



9. GRECIA: EL PAPEL DE LAS INSTITUCIONES EUROPEAS Y EL FMI EN LA CRISIS

JOSÉ MANUEL AMOR Y VÍCTOR ECHEVARRÍA¹

EXECUTIVE SUMMARY

The analysis of the Greek crisis reveals the difficulties of coping with an asymmetric shock within a monetary union. The lack of appropriate mechanisms within the Eurozone to deal with such shocks and the specific vulnerabilities of Greece led to a long and painful crisis. The article reviews the experience of Greece and its creditors to shed light on the causes of the crisis and a possible way forward. A combination of structural deficiencies, the underestimation of fiscal multipliers and an overly optimistic assessment of the underlying economic situation in Greece led to a deficient design of the rescue packages.

The culprit lies, partly, in the way policy reacted to the strong growth rates in Greece before the crisis. In particular, fiscal deficits remained high and debt stabilized at about 100% of GDP even as the economy grew at close to 3%. Also, this period was characterized by a worsening business climate, as assessed by the international institutions, which in turn lowered potential growth and made Greece vulnerable to the global financial crisis.

In this context, Greece had little fiscal space when the crisis struck. The rise of risk aversion in financial markets, worsening economic prospects and higher debt than had previously been acknowledged led to rating downgrades and increasing yields. Eventually, the Greek Government announced a fiscal adjustment package in early 2010 to improve debt dynamics. However, the deterioration of fundamentals continued and the Greek government had to ask for a bailout.

The bailout announced in 2010 was the first of three bailouts in Greece. The conditions attached to these bailouts evolved over time, as the weaknesses in their design were revealed. In particular, while the first bailout did not involve debt restructuring and relied on structural reform and fiscal adjustment to improve debt dynamics, lower than expected growth and high fiscal multipliers led actually to increasing debt. The prospect of restoring market access remained elusive.

As a result, the second bailout, agreed in 2012, introduced private sector involvement, by which private creditors accepted a haircut on their holdings of Greek debt. Also, the policy mix shifted slightly, lowering the fiscal adjustment required while remaining ambitious regarding structural reforms. However, the slow progress in the

¹ Director y consultor senior, respectivamente, del Área de Análisis Económico y de Mercados, Analistas Financieros Internacionales, S.A. (Afi).



implementation of the program, and the limited improvement of the economic situation led to a heightened political tensions and less will to complete the reforms in the program. In the end, early elections were called.

The election of Syriza in early 2015 on an anti-austerity platform led to a confrontation with the creditors. As a result, the financial situation of Greece deteriorated sharply. With the Greek banking sector close to the brink, the agreement on the third program was only reached in mid-2015. However, certain aspects of the conditionality of the third bailout remain contentious, and the completion of the program is subject to further negotiations. One aspect that is particularly difficult is the need for a form of debt restructuring to reduce the debt burden and improve debt dynamics in Greece.

Overall, the reasons for the Greek experience during the crisis are wide ranging. The lack of restraint on public spending in the upturn, and the absence of structural reform may the subsequent adjustment more difficult. Once the crisis struck, the creditors overestimated the effect that structural reform would have on growth. Also, crucially, fiscal multipliers were underestimated. The adjustment process in a monetary union, without the possibility of a devaluation, was a lot more contractionary. The result was a recurrent deviation of the path of debt from the set target.

As time went by, and a tough fiscal adjustment and the reforms implemented did not lead to an improved outlook, the public support for the bailout eroded quickly. As a result, the political situation became more difficult, and the implementation of the program less ambitious. The lack of ownership of the program further dented its implementation.

Going forward, a bold agreement that comprises strong structural reforms and a realistic assessment of debt sustainability and the need of debt structuring is necessary. Only if the Greek Government feels ownership of the program, and assesses that, at least in the long run, the program is good for its economy, will its implementation be satisfactory.

9.1. INTRODUCCIÓN

El objetivo de este capítulo es analizar de forma crítica el papel jugado por las instituciones europeas –ECB, Comisión, Eurogrupo– y el FMI en la crisis griega iniciada en 2009 y extraer lecciones de cara al futuro.

El capítulo se organiza de la siguiente forma. Un primer bloque compuesto por dos epígrafes que revisan los principales hitos de la crisis y analizan el diseño y éxito de los programas de rescate. En concreto, en el epígrafe 2 realizamos una revisión cronológica de los hitos más relevantes de la crisis griega desde 2009 hasta finales de verano de 2015, y analizamos las versiones dominantes que existen sobre las causas subyacentes a la misma. El tercer epígrafