribuyen a, como se menciona en el informe; factores de carácter transitorio, variaciones en el precio del petróleo (su impacto en los precios de Grecia fue relativamente mayor que en el conjunto de la UE). Además, se menciona que Grecia debía seguir el camino de esfuerzos en estabilidad de precios llevado hasta el momento (2000), para evitar los riesgos alcistas a los que estaba sometida su inflación.

*Cuadro 1 Comparación de la inflación e Grecia con la Zona Euro*

(Los valores de referencia son calculados como la media aritmética de la tasa de variación interanual de Suecia, Austria y Francia a la que se le añade 1.5 puntos porcentuales.)

|                              | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000<br>Ene | 2000<br>Feb | 2000<br>Mar | Abr 1999-<br>Mar 2000 |
|------------------------------|------|------|------|------|-------------|-------------|-------------|-----------------------|
| Inflación medida por el IAPC | 7.9  | 5.4  | 4.5  | 2.1  | 2.4         | 2.6         | 2.8         | 2.0                   |
| Valor de referencia          | 2.5  | 2.7  | 2.2  | 2.1  | -           | -           | -           | 2.4                   |
| Media de la zona del euro    | 2.2  | 1.6  | 1.1  | 1.1  | 1.9         | 2.2         | 2.1         | 1.4                   |

*Fuente Eurostat*

La política fiscal llevada a cabo para reducir la ratio de déficit de las Administraciones Públicas fue muy efectiva. En 1999 se situó en 1.6%, muy por debajo del valor de referencia (3%). Sin embargo, ese mismo año, la ratio de deuda se situó 44 puntos porcentuales por encima del valor de referencia (60%). La única manera en reducir esa gran diferencia es obteniendo elevados y constantes superávits primarios (fiscales), llevando a cabo ajustes entre déficit y deuda. Y de esta manera se reducirían los tipos de interés a corto y largo plazo al transmitir más confianza a los mercados. Los tipos de interés a largo, en 2000, alcanzaron un 6.4% (inferior al valor de referencia), siendo la diferencia de tipos entre Grecia y la media de la unión europea cercana al 0.8%. En cuanto a los tipos a corto plazo, el diferencial entre los tipos griegos y la media de la zona del euro durante los tres primeros meses del año 2000 fue de 540 puntos básicos.

*Cuadro 2 Situación financiera de las Administraciones Públicas (AAPP) en % del PIB*

|                                                                        | 1998  | 1999  | 2000  |
|------------------------------------------------------------------------|-------|-------|-------|
| Superavit (+) / déficit (-) de las AAPP                                | -3.1  | -1.6  | -1.3  |
| Valor de referencia                                                    | -3    | -3    | -3    |
| Superavit (+) / déficit (-) de las AAPP, excluida la inversión pública | 0.6   | 2.7   | 2.9   |
| Deuda bruta de las AAPP                                                | 105.4 | 104.4 | 103.7 |
| Valor de referencia                                                    | 60    | 60    | 60    |

*Saldo primario y ratio de deuda/PIB en contra posición a los valores de referencia. Los datos del año 2000 son previsiones. (Fuente: Comisión Europea)*

Otro dato a tener en cuenta fue la sostenibilidad con la que cotizó el Dracma (reducción controlada en la volatilidad), a pesar de que cotizó por encima de sus paridades de forma

habitual. Gracias al control y reducción en la volatilidad de los tipos de cambio se produjo una notable y paulatina reducción en los acusados diferenciales de los tipos de interés a corto plazo. Por último, debemos tener en cuenta que Grecia registró déficits por cuenta corriente debido a la necesidad de financiar inversiones.

## CAPÍTULO SEGUNDO

### SITUACIÓN GRIEGA DE PRE-CRISIS

*"La diferencia entre la muerte y los impuestos,  
es que la muerte no empeora cada vez que el congreso se reúne."*

*Will Rogers*

El desarrollo de este capítulo se va a centrar en explicar las causas que propiciaron la entrada de Grecia en la actual crisis de deuda pública. Para ello, vamos a abordar tres temas como la política fiscal llevada a cabo durante las décadas de los noventa y la primera del siglo veintiuno, el Pacto de Estabilidad de la UE y, por último, el informe de estabilidad y crecimiento heleno de 2010. El apartado de política fiscal se va a subdividir en tres más donde hablaremos del gasto e ingresos públicos, a la vez que daremos datos objetivos de la gran evasión fiscal que está presente en el país. Como segundo apartado, el Pacto de Estabilidad de la UE, explicaremos si se ha o no cumplido dicho pacto en la primera década del nuevo siglo. Y para concluir el capítulo, presentaremos las causas más destacadas al inicio de crisis según el informe de estabilidad y crecimiento heleno.

#### **2.1 Política fiscal llevada a cabo.**

Paúl Gutiérrez (2016) nos relata los factores esenciales que originan una crisis financiera. Según él, toda crisis tiene un punto de comienzo, la cual suele iniciarse tras un periodo de crecimiento con desequilibrios, haciendo que la economía sea más vulnerable a perturbaciones financieras. Los factores que favorecen el surgimiento de desequilibrios son:

- Políticas macroeconómicas insostenibles: El uso incorrecto de políticas expansivas, ya sean fiscales o monetarias, han generado auges crediticios y ocasionado en la economía real una desorbitante demanda de préstamos (i.e acumulación de deuda), seguido de sobreinversiones en activos reales. Y, por tanto, generando subidas, poco racionales, en el precio de los mismos (inmuebles, commodities...) como también en las cotizaciones de mercado. Por otra parte, la utilización de políticas restrictivas (contractivas) para favorecer el ajuste de la deuda generada y la posición externa del país, encaminan a una inevitable desaceleración de la actividad económica, pudiendo generar préstamos incobrables.

- El estado “anímico” de la situación económico-financiera mundial: El cómo se esté desarrollando la economía mundial, tiene un papel muy importante en el crecimiento

inmediato de nuestra economía. Otro factor que no podemos olvidar son las distorsiones en el sector financiero, las cuales causan crisis financieras internacionales, en especial las crisis bancarias.

*Cuadro 3 Ratio Gasto Público/PIB de Grecia, España y la zona euro (19).*

| 1.   | Gasto del gobierno - Grecia | Gasto del gobierno - zona euro (19) | Gasto del gobierno - España | Diferencia entre Grecia y la zona euro |
|------|-----------------------------|-------------------------------------|-----------------------------|----------------------------------------|
| Año  | (% PIB)                     | (% PIB)                             | (% PIB)                     | (%PIB)                                 |
| 1980 | 27,19%                      |                                     | 31.16%                      |                                        |
| 1981 | 31,15%                      |                                     | 32.33%                      |                                        |
| 1982 | 31,83%                      |                                     | 35.97%                      |                                        |
| 1983 | 33,54%                      |                                     | 37.05%                      |                                        |
| 1984 | 35,44%                      |                                     | 37.87%                      |                                        |
| 1985 | 37,97%                      |                                     | 41.06%                      |                                        |
| 1986 | 37,45%                      |                                     | 40.83%                      |                                        |
| 1987 | 37,74%                      |                                     | 39.75%                      |                                        |
| 1988 | 37,51%                      |                                     | 39.94%                      |                                        |
| 1989 | 38,58%                      |                                     | 41.38%                      |                                        |
| 1990 | 42,70%                      |                                     | 42.38%                      |                                        |
| 1991 | 39,03%                      |                                     | 43.96%                      |                                        |
| 1992 | 40,93%                      |                                     | 45.26%                      |                                        |
| 1993 | 42,84%                      |                                     | 47.74%                      |                                        |
| 1994 | 40,95%                      |                                     | 46.25%                      |                                        |
| 1995 | 46,00%                      | 45.3%                               | 44.30%                      | 0.7%                                   |
| 1996 | 45,10%                      | 45.6%                               | 43.0%                       | -0.5%                                  |
| 1997 | 43,70%                      | 44.6%                               | 41.60%                      | -0.9%                                  |
| 1998 | 45,10%                      | 43.6%                               | 41.0%                       | 1.5%                                   |
| 1999 | 46,20%                      | 43.0%                               | 39.9%                       | 3.2%                                   |
| 2000 | 46,40%                      | 42.2%                               | 39.10%                      | 4.2%                                   |
| 2001 | 46,00%                      | 42.2%                               | 38.50%                      | 3.8%                                   |
| 2002 | 45,80%                      | 42.5%                               | 38.60%                      | 3.3%                                   |
| 2003 | 46,60%                      | 42.8%                               | 38.30%                      | 3.8%                                   |
| 2004 | 47,60%                      | 42.2%                               | 38.70%                      | 5.4%                                   |
| 2005 | 45,60%                      | 41.6%                               | 38.30%                      | 4%                                     |
| 2006 | 45,10%                      | 41.0%                               | 38.30%                      | 4.1%                                   |
| 2007 | 47,10%                      | 42.0%                               | 38.90%                      | 5.1%                                   |
| 2008 | 50,80%                      | 45.6%                               | 41.10%                      | 5.2%                                   |
| 2009 | 54,10%                      | 45.3%                               | 45.80%                      | 8.8%                                   |
| 2010 | 52,50%                      | 44.8%                               | 45.60%                      | 7.7%                                   |
| 2011 | 54,20%                      | 45.2%                               | 45.80%                      | 9%                                     |
| 2012 | 55,30%                      | 45.5%                               | 48.0%                       | 9.8%                                   |
| 2013 | 62,10%                      | 45.4%                               | 45.10%                      | 16.7%                                  |
| 2014 | 50,70%                      | 44.7%                               | 44.50%                      | 6%                                     |
| 2015 | 55,30%                      | 44.5%                               | 43.30%                      | 10.8%                                  |

*Fuente de datos – Eurostat y Comisión Europea*

En el caso de Grecia nos tenemos que remontar a finales del siglo veinte e inicio del siglo veintiuno, en donde la economía dio un giro de 180 grados. La mayor erosión a la economía

griega fue su irresponsable política fiscal, fácilmente catalogable como un estado fiscal insostenible, junto a la manipulación de las cuentas oficiales. Así se relataba en el libro de Mitsopoulos y Pelagidis (2011). Con la llegada de los 80, el gasto público en relación con el PIB dejó de mantenerse por debajo de la media de la UE-12, según datos de Eurostat. En el anterior cuadro (Cuadro 3), observamos una comparación del gasto público entre Grecia, la zona euro (19) y España.

En la comparación podemos observar como Grecia pasó de tener un 30% de gasto público en 1980, a llegar a un 46% en 2001 y 62% en 2013, mientras que la evolución del gasto público en España fue mucho más suave a lo largo de los años: 31.16% en 1980, 38.50% en 2001 y 45.10% en 2013. Un dato a destacar es que España tuvo una evolución del gasto público muy similar a la de la zona euro (19). En el año 2013, podemos encontrar diferencias de hasta casi un 17% y si calculamos el promedio, obtenemos que Grecia tuvo de media un 5.32% más de gasto público que la zona euro (19) desde 1995 hasta 2015.

Este crecimiento desmesurado fue debido al incremento en transferencias sociales y empleo público. De acuerdo al informe realizado por la Comisión Europea “General Government Data, Part I (2016)”, en el marco de las transferencias sobresale el crecimiento en gasto en pensiones públicas. La siguiente tabla nos ilustra el crecimiento de la ratio pensiones/PIB, comparando a Grecia y la zona euro (19).

*Cuadro 4 Gasto en pensiones como porcentaje del PIB desde 2000 al 2015, comparando Grecia y la zona euro*

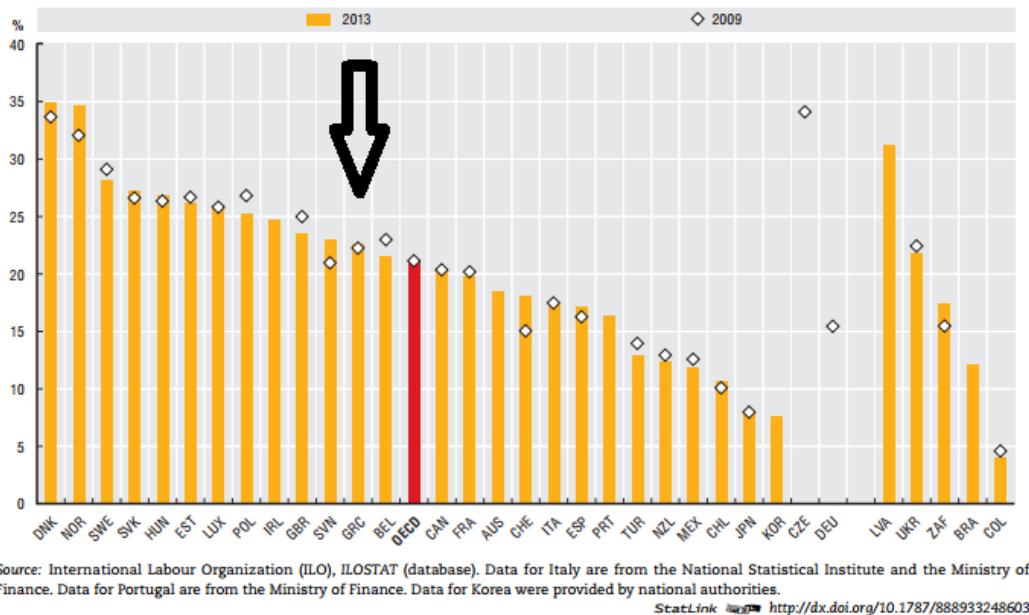
|                | 2000  | 2005  | 2010  | 2015  |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| Zona Euro (19) | 15.3% | 14.9% | 15.1% | 15.4% |
| Grecia         | 10.6% | 12.3% | 13.1% | 14%   |

*Fuente de datos Comisión Europea*

Según se puede observar en el cuadro 4, la evolución del gasto en pensiones en Grecia es creciente a diferencia de la zona euro, que parece que se mantiene constante en torno a 15% a lo largo del nuevo siglo. Dicho esto, podríamos pensar que Grecia ha convergido porcentualmente con la zona euro en el gasto en pensiones. Sin embargo, el crecimiento (PIB) de Grecia del 2000 al 2015 ha sido de un 23,11% mientras que el de la Zona Euro ha superado el 50%. Además, según predicciones económicas de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo (2014) (OCDE), esta partida supone un gran desafío para las cuentas públicas helenas a medio y largo plazo ya que en menos de 30 años supondrá entorno al 20% del PIB. El otro problema, el alto nivel de empleo público como porcentaje de los empleados totales (22.6 % en 213), el cual se sitúa por encima de la media de la UE (21.3%) y países como Francia (19.8%), Italia (17.3) o España (17.1%). Tal y como se muestra en el siguiente gráfico.

El gráfico ha sido publicado en un informe de la OCDE (2015), en él se explica que el porcentaje de empleados públicos en Grecia aumentó de 22.2% en 2009 a 22.6% en 2013, mientras que, en periodo de 2008 a 2012, según Dr. Karantinos (2013), el número total de empleados se redujo de un 49.4% a 40.1%. La conclusión que podemos sacar, es que la bajada del número total de empleados se debió a la destrucción del 9.3% solo de empleos del sector privado.

*Gráfico 2 Empleados del sector público como porcentaje del total de empleados, 2009 y 2013*



*Fuente de datos: Organización Internacional del Trabajo, publicado por la OCDE*

La evolución anteriormente descrita del gasto público no va acompañada con una evolución homogénea en los ingresos fiscales (en 2011 la recaudación impositiva en tanto por ciento del PIB fue de 33.9%, según datos de Eurostat), cuya media se aleja mucho a la de la UE-15 (40.3%)<sup>7</sup>. Y no es de extrañar que la paridad entre gasto público e ingresos no se cumpla, cuando Grecia es el segundo país de la OTAN y primero de la UE, en 2010, con mayor porcentaje de gasto en defensa respecto al PIB, de acuerdo con las estadísticas de la OTAN<sup>8</sup>.

De acuerdo al informe de Transparency International (2012), los ingresos fiscales del país heleno, los podemos describir como: una recaudación mal llevada a cabo e insuficiente. La razón más importante a la baja recaudación de impuestos es el fraude masivo de los mismos,

<sup>7</sup> Eurostat Statistics Explained. Archive: Tax revenue statistics - government revenue from taxes and social contributions. ec.europa.eu (en inglés). Consultado el 10 de junio de 2016.

<sup>8</sup> Eurostat Statistics Explained. Government expenditure on defence. ec.europa.eu (en inglés). Consultado el 10 de junio de 2016.

además de un sistema poco equitativo que hace pagar a justos por pecadores. Grecia encabeza la lista de países con mayor tasa de evasión de impuestos de Europa, es tal la evasión que algunos helenos afirman públicamente en los medios de comunicación que la evasión es parte de la cultura nacional. Según explican en el informe de transparencia, el cual lleva a cabo varias encuestas a los ciudadanos, la evasión de impuestos y el despilfarro de los recursos públicos son situaciones comunes del día a día. La evasión de impuestos está estimada sobre €3,500,000,000. Según los ciudadanos griegos, las consecuencias de la corrupción se basan:

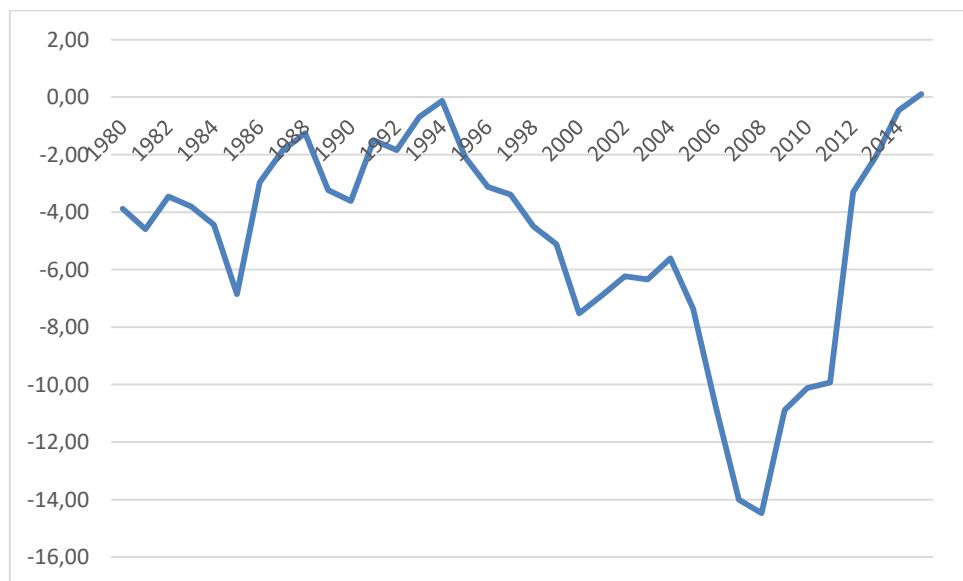
- No aprovechamiento de los recursos financieros.
- Distorsión de la competencia.
- Deterioro de las relaciones humanas
- Consolidación de una cultura tolerante hacia la corrupción y sobornos.
- Corrupción del sistema político.
- Falta de transparencia por parte del gobierno.
- Falta de auditoría y sanciones.

Según informa Transparency International, la mayor proporción de la evasión de impuestos se realiza a través del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, esto es posible por la falta de auditorías y la facilidad al soborno. La masa de empleados puede ser separada en dos grandes grupos: autónomos – profesiones liberales – (abogados, médicos...) y los asalariados del sector público y privado. Los autónomos a diferencia de los asalariados pueden defraudar grandes cantidades debido a la facilidad a declarar una renta inferior a la real. Según las encuestas llevadas a cabo, una de las prácticas más habituales para poder evadir impuestos es: “Dar dinero u otro tipo de ofrecimiento a un empleado público para saber el momento y día de una inspección”. De esta manera pueden saber qué día tendrán que facturar a sus clientes. Otra fuente que confirma estos datos es el estudio, dedicado a Grecia, realizado por Cavero G. (2013), se menciona: “El anterior ministro de Finanzas Evangelos Venizelos se quejaba en 2011 de que apenas 25.000 griegos habían declarado unos ingresos anuales superiores a los 100.000 euros”. Es por eso, que cualquier subida de impuestos siempre repercute en los asalariados, la clase media, llegando a arrastrarles a la pobreza (crisis humanitaria). A pesar de que es difícil de estimar la economía sumergida, en Grecia los distintos estudios, como Katsios (2006), Mitsopoulos y Pelagidis (2011), y Papaconstantinou (2013), sugieren que se la cifra ronda 35-40% del PIB.

En relación con la cuenta corriente y como nos muestra el siguiente gráfico (Cuenta corriente en relación al PIB), Grecia mantuvo un continuo déficit (i.e aproximadamente 10% de media de 2000 a 2011) principalmente en la balanza comercial. Por definición, un déficit en la cuenta

corriente debe ser compensado por una entrada de capital (principalmente préstamos). Esta situación puede conducir a mayores niveles de déficit público como anteriormente hemos comentado. Cuando la entrada de dinero paró por la crisis, se redujo el superávit financiero extranjero y Grecia se vio forzada a reducir su déficit sustancialmente. Los países que se enfrentan a este tipo de escenarios, normalmente devalúan su moneda para reanudar la entrada de capital; sin embargo, Grecia no pudo proceder de esta manera, al pertenecer a una moneda única entre países, y tuvo que sufrir una gran reducción en su PIB (este último es considerado otro tipo de devaluación).

*Gráfico 3 Cuenta Corriente (% PIB)*



*Fuente de datos – Eurostat y Banco Mundial*

La combinación de los elementos mencionados anteriormente, un elevado gasto público y unos ingresos fiscales muy por debajo de la media europea causaron y siguen causando un déficit público estructural. El único periodo desde 1970 en el que no se produjo déficit público estructural fue de mitad de los 90 hasta principios del 2000 debido al ajuste de cuentas que tenía que hacer el estado griego para poder entrar en el euro, mencionado anteriormente en el informe de coyuntura. Por todo esto, su deuda pública no ha hecho más que escalar desde aproximadamente el 25.16% del PIB en 1981 al 101.30% en 1996 y al 176.90% en 2015. A excepción del periodo en que tuvo que realizar el ajuste de cuentas para poder acceder a la unión monetaria, como podemos observar en el siguiente gráfico.

*Gráfico 4 Ratio deuda/PIB de Grecia y la Zona Euro*



*Fuente Eurostat*

## **2.2 Pacto de Estabilidad de la UE, 2000-2009**

Grecia ha hecho caso omiso durante casi una década, entre los años 2000 y 2009, al Pacto de Estabilidad de la UE. La comisión europea lo define como: "Acuerdo de los Estados miembro de la Unión Europea en relación con su política fiscal, su objetivo básico es facilitar y mantener la Unión económica y monetaria de la Unión europea." Se incluyen enmiendas acordadas en el Tratado de Maastricht en el que el déficit público no puede superar el 3% y la deuda debe estar por debajo del 60%. Como he mencionado anteriormente, su acumulación de deuda se debió a un gasto por encima de las posibilidades del país en relación con sus ingresos y cuenta corriente. Tan grave llegó a ser la situación, que el 8 de diciembre de 2009 el gran volumen de deuda griega hizo que se desplomaran la Bolsa y los bonos del gobierno heleno. Ante esta situación Bruselas le dio su primera llamada de atención ya que traería futuras repercusiones a la Eurozona (Primera gran crisis del Euro).

## **2.3 Causas de la crisis de deuda**

El inicio de la crisis de deuda comenzó con la publicación del Programa de Estabilidad y Crecimiento por el Ministerio de Finanzas (2010). El informe listaba estas causas como las principales al estallido de la crisis de la deuda pública:

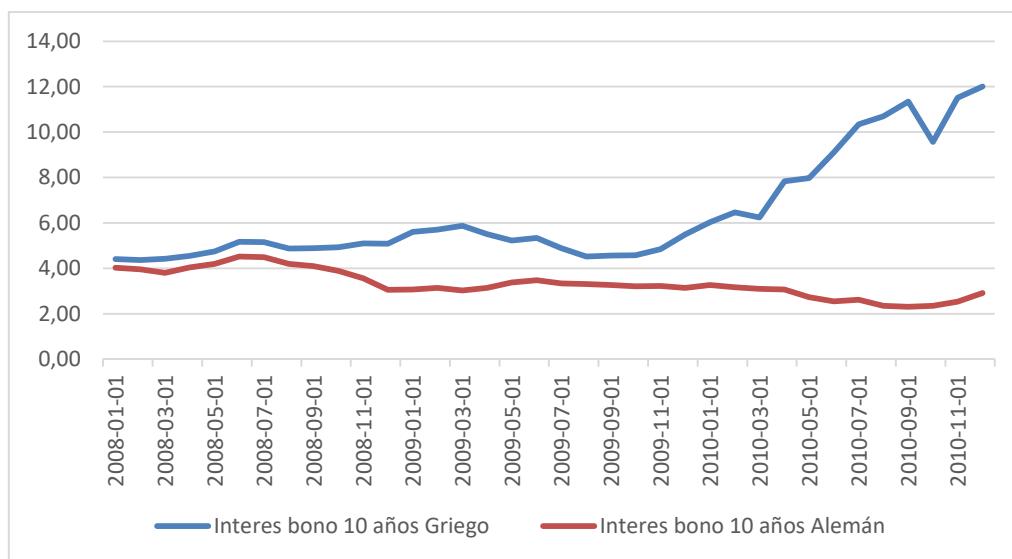
- Tasas de crecimiento del PIB: Después del 2008, las tasas de crecimiento del PIB fueron muy inferiores a las pronosticadas por la agencia nacional de estadística griega. En el informe, el Ministerio de Finanzas griego, reseñaba la urgente necesidad de mejorar la competitividad mediante la reducción de salarios y burocracia. Otra necesidad importantísima que el informe recogía era reorientar la mayor parte del gasto corriente gubernamental de

sectores poco productivos como el caso del militar y trasladarlo a sectores con más productividad.

- Déficit público: Como se ha mencionado anteriormente, se produjeron enormes desequilibrios fiscales en la primera década del siglo veintiuno. Durante ese periodo, la producción aumentó en términos nominales en un 40%, mientras que el gasto primario del gobierno central aumentó en un 87% frente al paupérrimo incremento del 31% en ingresos fiscales. En el informe se señala que el objetivo primordial es restablecer el equilibrio fiscal del presupuesto público. Para logralo, tenían que aplicar recortes de forma permanente en el gasto público (i.e de esta forma el gasto crecería un 3.8% de 2009 a 2013 aunque la inflación agregada que se esperaba fuera un 6.9%). Por otro lado, los ingresos fiscales, los cuales tenían una previsión de crecimiento del 31% gracias a un incremento en los impuestos (aumentó considerablemente la presión fiscal), además de una reforma del sistema de recaudación en el ámbito de impuestos ineficaces.

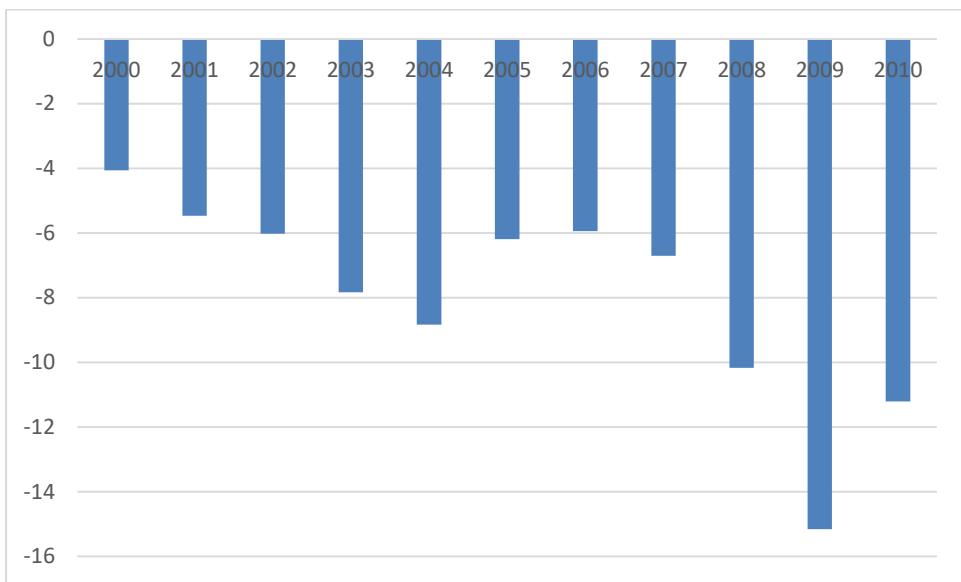
- Deuda pública: Se deterioró principalmente de 2009 a 2010, cuando el déficit público alcanzó niveles record (casi un 16%) y los gastos en el pago de intereses de la deuda estaban por las nubes por su habitual prima de riesgo (i.e la cual alcanzó en mayo de 2010 los 968 puntos básicos, según datos de Eurostat), tal y como se muestra en los siguientes gráficos.

*Gráfico 5 Tipo de Interés del Bono a 10 años*



*Fuente BCE*

*Gráfico 6 Déficit (% PIB) Grecia*



*Fuente Eurostat*

Un plan de consolidación fiscal era más que urgente para garantizar una reducción significativa en el déficit y llevarlo a un nivel en el que fuera compatible reducir la ratio de deuda pública sobre el PIB. Además, en el informe el gobierno griego concretaba que no solo eran necesarias reformas estructurales de término económico, sino que había que implementar medidas de austeridad de tipo temporal y permanente (i.e las medidas tendrían una duración de 4 años). En caso contrario, la deuda seguiría creciendo a niveles insostenibles mucho antes de ser visibles los resultados positivos de las reformas. El conjunto de reformas estructurales junto a las medidas de austeridad, predecían un crecimiento sostenido para la economía en 2011, generándose una reducción en el déficit cercana a 25 000 millones € (i.e de los 30 600 millones € en 2009 a solo 5.7 mil millones € en 2013). De esta manera, la deuda relativa al PIB se estabilizaría en torno a 120% en 2011.

- Falsificación de datos macroeconómicos: Grecia ya había tenido polémicos problemas al presentar datos estadísticos poco fiables para la adhesión al euro en 1999. Durante casi 5 años de 2005 a 2009, Eurostat (Oficina Europea de Estadística) sospechó de las cuentas griegas publicadas, finalmente se acabó descubriendo a finales de 2010 que los datos que mostraban eran ficticios. Se tuvo que recurrir a una corrección al alza en el déficit (del 3.7% al 15.20%, según el informe llevado a cabo por la Comisión Europea, 2010) y a la baja el PIB de 2009. Y es que, ya lo dijo públicamente en 2010 el comisario europeo, Olli Rehn, “Grecia es el único Estado miembro que hizo trampa con sus estadísticas durante años y años”. Además, fue revelado en ese mismo año que Goldman Sachs y otros bancos ayudaron a ocultar las deudas del gobierno griego a cambio de cientos de millones de dólares. El método

utilizado, cross currency swaps, fue convertir la deuda griega valorada en miles de millones de euros a yenes o dólares a través de ficticios tipos de cambio, que obviamente eran mucho más favorables. Esta trickeyuela permitió al gobierno heleno ocultar sus verdaderos préstamos y, por tanto, permitirle al gobierno un continuo gasto mientras escondía su actual déficit a la UE. Los problemas con el falseamiento de datos también se dieron en otros países, como Italia, según el artículo de Story, Thomas Jr. y Schwartz. Pero el caso de Grecia fue mucho peor, ya que las erróneas previsiones de 2009 y su estrecha relación a caer en una crisis añadieron presión a la necesidad de una mejora inmediata.

## CAPÍTULO TERCERO

### LOS TRES RESCATES Y LOS REQUISITOS A CUMPLIR

*"La planificación a largo plazo no es pensar en decisiones futuras,  
sino en el futuro de las decisiones presentes"*

*Peter Drucker*

#### 3.1 Acreedores – Troika

El acuerdo del primer rescate griego dejó visibles a los protagonistas, tanto prestamistas como prestatario, que iban a llevar a cabo las negociaciones en la crisis de deuda griega. El dinero del rescate vino principalmente de dos partes, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y los gobiernos de la zona euro. Como veremos más adelante, los diferentes fondos de rescate acordados con Grecia (desde el 2010 hasta el 2015) fueron supervisados por los ministros de Economía y Finanzas de los diferentes países europeos con moneda única, así como también por especialistas del FMI. Esto fue debido a que los fondos eran racionalizados en pagos graduales durante un periodo especificado, y solo se llevaban a cabo si y solo si, las medidas de austeridad impuestas se cumplían. Además, no debemos olvidar que el Banco Central Europeo (BCE) también contribuyó con dos medidas específicas para favorecer la financiación del país. En primer lugar, permitió presentar como garantía (collateral en inglés) bonos griegos a la hora de acudir a las operaciones de mercado abierto del BCE. En segundo lugar, realizó la compra de bonos griegos en el mercado secundario para aliviar la elevada prima de riesgo a la que estaba sometida el país heleno (i.e con los programas SMP de 2010-12, LTRO de 2011-12 y PSPP de 2013-2018). De esta manera, podemos concluir que los prestamistas que estaban expuestos a pérdidas en caso de que Grecia dejara de pagar fueron tres: FMI, BCE y los gobiernos de la zona euro. Estas tres instituciones recibieron el apodo de Troika por las famosas reuniones que llevaban a cabo para comprobar que Grecia cumplía con su parte de los acuerdos.

#### 3.2 Explicación de los tres rescates: Soluciones implementadas y sus cumplimientos.

##### 3.2.1 Primer Rescate

Antes de comenzar a explicar el primer rescate, hagamos un breve resumen de los datos más relevantes anteriormente mencionados. Grecia llegó a la preocupante situación de 2010; por un constante incremento en el déficit desde la incorporación al euro, junto con unos datos

macroeconómicos reportados que no se ajustaban a la realidad. Otro punto a destacar, fue la ausencia de reformas en la fiscalidad helena permitiendo que el país encabezara la lista de países con mayor fraude fiscal de Europa.

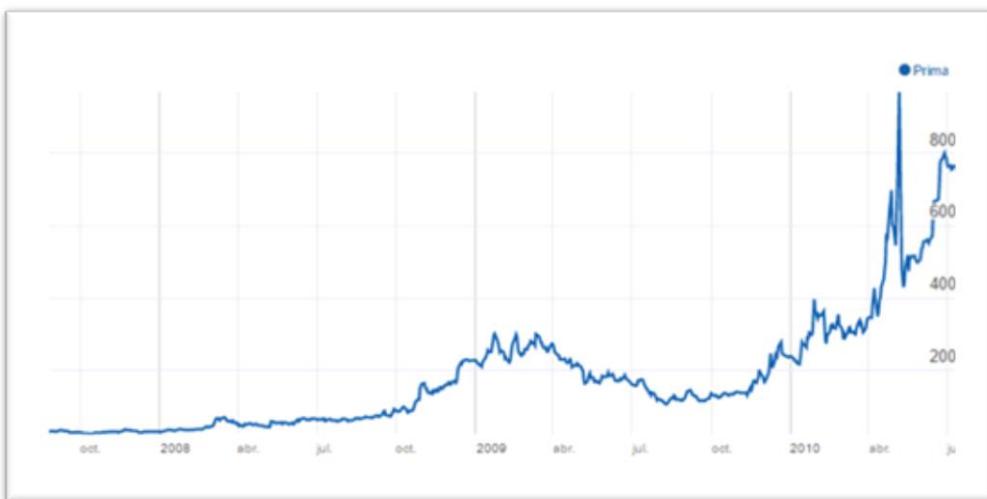
El partido PSOK ganaba las elecciones, siendo elegido como nuevo gobierno en el otoño de 2009, pocos meses más tarde se confirmaba que los déficits de 2007, 2008 y 2009 eran mayores a los reportados (3.5% al 6.7%, 5% al 10.20, y 3.7 al 15.20%), subiendo la deuda relativa al PIB de aproximadamente 110% en 2008 a 146% en 2010, según el anteriormente mencionado informe del gobierno heleno por la Comisión Europea, 2010. Desde ese momento en adelante, el mundo financiero comenzó a preguntarse si el gobierno heleno iba a ser capaz de devolver su deuda o en caso contrario iba a necesitar un rescate o se iba a declarar en quiebra. Ante tal escándalo, el coste de financiación subió de una manera vertiginosa, y el gobierno empezó a buscar formas de reducir los pagos de deuda junto como su “adicción al endeudamiento”.

El exceso de deuda se convirtió un problema insostenible durante los primeros meses de 2010, llegando al punto de que había rumores especulativos que apuntaban a la bancarrota. Y es que, tras la publicación de la falsificación de datos que se había llevado a cabo, las agencias de calificación de crédito (Standard and Poor's, Moody's y Fitch) rebajaron la deuda pública griega a la categoría de bonos basura, a BBB+ (por debajo del grado de inversión), haciendo que los préstamos de capital privado se volvieran inaccesibles como fuente de financiación. La confianza griega se había desplomado, el índice de la bolsa de Atenas cayó por encima del 6%, los títulos de deuda pública experimentaron una gran depreciación y por último la rentabilidad del bono a 10 años alcanzó el pico de los 968 puntos básicos en 2010, tal y como observamos en el gráfico 7. Si echamos la mirada al pasado nos encontramos que en los libros de historia económica relatan que desde 1800, el estado heleno ya había afrontado cuatro quiebras.

El problema de la deuda griega afectó directamente a algunos bancos europeos. Mucha de la deuda acumulada estaba en manos de bancos alemanes y franceses, según el informe de 2011 del Banco Internacional de Pagos (BIS), 9362 millones de euros en bancos de Alemania (10,2%), 7902 millones de euros en bancos de Francia (8,6%). Por lo que; si Grecia dejaba de pagar, dichos bancos sufrirían unas perdidas más que sustanciales. Finalmente, el 2 de mayo de 2010, la Comisión Europea junto con el Banco Central Europeo (BCE) y el Fondo Monetario Internacional (FMI) (la llamada Troika) rescataron a Grecia con el préstamo de 110.000 millones de euros (entre 2010-2012) para impedir su bancarrota, permitiéndole pagar las obligaciones que mantenía con los bancos alemanes y franceses; además de cubrir sus necesidades financieras hasta junio de 2013. El FMI aportó 30.000 millones de euros y la zona

euro 80.000 millones, la contribución de cada país del Eurogrupo se realizó de forma proporcional (en función de su peso económico).

*Gráfico 7 Evolución de la prima de riesgo de Grecia frente a Alemania*



*Fuente de datos Eurostat*

Una de las mayores críticas a las que se ha sometido el primer rescate, fue por parte de Joseph E. Stiglitz, Premio Nobel de Economía en el 2001. Explicaba que el rescate como tal no fue dirigido para Grecia sino para los bancos alemanes. Se trataba de un acuerdo para comprar tiempo y evitar que los bancos y acreedores de Grecia no cayeran en quiebra, por su posible impago. Así se refería el premio Nobel en una entrevista:

“La pregunta es: ¿se trata de un rescate a Grecia o a los bancos alemanes? Respuesta: Es exactamente la pregunta a la que me enfrenté cuando estaba en el Banco Mundial y fuimos “al rescate” de México, Corea, Tailandia o Indonesia. No, no estábamos salvando a esos países, sino a los bancos occidentales. Y puesto que no quisimos llamarle “el rescate de los bancos occidentales”, decidimos que se trataba de un rescate a esos países. Y es lo que está pasando ahora: estamos rescatando a los bancos alemanes, por lo que debería llamarse así. ”

### **Condiciones del rescate**

El rescate vino con condiciones, ya que la otra cara de la moneda consistía en implementar diferentes medidas de austeridad junto con reformas estructurales de ámbito económico y la privatización de activos públicos, para garantizar que el estado heleno finalizara con el mal y crónico hábito de déficit. A continuación, se van a comentar algunas de las reformas, con carácter más importante, acordadas entre el gobierno griego y la troika:

- Recortes salariales en el sector público: Congelación salarial hasta 2014, junto con la eliminación inmediata de dos de las 14 pagas mensuales para aquellos trabajadores con un sueldo superior a los 3.000 euros al mes. Los trabajadores con un salario inferior a 3000 euros

al mes, verían reducidas las pagas 13 y 14. Según el informe (2 de mayo de 2010) del FMI, debido a la gran resistencia a hacer despidos en el sector público, la reforma del excesivo número de funcionarios se eliminó del acuerdo.

- Reforma de las pensiones: Reducción de las mismas hasta un 26,4 %, hay que añadir el aumento en la edad de jubilación hasta los 65 años para mujeres y hombres (con una penalización del 6 % en caso de jubilación anticipada). Más adelante, septiembre de 2012, se volvió a modificar la edad de jubilación incrementándola en dos años más, hasta los 67 años.

- Impuestos: Se previó 6.500 millones de euros en aumento de impuestos. A través de la introducción de un nuevo plan para mejorar la recaudación de impuestos, reducir la fuga de capitales y combatir la evasión fiscal. Nuevo impuesto solidario a hogares con ingresos superiores a 100.000 euros. El IVA, uno de los impuestos que más penaliza a los grupos con menores rentas, sufrió un incremento de 10 puntos porcentuales en todas las categorías (el general del 13% al 23%). Más tarde veremos que se han logrado muy pocos avances en esta materia, ya que los trabajadores por cuenta propia seguían sin pagar los impuestos que les correspondían.

- Venta de empresas públicas (privatizaciones), con las que se pretendió recaudar 50.000 millones de euros. Además, se prohibieron los pagos en efectivo por más de 1.500 euros, con el fin de reducir el fraude, y a las personas que proporcionasen información sobre fraude fiscal se les ofreció una recompensa del 10 por ciento de la cantidad recuperada por las autoridades

### **Resultados negativos**

Y..., ¿cómo es posible que el rescate fallara? Para justificar el primer rescate, los prestamistas tenían que estar seguros de que los continuos déficits llegarían a su fin, de esta forma el país crecería lo suficiente como para pagar su deuda. En mayo de 2010, se llevó a cabo un estudio, por parte del FMI, para comprobar que tal escenario era realista. El informe concluyó que, si Grecia llevaba a cabo drásticas reformas y ajustes en sus presupuestos, el déficit se eliminaría y a través de un periodo de crecimiento sería capaz de devolver su deuda. Más tarde se demostró que el análisis llevado a cabo, estaba lleno de imperfectas predicciones, las cuales, tenemos que recordar que fueron elaboradas por el propio FMI, según relata Kashyap (2015) en su estudio. El gobierno heleno recortó su déficit de una manera muy sustancial (un 5% de 2009 a 2011, según datos de Eurostat), pero las reformas qué supuestamente iban a reforzar el crecimiento no lo lograron; produciendo severas contracciones en la economía griega (el PIB se contrajo una media del 6.3% del 2009 al 2011). Además, según el estudio de Cavero (2013),

cabe resaltar que las nuevas medidas impositivas no recaudaron la cantidad esperada. El ministro de Finanzas Giorgos Mavraganis admitió en rueda de prensa, que debido al cierre de numerosas empresas y que el fraude fiscal no había mejorado, la recaudación real fue inferior a la mitad de la esperada. Uno de los motivos por el cual la recaudación fue tan baja, fue debido a que no se llevó a cabo la venta de empresas públicas. Es por eso, por lo que la deuda en relación al PIB no mejoró. Otra cosa a destacar en ese mismo año, fue la insistencia de algunos miembros de la junta directiva del FMI a cancelar parte de la deuda con acreedores privados además de bancos, permitiendo que estos se hicieran cargo de parte de las perdidas, pero tal cosa no ocurrió en 2010.

Según la revisión del informe sobre el primer programa de ajustes de la Comisión Europea (2011), las cifras macroeconómicas han empeorado debido a los recortes y políticas restrictivas llevadas a cabo. El desarrollo macroeconómico que se nos describe en el informe nos muestra y predice con acierto que la mayor contracción en la economía ya se ha producido (2011), en donde el PIB se desplomó un 9.1%, mientras que el de la eurozona creció un 1.6%. La demanda interna se ve sometida a fuertes presiones bajistas debido al incremento en el desempleo (alcanzó el 18% en 2011), reducción de salarios y pensiones (disminución de la renta disponible cercana al 35%) y es por eso por lo que la demanda privada cayó en 2011 un 5%. Los ajustes en el mercado laboral han creado una fuerte presión a la baja en los costes laborales, creando contratos colectivos más flexibles y favoreciendo el empleo a media jornada. Las predicciones que nos menciona del mercado laboral son bastante desafortunadas, por lo que no merece la pena nombrarlas. El déficit externo (por cuenta corriente) se mantiene alto, pero se va reduciendo debido a la mejora en las dinámicas de exportación (los bienes exportados registraron un crecimiento de hasta dos dígitos), la fuerza que están cogiendo las exportaciones muestran un “éxito” en el reequilibrio de la economía (i.e pasando de un déficit del 18% en 2008 a un déficit mucho menor del 11.6%, supone una reducción de casi el 7%, según datos de Eurostat). Sin embargo, estos duros recortes afectaron de manera muy negativa en la vida ciudadana. En su tercer año consecutivo de recesión, los ciudadanos han visto reducidos sus ingresos (salarios y pensiones de jubilación), la presión fiscal se ha visto aumentada tanto en impuestos directos como indirectos afectando directamente a las pymes (una de cada tres pymes ha cerrado) y consumidores, otro dato a tener muy en cuenta es el tanto por ciento de niños bajo el umbral de la pobreza (cerca de un 40%). Desde el 2009 al 2011, el paro creció en aproximadamente 14 puntos porcentuales, de 9.4% a 17.6% (según datos de Eurostat), y el desempleo juvenil superó el 56%.

La situación en Grecia después del primer rescate es francamente mala. Como podemos observar en el cuadro 5 de indicadores macroeconómicos, todas las variables mostradas sufrieron un continuo empeoramiento, llegando a verse contraído el PIB un 9.1% en 2011. Las conclusiones principales que obtenemos tras el primer rescate son: (1) Fracaso en la interpretación de la situación económica griega por parte de las instituciones acreedoras. (2) Implementación errónea de las medidas a llevar a cabo, fueron demasiado duras. (3) Los objetivos propuestos fueron muy poco realistas, debido a la gran cantidad de ajustes (recortes) impuestos.

*Cuadro 5 Tasas de variación interanual de los Principales indicadores macroeconómicos I (Exceptuando Deuda, T. Desempleo y Presión Fiscal)*

| Indicadores Macro    | 2006   | 2007   | 2008   | 2009   | 2010   | 2011   |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Tasa crecimiento PIB | 5.70   | 3.30   | -0.30  | -4.30  | -5.50  | -9.10  |
| C. Corriente         | -10.80 | -14    | -14.50 | -10.90 | -10.10 | -9.90  |
| Deuda                | 103.60 | 103.10 | 109.40 | 126.70 | 146.20 | 172.10 |
| S. Primario          | -7.40  | -7.80  | -9.70  | -14.70 | -9.80  | -6.30  |
| Déficit              | -5.90  | -6.70  | -10.20 | -15.20 | -11.20 | -10.20 |
| T. Desempleo         | 9.20   | 8.30   | 7.70   | 9.40   | 12.00  | 17.60  |
| Presión Fiscal       | 31.00  | 31.80  | 31.80  | 30.80  | 32.00  | 33.60  |

Se muestran algunos indicadores macro como: la tasa de crecimiento del PIB, la cuenta corriente como porcentaje del PIB, la ratio deuda/PIB, el saldo primario (eliminando el componente cíclico), déficit, la tasa de desempleo y la presión fiscal (media impositiva del país). (Elaboración propia, Fuentes de datos: Banco Mundial, Comisión Europea y Eurostat)

### 3.2.2 Segundo Rescate

Segundo rescate, pero no el último.

Dos años más tarde, en marzo de 2012, un segundo programa de rescate fue llevado a cabo (el borrador de dicho rescate fue aprobado el 21 de julio de 2011). Durante el 2010, la carga de la deuda que el país heleno tenía, era claramente más que insostenible. Para la reducción de la misma, el gobierno griego debía vender algunos activos (según el acuerdo realizado para recibir el primer rescate), pero tal cosa no ocurrió. Mientras tanto la recesión continuaba y se percibía, que el rescate de 2010 no iba a producir el efecto esperado. El segundo rescate trajo consigo condiciones muy similares a las del primero, aunque una de las nuevas condiciones que incluía el acuerdo era enviar analistas -observadores- de forma permanente, que verificaran que los términos del acuerdo se llevaran a cabo, además de asegurar que Grecia ejerciera los pagos de la deuda cada tres meses. Los pilares del plan se fundamentaban en mejorar y hacer más eficiente el sistema de impuestos, reducir el gasto, y llevar a cabo reformas que incentivaran la contratación y la expansión – creación de negocios que ayuden al crecimiento. Muchos economistas manifestaron su duda hacia este segundo rescate, ya que

no entendían por qué este segundo iba a ser más exitoso si era calcado al primero. El monto del segundo rescate ascendía a la cantidad de 130.000 millones de euros (incluyendo la recapitalización de bancos, aproximadamente 48.000 millones euros). El desembolso total que se iba a llevar a cabo entre el primer y segundo rescate, sumó la cantidad de 240.000 millones euros en pagos de tramos regulares.

Este segundo plan de ajuste, que recibió Grecia, tenía otra función además de ayudar a Grecia a salir de su difícil situación económica. Esta otra función era reducir el posible riesgo de contagio a instituciones financieras y gobiernos de la zona euro. Es por eso, por lo que se acordó en la Cumbre Europea del 26-27 de octubre de 2011 de implementar dos medidas de prevención<sup>9</sup>. La primera era incrementar hasta el 9% la capitalización de los bancos con el objetivo de soportar potenciales pérdidas financieras. La segunda decisión fue incrementar el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) de 500.000 millones euros a un billón euros. A su vez, se utilizó el FEEF a modo de cortafuegos, esta nueva dotación de dinero tenía como misión proteger la estabilidad financiera de la zona euro, cuyos integrantes podían sufrir una palpable crisis de deuda en el corto plazo. Esta última medida fue muy criticada desde muchos puntos de vista, por diferentes sectores de ciudadanos europeos, debido a que los contribuyentes de los diferentes países de la zona euro estaban expuestos al riesgo de pagar por ello, según hace referencia USA International Business.

#### **Exigencias sine qua non**

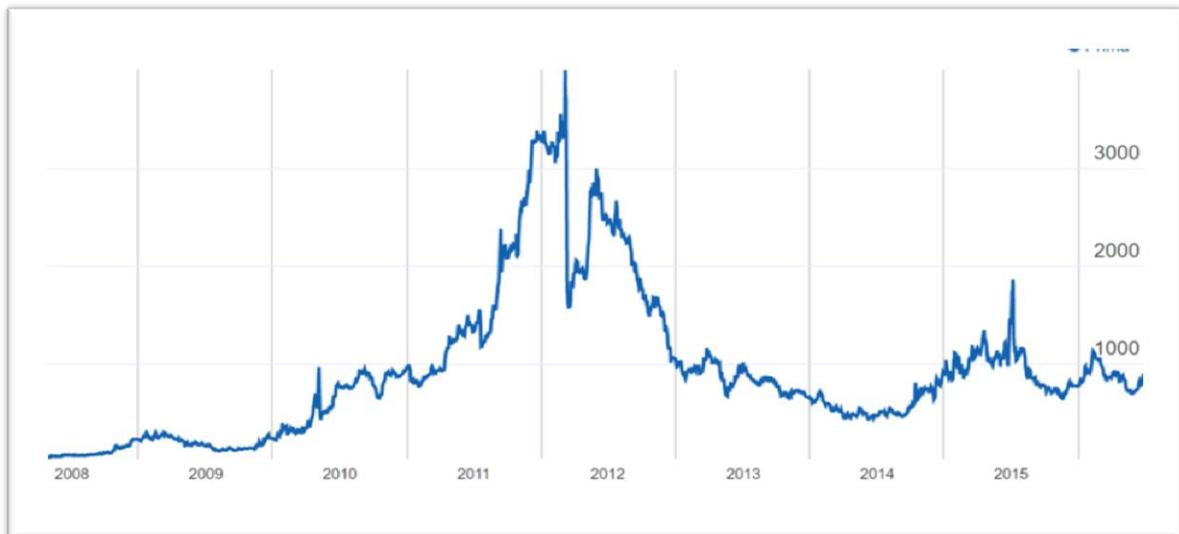
Las exigencias a cumplir seguían siendo muy elevadas según el Primer Ministro, George Papadreou, quién el 1 de noviembre de 2011 anunció su intención de llevar a cabo un referéndum sobre las medidas que se tendrían que cumplir. Finalmente, el Primer Ministro cedió ante la gran presión realizada por parte de Alemania y Francia. Para que el segundo rescate fuera aprobado, una de las tres condiciones era que Grecia tenía que finalizar y cumplir con los primeros requerimientos impuestos por la Troika. Las otras dos condiciones sine qua non fueron, primera, alcanzar un acuerdo con los inversores privados para aceptar: la prolongación de los plazos de vencimiento, menores tipos de interés (Grecia pasó a financiarse a un interés medio del 2,5%) y la condonación directa de 100.000 millones euros (una quita de deuda del 53,5%), según se menciona en la cuarta revisión del plan de rescate realizado por la Comisión Europea. La segunda requería alcanzar un pacto de mayoría política, en el cual los políticos se comprometieran a garantizar su apoyo al nuevo paquete de medidas. Ya solo con el cumplimiento de la quita por parte de los inversores, iba a suponer una reducción de la ratio

---

<sup>9</sup> Comisión Europea. Implementaciones para el segundo programa de ajuste económico. (en inglés). Consultado el 24 de junio de 2016.

de deuda/PIB de Grecia de 40 puntos porcentuales (de 160% a 120%). Tras el anuncio de la quita de deuda, la prima de riesgo del país heleno se disparó en el mercado secundario, llegando a casi los 4000 puntos.

*Gráfico 8 Record en la prima de riesgo griega*



*Fuente de datos Eurostat*

La recapitalización de los bancos se completó en junio de 2013. De los 48.000 millones de euros destinados, 24.000 millones fueron inyectados a los 4 bancos más grandes del país heleno. Esta recapitalización supuso un incremento de 24 puntos porcentuales en la ratio de deuda pública sobre el PIB, a cambio el gobierno griego recibió acciones de esos bancos, según el informe llevado a cabo por el Banco de Grecia (2012). Mientras tanto el BCE se comprometía a estabilizar el mercado financiero. En Julio de 2012 el presidente, Mario Draghi, con su famosa frase “El BCE hará todo lo necesario para sostener el euro. Y, créanme, eso será suficiente” redujo el coste de financiación de los gobiernos europeos y la presión en Grecia se redujo de forma considerable. Además, el BCE, permitió la continuidad del uso de deuda griega como garantía para garantizar las transacciones de la misma. Finalmente, para estas fechas los bancos franceses y alemanes no mantenían exposición alguna en caso de que Grecia cayera en bancarrota. Debido al empeoramiento de la situación (la recesión continuaba) y al retraso en la implementación de medidas, en diciembre de 2012 la Troika llegó a un acuerdo para proporcionar una última ronda de medidas para aliviar la presión de la deuda.

### **Llegó el crecimiento**

Los resultados se hicieron esperar hasta el siguiente año, donde una revisión en el programa de rescate reveló una leve mejoría en la economía. Las perspectivas de la economía griega mejoraron con el superávit primario que alcanzó el gobierno en 2013 y 2014 (0.58% y 1.08%

respectivamente), junto con la bajada de la tasa de desempleo (la cual descendió cerca de un 1 % del 2013 al 2014) y una mejora de casi 4 puntos porcentuales en el crecimiento económico para el año 2014 con respecto al 2013 (i.e mientras en 2013 la economía griega decrecía a una tasa del 3.20%, en 2014 la economía empezó a crecer al 0.70%). Todas estas mejoras permitieron al gobierno heleno, por primera vez desde el comienzo de su crisis de deuda, cuatro años más tarde, recuperar el acceso a la financiación privada, en donde ese mismo año parte del déficit fue financiado a través de la venta de bonos a inversores privados, según la quinta revisión realizada por el FMI (2014).

*Cuadro 6 Tasas de variación interanual de los Principales indicadores macroeconómicos II (Exceptuando Deuda, T. Desempleo y Presión Fiscal)*

| Indicadores macro    | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|
| Tasa crecimiento PIB | -9.10  | -7.30  | -3.20  | 0.70   |
| C. Corriente         | -9.90  | -3.30  | -2.10  | -0.46  |
| Deuda                | 172.10 | 159.60 | 177.70 | 180.10 |
| S. Primario          | -6.30  | -2.60  | 0.58   | 1.08   |
| Déficit              | -10.20 | -8.80  | -13    | -3.60  |
| T. Desempleo         | 17.60  | 24.30  | 27.00  | 26.01  |
| Presión fiscal       | 33.60  | 35.50  | 35.50  | 36.00  |

*Elaboración propia, Fuentes de datos: Banco Mundial, Comisión Europea y Eurostat*

Según la cuarta revisión del segundo plan de ajuste, llevada a cabo por la Comisión Europea (2014), el balance descrito es mucho más esperanzador que el del primer ajuste, tal y como se nos muestra en el cuadro 6. La contracción del PIB se paró por completo en el primer trimestre del 2014, esto fue debido principalmente al motor del turismo, otros factores que también influyeron favorablemente en la recuperación fue el incremento en la productividad, descenso en los precios (fue más rápido al esperado), fuerte caída en los costes laborales unitarios respecto a la zona euro (lo podemos observar en el gráfico 9), crecimiento del consumo privado, así como las exportaciones netas registrando por primera vez desde 1940 un superávit en la cuenta corriente.

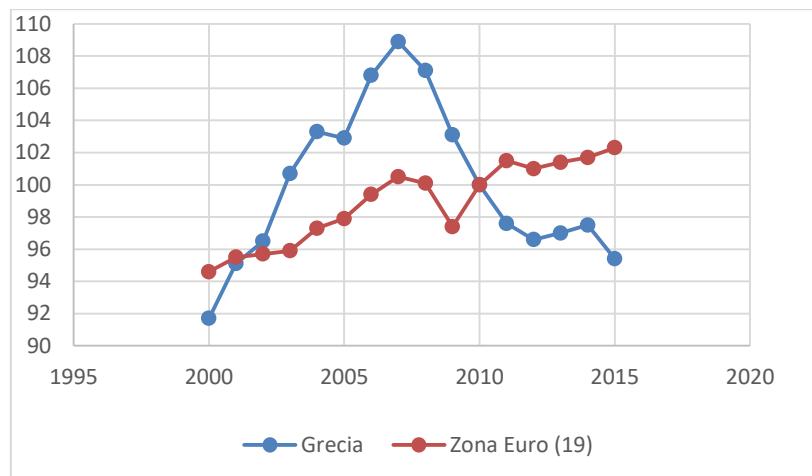
Como se ha mencionado anteriormente, las perspectivas económicas de recuperación se empezaron a dar en la primavera de 2014, cuando se observó una mejora en los indicadores de confianza, como se muestra en el gráfico 10:

- Indicador de la situación económica (ESI, en inglés): Compuesto de cinco indicadores de confianza como son: Indicador de industria, Indicador de servicios, Indicador del consumidor, Indicador de la industria constructora e Indicador de sectores al por

menor. Nos refleja la evolución en el comportamiento de los agentes económicos y de las diferentes relaciones que se establecen entre ellos.

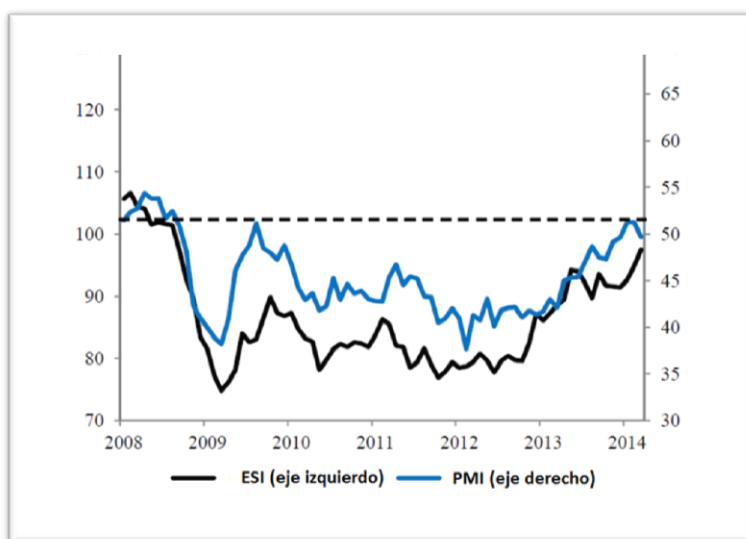
- Índice de gestores de compras (PMI, en inglés): Refleja la situación económica de un país basándose en los datos recogidos de una encuesta mensual a sus empresas más representativas.

*Gráfico 9 Coste laboral real de Grecia y la Zona Euro*



Fuente Eurostat

*Gráfico 10 Indicador de la situación económica (ESI) Índice de gestores de compras (PMI)*



Fuente de datos: Eurostat

Los precios, medidos con el deflactor del PIB, se redujeron más de lo esperado (la caída real fue de un 2.1%, un punto por encima del previsto para 2013). Esta caída en precios, supuso un

importante impulso a la renta disponible y mejora en la competitividad. El empleo sufrió un incremento cercano al 1% en 2014, esta mejora sin duda es positiva pero el desempleo sigue siendo muy elevado en 2014 (26.1%). El déficit por cuenta corriente se estaba reduciendo de manera muy rápida, en el 2013 la cuenta corriente registró un superávit equivalente al 0.7% del PB, esta gran mejora se produjo principalmente por las severas contracciones llevadas a cabo en las importaciones (efecto de sustitución en importaciones) y por la mejora en el turismo. Otro factor que ha ayudado de manera significativa a la reducción del déficit ha sido el bajo tipo de interés de financiación.

Sin embargo, las perspectivas económicas fueron truncadas en el cuarto trimestre de 2014 por la convocatoria de elecciones anticipadas las cuales dieron pie a una nueva recesión (i.e la cuarta desde el comienzo de la crisis). Mientras se producía una creciente importancia en la vida política del partido Syriza, ya que se negaba a respetar los términos del acuerdo de rescate. La incertidumbre política no hizo más que aumentar, llegando a causar la suspensión de los pagos estipulados en el segundo programa de rescate. El nuevo gobierno griego (liderado por Alexis Tsipras) se vio en la situación de aceptar los ya negociados términos de pago o en su defecto alcanzar un nuevo acuerdo con las instituciones acreedoras. El gran distanciamiento entre ambas partes causó una mayor crisis de liquidez (tanto para el gobierno griego como para su sistema financiero), seguido de un desplome en la bolsa de Atenas. Nuevamente los intereses de financiación en el mercado privado subieron a niveles insostenibles, haciéndose nuevamente inaccesible la financiación privada.

### **3.2.3 Tercer Rescate**

Las elecciones parlamentarias de enero de 2015, reflejaron el profundo descontento de los ciudadanos griegos, hartos de la situación económica del país (la tasa de desempleo superaba el 25%) y por la continua pérdida de confianza en sus líderes políticos. Los ciudadanos votaron un cambio de gobierno que prometía romper con las reglas del juego anteriormente impuestas. El nuevo partido más votado, Syriza, también referido como partido de izquierdas, nombró de Primer Ministro a Alexis Tsipras junto con el apoyo de un partido de extrema derecha, ANEL. A partir de ese momento, comenzó un pánico financiero en donde los griegos llegaron a sacar 17.000 millones euros de sus bancos.

Pero, ¿cuáles eran las nuevas condiciones que el nuevo gobierno griego quería? Básicamente, el gobierno de Tsipras quería tres tipos de cambios. El primero de todos, era restaurar alguno de los gastos públicos que habían sido recortados. Su segundo punto era revertir el incremento de impuestos que los anteriores gobiernos habían llevado a cabo. Estas dos condiciones

suponían incrementar el déficit y reorganizar las prioridades de pago en los presupuestos de gastos. De hecho, según un artículo del Financial Times (2015), como antes de las elecciones se daba como claro vencedor a Syriza, los ingresos impositivos comenzaron a reducirse debido a que los ciudadanos dejaron de pagar algunos de los impuestos más impopulares, como el nuevo impuesto a la propiedad (Enfia). Como último punto, pedían una nueva condonación de parte de la deuda acumulada hasta el momento.

### **Negociaciones, referéndum y corralito**

Desde el momento en que Tsipras tomó asiento como Primer Ministro (enero de 2015), el Eurogrupo concedió una extensión del programa de rescate (4 meses más). Fueron unos meses marcados por una continua negociación de términos, en donde a cada día que pasaba, Grecia se acercaba a un posible default soberano. El gobierno griego realizó unos últimos intentos para llegar a un acuerdo de rescate durante la primera y segunda semana de junio, ya que sabían que un default provocaría la aplicación de controles de capital para evitar una fuga de capitales y poder evitar un posible colapso bancario.

Las instituciones acreedoras habían hecho unas modestas concesiones, pero en general seguían insistiendo en continuar con el plan ya establecido. El gobierno griego rompió las negociaciones el 27 de junio, según una declaración del Eurogrupo. En el momento en que Tsipras fue incapaz de asegurar los cambios que él quería, anunció un referéndum (5 de julio) en donde el pueblo griego decidiría si aceptar la última oferta de los acreedores o rechazarla.

Pero, ¿cómo es que a pesar de los numerosos intentos para alcanzar un acuerdo se llegó al punto del referéndum? En esta parte se van a explicar las principales diferencias que tenía la Troika con el gobierno. La primera, desarrollada por el profesor de análisis económico Theodore Pelagidis, de la universidad de Piraeus, Grecia; y, seguramente la más importante, es la gran preocupación que las instituciones acreedoras tenían a aplicar medidas parecidas a las griegas en países como España, Portugal o Italia. Las previsiones apuntan a que estos países, en caso de colapso, no lo harían en la misma medida en que lo hizo Grecia, aunque su desempleo, especialmente el de los jóvenes, es demasiado alto para estos países. Por lo tanto, los gobiernos de la Eurozona se han dado cuenta que, si el gobierno de Grecia conseguía un trato de favor especial, entonces los votantes de los países del mediterráneo podrían hacer presión conjunta para conseguir un trato parecido al de Grecia. El dinero que se necesitó para salvar a Grecia fue sencillo de encontrar. Grecia es una economía pequeña en términos relativos a la economía total de la Zona Euro, suponiendo un 1.69%. Es por eso, que su deuda a pesar de ser muy grande en comparación con su PIB, es posible sufragarla. Sin embargo, el dinero necesario que se necesitaría para salvar especialmente a la economía italiana o

española no sería asequible para la economía alemana (máximo contribuyente de la zona euro). Como segunda y última gran discrepancia entre las instituciones acreedoras y Grecia, es el enfoque y solución económica que se le da a la crisis de deuda. La Troika ve como único camino de salida la implementación de políticas de austeridad, las cuales han de ser llevadas a cabo para alcanzar el objetivo primordial de reducir su deuda pública. Argumentan que la utilización de políticas expansivas solo funciona cuando hay margen de endeudamiento, el cual Grecia no dispone. En caso de su utilización (políticas expansivas) en las condiciones actuales crearía un espejismo de la realidad a corto plazo, pero en cambio, en el medio y largo plazo provocaría una aguda crisis superior a la actual.

Antes de que se anunciara el referéndum, las primeras semanas de junio estuvieron plagadas de continuos intentos para alcanzar un acuerdo. Uno de los temas más recurrentes en esas reuniones y conversaciones fue el préstamo del FMI, el cual tenía que ser devuelto a finales de junio. Para comprender la importancia del préstamo, nos tenemos que remontar a 2010. El FMI negoció con Grecia varios préstamos, que en condiciones normales ningún inversor privado hubiera aceptado. Por lo que, en este caso, los fondos se pusieron de alta prioridad para la devolución de los mismos, de caso contrario, nadie le hubiera prestado. El problema que surge de la aplicación de esta prioridad de pago, es que al tratarse de un país (el receptor del préstamo) no hay tribunal u otra autoridad que pueda obligar a un país a pagar. A finales de junio de 2015, Grecia anunció que no haría efectivo el pago del FMI (1.550 millones de euros) con fecha límite del 30 de junio. De esta manera, Grecia se convertiría en un estado “paria” (i.e país cuya conducta es considerada como fuera de las normas internacionales de comportamiento). Un dato interesante a destacar, es que Grecia no cumplió con el pago el 30 de junio, pero sí que hizo un pequeño pago al fondo europeo para no ser considerado de igual forma en la zona euro.

Unos días más tarde del anuncio del referéndum, el BCE decidió no aceptar más bonos de bancos griegos como garantía por la gran incertidumbre generada. Además, miles de griegos comenzaron a retirar su dinero por el miedo a la implementación de controles de capitales. El Banco Central Griego, el 28 de junio, se reunía para establecer medidas y poder hacer frente al pánico bancario antes de la celebración del referéndum. Las medidas consistieron en el bloqueo de la totalidad de los depósitos bancarios, así como el cierre temporal de las oficinas bancarias. Además, el cierre bancario supuso que la Bolsa de Atenas también cerrara durante el mismo periodo. El “corralito” griego tenía previsto durar hasta el día 7 de julio, pero fue tan grande el pánico bancario que se tuvo que mantener hasta el 20 de julio.

### **Condiciones de los planes de rescate (Financiación de urgencia, Mou y Mou suplementario)**

Los resultados del referéndum, dieron una victoria holgada a rechazar las condiciones del rescate (62.5% de participación), causando un gran desajuste a nivel mundial en las bolsas, por una posible salida de Grecia de la zona Euro. El 13 de julio, después de unas 17 horas de negociación, los líderes de la Eurozona alcanzaron un acuerdo provisional para llevar a cabo un tercer rescate y de esta forma salvar a Grecia de la bancarrota. Dos días más tarde, el nuevo paquete de reformas es aprobado en el parlamento griego, con el apoyo de la oposición y el rechazo de varios diputados de Syriza. Al día siguiente, el Eurogrupo aprobó una financiación de urgencia de 7160 millones a través del Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera, con este préstamo de emergencia, Grecia sería capaz de hacer frente a sus compromisos de pago inmediato. Ese mismo día, el FMI confirmó que Grecia había pagado la totalidad del préstamo, dejando de estar en mora con el FMI. El BCE, por su parte, también confirmó que su pago también había sido saldado (alrededor de 4.200 millones de euros). El primer ministro Tsipras hizo unos cambios de urgencia, destituyendo a las personas que habían votado en contra del rescate. Los términos del préstamo de urgencia fueron, según se muestra en el informe de la Comisión Europea (14.07.2015):

- Monto de 7160 millones con un vencimiento de 3 meses.
- Sistema del IVA: Adoptar una legislación: que incluya en el IVA general (23%) a los restaurantes y servicios de catering. Incluir en el IVA reducido (13%) los productos básicos, los hoteles, y el suministro de agua y energía. Incluir en el IVA super-reducido (6%) a los productos farmacéuticos, libros y teatro. Eliminar los descuentos en el IVA que disfrutan las islas, empezando por las de mayores ingresos y exceptuando las más remotas. (Estas medidas supondrán un aumento en los ingresos impositivos del 1% sobre el PIB, además, han de ser ejecutadas antes de finalizar el año 2016, exceptuando los descuentos en las islas y el IVA a hoteles que han de ser aplicados antes de octubre de 2015).
- Sistema de pensiones: Adoptar una legislación que: incremente las contribuciones de salud para pensionistas del 4% al 6% y extenderlo a pensiones complementarias (desde el 1 de julio de 2015), aumentar a 67 años la edad de jubilación (aplicándose de manera progresiva hasta el 2022), pudiéndose jubilar 5 años antes si los años cotizados son 40, y, por último, congelar las pensiones mensuales contributivas hasta 2021.
- Instituto de estadística: Adoptar una legislación que fortalezca ELSTAT (Autoridad Estadística Helena, del inglés Hellenic Statistical Authority), mejorando su estructura de Órganos Consultivos (asegurando que el presidente escogido tenga una gran capacidad

profesional, que siga y promueva los procedimientos de transparencia y criterios de selección). Además, se le incluirá a la institución autonomía financiera.

Finalmente, el 28 de julio, se inicia la negociación del tercer rescate entre Grecia y sus acreedores. Los medios nos comunicaron desde un primer momento que, las condiciones de recortes y reformas a llevar a cabo fueron mucho más duras que las rechazadas anteriormente en la consulta del 5 de julio. Como no me ha sido posible encontrar las condiciones, que en un primer momento fueron propuestas, me es imposible realizar una comparación con las medidas finalmente aceptadas. El 14 de agosto, y después de mucho revuelo en el parlamento griego, el Gobierno y las instituciones acreedoras (FMI, Comisión Europea, BCE y Mecanismo de Estabilidad) alcanzaron un acuerdo sobre el plan de rescate, y el paquete de medidas que se deberán cumplir a cambio de recibir el primer pago.

El tercer programa financiero de tres años de duración y una ayuda financiera de 86.000 millones de euros, tenía como finalidad evitar la salida del euro (Grexit) y a su vez la quiebra del país. El documento, The Memorandum of Understanding, describe una gran cantidad de reformas a llevar a cabo, pero básicamente se destacan cuatro puntos: Primero, la restauración de la sostenibilidad fiscal; como segundo punto, salvaguardar la estabilidad financiera; el tercero, crear crecimiento, competitividad e inversión; y, por último, modernizar el estado y la administración pública. Algunas de las medidas más relevantes son:

- Instauración del ENFIA 2015 (impuesto uniforme de la propiedad) y se calcula sobre un activo por base de activos, utilizándose la misma fórmula tanto para personas físicas como jurídicas (pero diferentes fórmulas para edificios, parcelas o campos), el importe del impuesto irá de 0.001 € a 13€ por metro cuadrado, ha de ser finalmente implementado antes de febrero de 2016.

- Instauración de nuevos impuestos en la estancia de hoteles (i.e dos o más estrellas), en el café, en los cigarrillos de tabaco, en los anuncios televisivos.

- Aumento de un punto básico en el IVA general de 23% a 24%. Congelación de la subida de salarios públicos para 2017 y 2018. Penalización a las prejubilaciones de un 10% sobre el actual 6% a los afectados por la extensión del periodo de jubilación (total 16%). Aumentar y modernizar la base de cotización y pensiones para los autónomos, incluyendo un cambio de tributación de ingreso nominal a real. Aumentar la base impositiva en los ingresos derivados del empleo y las pensiones. Modificación en la fiscalidad preferencial a granjeros hasta un 20% en 2016 y 26% en 2017.

- 25.000 millones de los recibidos del tercer rescate son para posibles recapitalizaciones de bancos. Reducción permanente del gasto militar en EUR100 millones en 2015 y en EUR400 millones en 2016.

- Aumentar la lucha contra el fraude fiscal: Incrementar los pagos electrónicos. Identificación de morosos a través de transacciones bancarias en Grecia y en el extranjero. Implementar políticas de auditoria y medidas sancionadoras apropiadas que incentiven a no cometer fraude. Establecer registro de riqueza para mejorar su supervisión.

- Privatización o concesión de larga duración de activos y empresas estatales, algunos ejemplos: Concesión de 40 a 50 años de catorce aeropuertos regionales. Venta del 100% de las acciones del aeropuerto Hellinikon (Atenas). Venta del 100% de las acciones de TRAINOSE (empresa ferroviaria dedicada al transporte de personas y mercancías). Concesión de 40 años de las marinas.

Seis días más tarde, Tsipras, convocó nuevas elecciones para el 20 de septiembre. En ellas, los resultados dieron por vencedor, como segunda vez consecutiva, al partido de Tsipras (Syriza) permitiéndole gobernar de nuevo, nuevamente gracias al apoyo de ANEL.

El 16 de junio de este año 2016, se firma por ambas partes un MoU suplementario (Memorandum of Understanding), para reflejar progresos en la aplicación del programa y establecer fechas de cumplimiento al MoU original. Las medidas más destacadas de este suplemento son:

- A partir del 1 de junio de 2016: Aumento de un punto básico en el IVA general de 23% a 24%. Congelación de la subida de salarios públicos para 2017 y 2018. Abolición del impuesto de coches de lujo. Incremento permanente en los ingresos del juego hasta el 35%. Abolición del impuesto de producción de gas natural o electricidad. Además, el gobierno se compromete a realizar un estudio de incentivos y exenciones a las empresas, para eliminar aquellos que se consideran ineficientes o injustos, como a eliminar las amnistías o acuerdos de pago a los contribuyentes deudores (imponiendo sanciones disciplinarias).

- A partir de enero de 2017: Incremento impositivo en los fondos de inversión, compañías de inversión en “Real State” y administración de carteras de inversión. Incremento impositivo en la gasolina, diésel, tabaco y cigarrillos de fumar.

- Sin fecha especificada: Hacer converger los impuestos de dividendos e intereses en 15%. Aumentar en 3 puntos los ingresos por alquiler inferiores a 12000 euros y en 2% los superiores a dicha cantidad. (15% y 35%, respectivamente). Introducir una pensión nacional de

346€ a los 15 años cotizados que irá aumentando hasta los 384€ a los 20 años cotizados, la cual servirá para reemplazar a la pensión mínima (i.e que será abolida).

### Grecia en la actualidad

*Cuadro 7 Tasas de variación interanual de los Principales indicadores macroeconómicos III  
(Exceptuando Deuda, T. Desempleo y Presión Fiscal)*

| Indicadores macro | 2008   | 2009   | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| T. C. PIB         | -0.30  | -4.30  | -5.50  | -9.10  | -7.30  | -3.20  | 0.70   | -0.20  |
| C. Corriente      | -14.50 | -10.90 | -10.10 | -9.90  | -3.30  | -2.10  | -0.46  | 0.10   |
| Deuda             | 109.4  | 126.7  | 146.20 | 172.10 | 159.60 | 177.70 | 180.10 | 176.90 |
| S. Primario       | -9.70  | -14.70 | -9.80  | -6.30  | -2.60  | 0.58   | 1.08   | 0.92   |
| Deficit           | -10.20 | -15.20 | -11.20 | -10.20 | -8.80  | -13    | -3.60  | -7.20  |
| T. Desempleo      | 7.70   | 9.40   | 12.00  | 17.60  | 24.30  | 27.00  | 26.01  | 24.02  |
| Presión fiscal    | 31.80  | 30.80  | 32.00  | 33.60  | 35.50  | 35.50  | 36.00  | 35.50  |

Se muestran algunos indicadores macro como: la tasa de crecimiento del PIB, la cuenta corriente como porcentaje del PIB, la ratio deuda/PIB, el saldo primario (eliminando el componente cíclico), déficit, la tasa de desempleo y la presión fiscal (media impositiva del país). (Elaboración propia, Fuentes de datos: Banco Mundial, Comisión Europea y Eurostat)

En la anterior tabla podemos observar el desarrollo de la economía griega desde los inicios de crisis hasta hoy en día, en donde han sido necesarios tres rescates e infinidad de reformas y recortes para “poner en rumbo” al país heleno, aunque el tiempo dirá si estamos en lo correcto. La economía griega parece que finalmente ha entrado en la senda del crecimiento, generando por primera vez en mucho tiempo superávit tanto primario como en la c. corriente. El desempleo se ha reducido un 3% desde su punto más alto alcanzado en 2013, suponiendo que 1.333.000 han podido encontrar empleo. Sin embargo, aunque los datos macroeconómicos sean un poco más esperanzadores comparados con los de los anteriores rescates, esa mejoría no se ve refleja en el día a día. De hecho, y como se ha mencionado en las medidas pactadas del tercer recate, la nueva pensión mínima rondará los 380€. El salario medio más popular entre la población ronda los 1064€, el paro juvenil se ha reducido en aproximadamente 13 puntos desde 2013, pero sigue estando en niveles demasiado altos, cercano al 60% en 2015 (según datos publicados por el gobierno). Según datos de Eurostat, la población en riesgo de pobreza es casi un 35% para el 2015, provocando que los datos de migración hayan sufrido un giro de 180º, mientras en 2007 se recibía una migración del 3%, en 2014 se registraron tasas negativas del 6%. Desde mi punto de vista, la recuperación económica de Grecia parece que está comenzando, una vez consolidado el crecimiento se empezarán a ver los frutos en una mejora de la situación social. Esta, será algo similar a la española, aunque mucho más prolongada en el tiempo.

### **3.3 ¿Se debería haber planteado el BCE una salida real de Grecia del Euro?**

Una gran cantidad de estudios, han apoyado la salida de Grecia (Roubini, 2011 y Wilkinson, 2015) como también su continuación en la moneda única (Hetzl, 2015) y Tsoukalis, 2011), los cuales se han realizado desde el inicio de la crisis de la deuda griega. La salida de Grecia del Euro tiene sus ventajas y desventajas, desde el punto económico.

Como principal ventaja de introducir el Drachma (antigua moneda de Grecia), sería el poder realizar depreciaciones nominales respecto al euro (y otras monedas) favoreciendo un gran descenso de los costes laborales que fomentarían el incremento de su productividad en términos laborales. De esta manera, el país heleno podría comenzar a tener holgados superávits que reducirían la deuda total sustancialmente. Muchos economistas que apoyan este proceso, ponen como ejemplo el caso de Argentina (2001), en donde el PIB caía a ratios muy elevados (aproximadamente 20%). En marzo de 2002, después de sufrir una bancarrota, el país decidió pasar de un tipo de cambio fijo a un tipo de cambio variable (flotante). Esta decisión permitió impulsar el crecimiento de Argentina, hasta el 8% anual.

Por el contrario, los defensores a una continuación en la moneda única argumentan que una salida sería tomar una decisión catastrófica. Los motivos que dan son el alto coste del cambio de moneda, así como una continua pérdida de confianza en la economía griega y en los bonos que emitiera (ya que, en este caso, Grecia podría “imprimir dinero” para pagar su deuda). No obstante, los defensores, argumentan que solo se podría producir una salida si Grecia lo quisiera. Ya que, según el artículo 50 del Tratado de la Unión Europea (TUE) prevé la posibilidad de que un Estado miembro abandone el proceso de integración.

#### **Artículo 50**

1. Todo Estado miembro podrá decidir, de conformidad con sus normas constitucionales, retirarse de la Unión.
2. El Estado miembro que decida retirarse notificará su intención al Consejo Europeo. A la luz de las orientaciones del Consejo Europeo, la Unión negociará y celebrará con ese Estado un acuerdo que establecerá la forma de su retirada, teniendo en cuenta el marco de sus relaciones futuras con la Unión. Este acuerdo se negociará con arreglo al apartado 3 del artículo 218 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. El Consejo lo celebrará en nombre de la Unión por mayoría cualificada, previa aprobación del Parlamento Europeo.
3. Los Tratados dejarán de aplicarse al Estado de que se trate a partir de la fecha de entrada en vigor del acuerdo de retirada o, en su defecto, a los dos años de la notificación a que se refiere el apartado 2, salvo si el Consejo Europeo, de acuerdo con dicho Estado, decide por unanimidad prorrogar dicho plazo.

Si se diera el caso, en el que los Estados miembros excluyeran de facto a otro Estado miembro, esta situación se consideraría “límite”. Se estaría produciendo un escenario al margen de la legalidad. Los ciudadanos griegos, como parte de la UE, pueden viajar libremente y trabajar en

cualquier lugar dentro de Europa, además de estar autorizada la venta de bienes sin estar sometido a tarifa alguna.

Cabe destacar que en ninguno de los Tratados de la UE, existe la posibilidad legal de expulsar a un Estado miembro de la Unión Europea, ni tampoco de la eurozona. Sólo cabe la suspensión temporal de alguno de sus derechos, de acuerdo con el art. 7.1 TUE, y sólo en el caso de un riesgo claro de violación grave de los valores contemplados en el art. 2 TUE (respeto de la dignidad humana, libertad, democracia, igualdad, Estado de Derecho y respeto de los derechos humanos). Por tanto, hoy en día, no resulta posible desde el marco jurídico del Derecho de la Unión, expulsar a un Estado miembro. No es posible expulsar a un Estado ni de la Unión, ni de la zona Euro.

El único camino legal para una retirada de la eurozona sería mediante un acuerdo negociado con los Estados miembros, en base al procedimiento de revisión de los Tratados contemplado en el art. 48 TUE.

#### Artículo 48

1. Los Tratados podrán modificarse con arreglo a un procedimiento de revisión ordinario. También podrán modificarse con arreglo a procedimientos de revisión simplificados. Procedimiento de revisión ordinario

## CAPÍTULO CUARTO

### MODELOS DE DEUDA SOSTENIBLE EN UN ÁMBITO DE MONEDA COMUNITARIA

*"Si yo te debo una libra, tengo un problema;  
Pero si te debo un millón, el problema es tuyo"*

*John Maynard Keynes*

La deuda de un gobierno, puede ser sostenible si el tipo financiación es bajo, incluso si el nivel de deuda pública es alto. Sin embargo, puede ser insostenible (al mismo nivel de deuda) si el tipo de financiación es mucho más alto. Esta situación la juzga el mercado, si el mercado piensa que el gobierno tendrá dificultades a la hora de devolver la deuda, el tipo de interés para financiarse irá subiendo hasta llegar a un punto, en que los intereses de deuda serán demasiados costosos para su financiación.

En este apartado voy a presentar dos modelos de deuda, que se enfrentan a la situación descrita anteriormente. Además, incluimos la misma premisa para ambos, el país en cuestión no puede imprimir la moneda en circulación. Cuando un gobierno (por sí solo) no puede aumentar la base monetaria, tiene tres opciones para combatir niveles altos de endeudamiento: (1) tener un holgado crecimiento económico, (2) aumentar la presión fiscal para tener superávit primario, (3) declararse en quiebra.

El primer modelo fue diseñado por el FMI (2002), aunque el pionero del enfoque ya lo empezó a desarrollar Buiter (1984). El segundo, mucho más reciente que el primero ha sido diseñado por Gross D. (2012). La principal diferencia entre ambos, es que el modelo del economista alemán, Daniel Gross, incluye la posibilidad de “default” (i.e quiebra, bancarrota) seguido de la utilización de quitas.

El primer modelo, se define como “modelo sostenible de la deuda pública”, y el gobierno en cuestión puede usar dos de las tres opciones para reducir la deuda, crecimiento económico y la presión fiscal. Este modelo ha sido recientemente utilizado para explicar la crisis de deuda griega y española por el Banco Central Europeo y el Gobierno de España (Boletín Económico de ICE). El segundo modelo, se define como un modelo de equilibrio múltiple, debido a la posibilidad de default una vez reconocido por las agencias de rating.

#### 4.1 Modelo de sostenibilidad de la deuda pública.

El punto de partida para lograr una deuda pública sostenible, es la restricción presupuestaria del gobierno, la cual requiere que los gastos en bienes y servicios más el coste de financiación de la deuda actual (i.e los intereses a pagar), sea igual a la recaudación de impuestos más la emisión de nueva deuda. Los déficits de deuda se irán refinaciando periodo a periodo a no ser que se obtenga superávit primario. Esto, se puede ilustrar de la siguiente manera:

$$G_t + (1 + i_t)D_{t-1} = T_t + D_t \quad (1)$$

siendo  $G_t$  los gastos del gobierno,  $i_t$  el tipo de interés de financiación,  $T_t$  la recaudación de impuestos y  $D_t$  la emisión de nueva deuda, para el periodo  $t$ . Supongamos que  $y_t$ ,  $v_t$ ,  $d_t$  son las ratios del gasto de gobierno, recaudación de impuestos y la deuda emitida en términos del PIB. La derivación de la ecuación (1) no está relacionada con el propósito de este trabajo académico. No obstante, puede encontrarse un primer acercamiento en Buiter (1984) y la derivación en FMI (2002).

$$d_t = \frac{1+i_t}{1+g_t} d_{t-1} - s_t + a_t \quad (2)$$

Siendo  $s_t = y_t - v_t$ , la ratio de saldo primario con respecto al PIB en  $t$  (i.e ingresos menos gastos, excluidos los pagos de intereses).  $g_t$  la tasa de crecimiento nominal del PIB (crecimiento económico real más la inflación). Y, por último,  $a_t$  la ratio de ajuste entre déficit y deuda con respecto al PIB, que incluye las operaciones financieras que aumentan la deuda, pero no afectan al déficit, como por ejemplo las transferencias financieras vinculadas al saneamiento del sector bancario.

Realizando una última derivación de la ecuación (2), BCE (2011), podemos obtener la ecuación dinámica de acumulación de deuda, la cual expresa que los cambios en la ratio de deuda/PIB ( $\Delta d_t$ ) son determinados por

- (1) el diferencial < $(i_t - g_t)$ > entre el tipo de interés implícito (i.e nominal) que incrementa la ratio de deuda, así como la tasa de crecimiento del PIB que la reduce;
- (2) el saldo primario ( $s_t$ );
- (3) los ajustes entre déficit y deuda ( $a_t$ ).

$$\Delta d_t = \frac{i_t - g_t}{1+g_t} d_{t-1} - s_t + a_t \quad (3)$$

Esta tercera ecuación, es la conclusión del modelo, explica que los servicios de deuda pública han de ser y deben ser atendidos en cualquier momento. Por ello, se exige a los Gobiernos que dispongan de liquidez (i.e refiriéndose al corto plazo) y sean solventes (i.e en el medio/largo

plazo). El concepto liquidez transportado al ámbito de un gobierno, se describe como la capacidad del mismo a mantener el acceso a los mercados financieros, garantizando el pago de todas sus obligaciones a corto plazo. Mientras que el concepto solvencia, aplicado a un gobierno, significa que el tipo de financiación de la deuda no puede exceder al crecimiento nominal de la economía, y, en el caso de que ocurra, ha de verse compensado por un superávit primario.

De acuerdo para que la ratio de deuda sea estable o se reduzca se tiene que cumplir que  $\Delta d_t \leq 0$ , por lo que teóricamente en el muy largo plazo un gobierno podría alcanzar un saldo de deuda cercano a cero. Para producir tal efecto, es necesario generar crecimiento real, mantener una inflación estable (i.e a medida que el dinero vale menos, menor será el esfuerzo para devolver el dinero), obtener bajos tipos de interés de financiación y generar superávit primario. Una vez entendido esto, hay que aplicarlo al contexto de Grecia.

La crisis de deuda griega y los bajos tipos de interés impuestos por el BCE, sitúan a Grecia en un contexto económico de recesión (i.e aunque este comportamiento se está desacelerando) y deflación, su crecimiento nominal del PIB es negativo ( $g_t < 0$ ). Las circunstancias sitúan a Grecia a solo depender de su saldo primario ( $s_t$ ) para poder reducir su deuda.

De acuerdo con el informe elaborado por el Consejo de la Unión Europea, de agosto de 2015, en el cual se describen tres escenarios de deuda con las principales previsiones macroeconómicas para el corto, medio y largo plazo:

*Cuadro 8 Tres escenarios de la ratio deuda/PIB Grecia*

|             | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2022  | 2030  |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Escenario A | 196.3 | 200.9 | 198.6 | 190.7 | 182.3 | 174.5 | 159.7 | 122.2 |
| Escenario B | 198.8 | 206.8 | 205.2 | 199.5 | 192.4 | 185.9 | 173.7 | 143.3 |
| Escenario C | 195.4 | 198.9 | 195.2 | 186.1 | 176.0 | 166.1 | 148.2 | 106.7 |

*Fuente de datos Comisión Europea*

El primer escenario, expectativas moderadas, se rige por las siguientes previsiones de crecimiento nominal y real, junto con un objetivo de saldo primario ligado a las medidas y reformas firmadas en el tercer rescate:

*Cuadro 9 Previsiones macroeconómicas de Grecia (A)*

| ESCENARIO A               | 2016  | 2017  | 2018 |
|---------------------------|-------|-------|------|
| Crecimiento nominal (PIB) | -0.7% | 3.4%  | 4.1% |
| Crecimiento Real (PIB)    | -1.3% | 2.7%  | 3.1% |
| Objetivo, saldo primario  | 0.5%  | 1.75% | 3.5% |

*Fuente de datos: Comisión Europea*

- Las previsiones del crecimiento real a largo plazo (i.e a partir de 2021) son de 1.75%.

El procedimiento de privatización espera recaudar EUR 13.900 millones entre 2015 y 2022.

Objetivo de ratio deuda/PIB en 30 años sería reducir la deuda a la ratio del 60%, cumpliendo de esta manera con el Tratado de Maastricht.

*Cuadro 10 Previsiones macroeconómicas de Grecia (B)*

| ESCENARIO B               | 2016  | 2017 | 2018 |
|---------------------------|-------|------|------|
| Crecimiento nominal (PIB) | -1.2% | 2.9% | 3.6% |
| Crecimiento Real (PIB)    | -1.8% | 2.2% | 2.5% |
| Objetivo, saldo primario  | 0%    | 1.5% | 2%   |

*Fuente de datos: Comisión Europea*

El segundo escenario, se basa en que las medidas acordadas no se implementen en su totalidad, y, por tanto, el crecimiento tanto nominal como real se verá reducido en 0.5% para cada año. Esta reducción no es aplicada al crecimiento real a largo plazo, el cual se mantiene en 1.75%. La recaudación en el procedimiento de privatización se reducirá a EUR 3.700 millones. Y los objetivos de saldo primario se verán modificados de la siguiente forma: 0%, 1.5%, 2% y 3.5% para los años 2016, 2017, 2018 y 2019 respectivamente. Como podemos observar en el cuadro 8, la diferencia entre este escenario y el A es, aproximadamente un 21% más de ratio deuda/PIB.

*Cuadro 11 Previsiones macroeconómicas de Grecia (C)*

| ESCENARIO C               | 2016  | 2017  | 2018 |
|---------------------------|-------|-------|------|
| Crecimiento nominal (PIB) | -0.2% | 3.9%  | 4.6% |
| Crecimiento Real (PIB)    | -0.8% | 3.2%  | 3.6% |
| Objetivo, saldo primario  | 0.5%  | 1.75% | 3.5% |

*Fuente de datos: Comisión Europea*

El tercer escenario, se basa en que las medidas sean implementadas por completo y que además la coyuntura económica mundial sea favorable a la economía griega. De esta manera el crecimiento real y nominal crecerá en 0.5% cada año, se mantendrán los objetivos del saldo primario A, y la recaudación por el proceso de privatización ascenderá a la cantidad de EUR 24.600 millones. De esta manera, tal y como se indica en la cuadro 8, la ratio deuda/PIB en el 2030 se podría ver reducida al 106.7%.

Suponiendo que el escenario A sea el más realista, el objetivo de reducir la ratio deuda/PIB al 60%, tal y como indica el Tratado de Maastricht, se alcanzaría tras un periodo de 30 años. Recordemos que el escenario A, propone un crecimiento real a largo plazo del 1.75%, suponiendo que la inflación se mantiene en torno al 2% (tal y como indica el objetivo del BCE), equivaliendo a un crecimiento nominal del 3.75%. El saldo primario a su vez, debería mantenerse en un superávit cercano al 3.5%, siempre y cuando el coste de financiación estuviera entre el 2.5% y el 3.5%.

A mi parecer, un crecimiento nominal del 3.75% prolongado durante 30 años, me parece una tarea complicada de alcanzar, aunque no imposible. Ya que, si miramos al comportamiento de la economía griega en los últimos años, nos daremos cuenta que Grecia creció a una tasa superior del 6% nominal en la primera década del siglo veintiuno. Sin embargo, mantener un superávit primario del 3.5% durante tan largo tiempo me parece algo poco realista, ya que no se ha conseguido hasta la fecha en la historia económica del país.

Desde mi humilde punto de vista, creo que se ha demostrado que el modelo de deuda sostenible puede ser utilizado como una referencia útil para computar los diferentes riesgos de la deuda a medio plazo. Además, ayuda a calcular las posibles necesidades de financiación en diferentes condiciones económicas, como a su vez, sirve para evaluar si los compromisos fiscales son viables con la sostenibilidad de la deuda.

Por último, hay que reconocer que este modelo tiene dos grandes limitaciones, tal y como se menciona en el Boletín Mensual del BCE, 2012:

- (1) El análisis de deuda se basa en su simple ejercicio contable,
- (2) se parte del supuesto que el Gobierno podrá permanentemente refinanciar su deuda independientemente de cuales sean las condiciones del mercado.

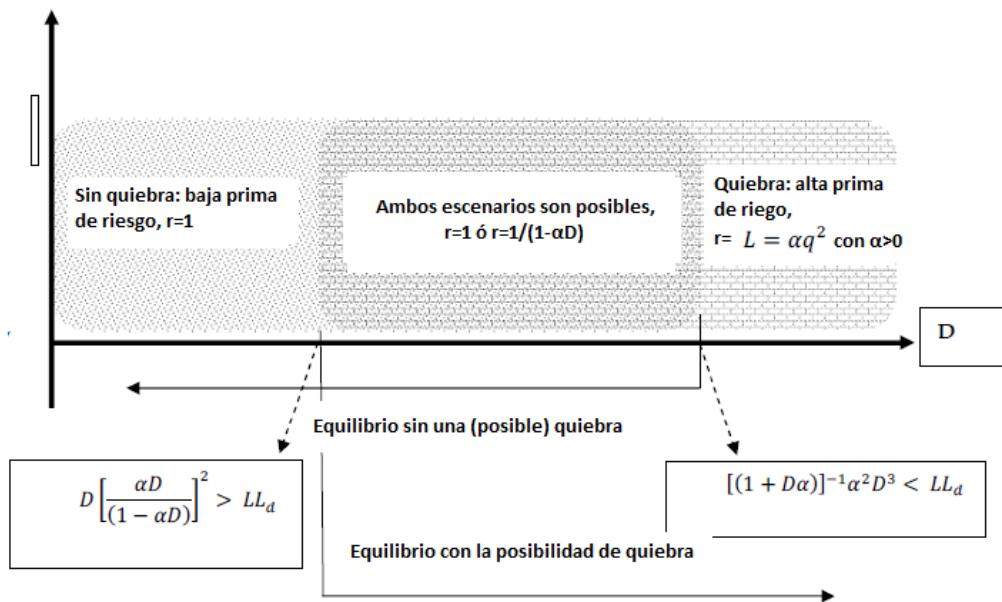
#### 4.2 Modelo de deuda de equilibrio múltiple.

En este segundo modelo, y como anteriormente se ha mencionado, se incluye la opción de default combinado con la presión fiscal. La decisión de hacer default supone exponerse a los siguientes costes:

- Cuando el gobierno no paga completamente su deuda y a tiempo, en el mercado financiero se crea un evento financiero (i.e situación financiera tal como una quiebra, reestructuración, moratoria, o una falta de pago), el cual tiene serios costes como el acceso futuro a los mercados. Además, normalmente, los bancos del país también se ven afectados, perjudicando su acceso a los mercados.
- Una vez que el evento financiero se ha producido, comienza un periodo de negociaciones entre gobierno y acreedores. Finalizado este, se determinará la cantidad final de deuda a devolver, así como la subida de impuestos que hará efectiva la devolución de la deuda.

El modelo puede resumirse, de acuerdo al siguiente gráfico, en él se predicen tres posibles equilibrios: que no se produzca la quiebra, la posibilidad de quiebra, y por último una quiebra inevitable. Antes de continuar con la explicación del modelo y sus posibles situaciones hay que explicar las variables del mismo.

*Gráfico 11 Situaciones de equilibrio en el modelo de Gross*



*Muestra las situaciones de equilibrio del modelo de equilibrio multiple. (Elaboración D. Gross)*

$$D \left[ \frac{\alpha D}{(1-\alpha D)} \right]^2 > LL_d > D \frac{\alpha^2 D^2}{(1+D\alpha)} \quad (1)$$

Siendo,  $D = d_{-1} (1 + i)$ , la deuda actual es igual a la deuda previa más los intereses de la misma.  $\alpha$  mide la ineficiencia del sistema impositivo del país, debido a la teórica suposición de que el prolongado incremento de impuestos genera una distorsión en los ingresos de los mismos.  $r = (1 - \alpha D)^{-1}$  considerada como prima de riesgo o también puede ser considerada como prima de quiebra e interpretada como el coste de obtener los ingresos impositivos necesarios para sufragar la deuda. Y  $LL_d$  coste social de entrar o evitar un proceso de quiebra, calculado como un pago único para evitar la quiebra. Para más detalle en cómo obtener la ecuación presentada, se puede encontrar en Gross. D (2012).

La ecuación (1) es la combinación de las ecuaciones que aparecen en el gráfico anterior (de la parte izquierda a la derecha, “coste social de pagar la deuda en su totalidad” y “ganancia social de declararse en quiebra”), mostrando que ambos equilibrios son posibles. La ganancia social de declararse en quiebra es expresada como un impago de parte de la deuda.

Si el coste social de entrar en quiebra ( $LL_d$ ) es mayor al coste social de pagar la deuda en su totalidad (ecuación parte izquierda), significa que el riesgo de default es cero, y por tanto el pago de la deuda (en su totalidad) será siempre elegido por el país en cuestión, incluso cuando el mercado pronosticaba una quiebra del país debido a su nivel de deuda. (Este fue el caso de España, en julio de 2012, en donde la prima de riesgo llegó a 630 puntos básicos y la deuda rondaba el 85% del PIB, según datos de Eurostat).

Por otra parte, si  $LL_d$  es inferior a la ganancia asociada por declararse en quiebra (ecuación parte derecha), significa que la deuda es muy alta y/o que la prima de riesgo ( $r$ ) es también muy alta, y por tanto, el país decidirá declararse en quiebra. La ecuación también muestra que el incremento desmesurado de impuestos (i.e un mayor valor de  $\alpha$ ) tiene el mismo efecto que un mayor nivel de deuda, creando ambas opciones mayores probabilidades de default.

Suponiendo que  $LL_d$  fuera próximo a cero, el país siempre se declararía en quiebra debido a que siempre tendría una ganancia en términos sociales por el recorte de deuda. Esto significa que en el corto plazo se volverá a realizar un nuevo default, a no ser que la deuda haya sido reducida a niveles muy bajos. La pregunta clave es si hay alguna manera de evitar los niveles tan altos de prima de riesgo que llevan a un país a quebrar. Ya que los intereses de los inversores son los mismos antes y después del default, a no ser que los tipos de financiación se incrementen. Esto implica que a priori los inversores se verían indiferentes. Sin embargo, de

acuerdo con el bienestar del país, claramente la situación de quiebra es peor por el coste que acarrea el default (mayor prima de riesgo).

Según menciona Draper. A (2011) en su estudio, para los estados miembros de la zona euro el coste social de entrar en quiebra es muy alto, tanto en términos políticos como económicos, debido al gran grado de integración (política y económica) entre los países; haciendo ese escenario el menos probable. Este fue un argumento muy usado durante los noventa, periodo en que la mayoría de países de la unión europea realizaron esfuerzos de convergencia para la integración en una moneda única.

Debido a la complejidad de la situación de crisis griega, el modelo no llega a explicar en su totalidad lo ocurrido con la crisis de deuda. Debido a que, en la realidad, además de la financiación privada, también se incorporaron nuevos actores que financiaron su deuda a un menor coste que la financiación privada. Una de las conclusiones que el propio Daniel Gross hace de su modelo es, cuando un país percibe el riesgo de equilibrio múltiple debería estar dispuesto a hacer un pago único ( $LL_d$ ), siempre y cuando el coste social no sea muy grande, para mantener la prima de riesgo cercana al primer equilibrio (sin quiebra).

Como conclusión final de ambos modelos, un gobierno tiene que, en la medida que se lo permita la coyuntura económica internacional, lograr tener unas finanzas públicas saneadas y sostenibles. Ya que, estará casi garantizado el crecimiento económico, la estabilidad de precios y estabilidad financiera. Pero, desafortunadamente ese no es el caso de algunos países miembros de la moneda única. Para alcanzar la “estabilidad global”, es necesario continuar con los planes de consolidación fiscal para seguir corrigiendo los excesivos déficits, según se comprometieron los países miembros en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Hay que llevar a cabo medidas de ajuste, a medio plazo, para reducir los actuales niveles de deuda pública a niveles mucho más sostenibles. Por último, y desde mi punto de vista el más importante, los gobiernos europeos han de implementar reformas que combatan los futuros problemas en el sistema de pensiones, por el continuo envejecimiento demográfico e inaplazable aumento de las tasas de dependencia de los mayores sobre el presupuesto de los gobiernos.

## Conclusiones

A lo largo de este trabajo académico, se ha intentado analizar y explicar el escenario de crisis de deuda soberana griega. Se ha comenzado con un análisis de las causas que han originado tal situación, de las cuales destacan dos: el no cumplimiento del Pacto de Estabilidad Económica y la falsificación de datos macroeconómicos. La continuación del trabajo trata de un análisis exhaustivo de cada uno de los rescates financieros realizados a Grecia. Del primero, las conclusiones propias que saco son, que más que una ayuda a Grecia sirvió para limpiar los balances de los bancos alemanes y franceses, y, por tanto, que no les afectara un posible impago de Grecia. Además, de que las condiciones impuestas a Grecia fueron poco realistas (i.e se tuvo que hacer una quita de deuda para llevar a cabo el segundo ajuste financiero). El segundo rescate, viene de la mano de condiciones similares a las del primero, a excepción de la introducción de agentes financieros que supervisaban la vida “cotidiana” del gobierno heleno. Desde mi punto de vista, creo que fue una decisión correcta, el gobierno griego empezó un proceso de aceleración económica permitiéndole dejar la senda del decrecimiento económico. Por último, el tercer ajuste económico se vio precedido por una convulsión política previa a la aceptación del programa. El auge político del grupo Syriza, el cual irrumpía en las encuestas políticas de forma muy fuerte por su nuevo planteamiento de la situación económica. Syriza, pretendía romper con las reglas del juego, previamente impuestas por la Troika. A medida que la devolución del préstamo del FMI se acercaba en el calendario de pagos, las turbulencias político-económicas dieron rienda suelta a todo tipo de escenarios en el dicho marco. Finalmente, el acuerdo por ambas partes se llevó a cabo, pero lo que estuvo claro es que el grupo político de Tsipras no alcanzó ni de lejos lo que prometían. El último acuerdo, se caracterizó principalmente por la introducción de reformas integrales en el sistema de pensiones como en el impositivo (i.e introducción e incremento de los impuestos), aplicación de un sistema de privatización de empresas públicas y creación de nuevas instituciones públicas e independientes que permitieran reducir los tan altos niveles de corrupción, aunque el tiempo determinará la efectividad o fracaso de tales reformas.

El trabajo lo cierro con una breve explicación de dos modelos de deuda, cuya diferencia principal, es la posibilidad del país en cuestión en adoptar un default (i.e quiebra). Las principales conclusiones del modelo de deuda sostenible son: la posibilidad de computar y evaluar los diferentes riesgos de la deuda a medio plazo, y, ayudar a calcular las posibles necesidades de financiación en diferentes condiciones económicas. Y la conclusión principal del modelo de equilibrio múltiple, es que un país tiene que estar dispuesto a realizar un pago

único a sus acreedores, siempre y cuando este no implique un gran coste social, para poder reducir su prima de riesgo a niveles similares al equilibrio de no quiebra.

## BIBLIOGRAFÍA

1. Avdjiev, S. , Upper, C. , & Vause, N. (2011). Highlights of the BIS international statistics. *BIS Quarterly Review*, 11.
2. Banco Central Europeo (2011). “Monthly Bulletin April. Article, Ensuring fiscal sustainability in the Euro Area” ISSN 1725-2822
3. Banco Central Europeo (2012). “Monthly Bulletin April. Article, Analysing Government Debt Sustainability in the Euro Area”
4. Banco Central Europeo (BCE). “Convergence Report (2000)” ISBN 92-9181-061-4
5. Banco de Grecia, 2012. Report on the recapitalisation and Restructuring of the Greek Banking Sector.
6. Buiter, W. H. (1984). Measuring aspects of fiscal and financial policy.
7. Cavero, G. EL VERDADERO COSTE DE LA AUSTERIDAD Y LA DESIGUALDAD Estudio de caso: Grecia, 2013.
8. Comisión Europea (2011). “The Economic Adjustment Programme for Greece Fourth Review – Spring 2011” ISBN 978-92-79-19338-5
9. Comisión Europea (2014). “The Second Economic Adjustment Programme for Greece Fourth Review – April 2014” ISBN 978-92-79-35376-5
10. Comisión Europea, 2010. Report on Greek Goverment Deficit and Debt Statistics.
11. Comisión Europea, 2015. Eurogroup statement on Greece. (27.06.2015)
12. Comisión Europea, 2016. General Government Data, Part I.  
Consultado por última vez el 23 de julio de 2016.
13. Gros, D. (2012). A simple model of multiple equilibria and default. *CEPS working document*, (366).
14. Fondo Monetario Internacional (FMI), 2002. “Assessing Sustainability”.
15. Fondo Monetario Internacional (FMI), 2014. “FIFTH REVIEW UNDER THE EXTENDED ARRANGEMENT UNDER THE EXTENDED FUND FACILITY, AND REQUEST FOR WAIVER OF NONOBSERVANCE OF PERFORMANCE CRITERION AND REPHASING OF ACCESS; STAFF REPORT; PRESS RELEASE; AND STATEMENT BY THE EXECUTIVE DIRECTOR FOR GREECE”
16. Hetzel, R. L. (2015). Should Greece remain in the Eurozone?.
17. Hope K. (2015). “Property tax backlash underpins Syriza’s poll prospects” *Periódico Financial Times*. Edición digital. Publicado el 19 de enero de 2015.  
<http://www.expansion.com/diccionario-economico/crisis-financiera.html>  
<http://www.ft.com/cms/s/0/5c1a4428-9fab-11e4-9a74-00144feab7de.html>

- 18.** Karantinos, Dr. Dimitris. The Social and Employment Situation in Greece, 2013.
- 19.** Kashyap, A. (2015). A Primer on the Greek Crisis: the things you need to know from the start until now. *University of Chicago, Booth School of Business*.
- 20.** Katsios, S. (2006). The shadow economy and corruption in Greece. *South-Eastern Europe Journal of Economics*, 1(2006), 61-80.
- 21.** Lianos, I. , (2015) "La crisis de endudamiento de Grecia", *Forreign Affairs Latinoamérica*, Vol. 15: Núm. 2, pp. 80-90.
- 22.** Louise Story, Landon Thomas Jr. Y Nelson D. Schwartz. Wall St. Helped to Mask Debt Fueling Europe's Crisis. *Periódico The New York Times*. Edición digital. Publicado el 13 de febrero de 2010.  
[http://www.nytimes.com/2010/02/14/business/global/14debt.html?pagewanted=all&\\_r=0](http://www.nytimes.com/2010/02/14/business/global/14debt.html?pagewanted=all&_r=0) Consultado por última vez el 23 de julio de 2016.
- 23.** Ministerio de Finanzas Griego (2010). "Update of the Hellenic Stability and Growth Programme"
- 24.** Mitsopoulos, M. S., & Pelagidis, T. (2011). Understanding the Greek Crisis-Unlocking the Puzzle of Greek Banks' Deteriorating Performance. *World Economics*, 12(1), 177.
- 25.** Mitsopoulos, M., & Pelagidis, T. (2011). *Understanding the crisis in Greece: from boom to bust*. Springer.
- 26.** OECD (2015), "Employment in the public sector", in Government at a Glance 2015, OECD Publishing, Paris.
- 27.** Outlook, O. E. (2014). GROWTH PROSPECTS AND FISCAL REQUIREMENTS OVER THE LONG TERM. *OECD Economic Outlook, 2014*, 1.
- 28.** Panagiota Papaconstantinou, Athanasios G. Tsagkanos, Costas Siriopoulos, (2013) "How bureaucracy and corruption affect economic growth and convergence in the European Union: The case of Greece", Managerial Finance, Vol. 39 Iss: 9, pp.837 - 847
- 29.** Paúl Gutiérrez, J. (2016) Crisis Financiera. *Periódico Expansión*. Edición digital.
- 30.** Roubini, N. (2011). Greece should default and abandon the Euro. *Financial Times*, 19.
- 31.** Transparency International (2012). "National Integrity System Assessment, Greece" ISBN 978-960-99036-1-5
- 32.** Tsoukalis, L. (2011). Greece in the Euro Area: Odd Man Out, or Precursor of Things to Come?. *Resolving the European Debt Crisis: Special Report*, 21, 19.
- 33.** USA Intenational Bussiness Publications, 2013. Greece "Country Study Guide". Vol 1 Strategic Information and Developments.
- 34.** Wilkinson, M. A. (2015). Austerity, Grexit and the Battle for the Euro. *LSE Law-Policy Briefing Paper*, (10).

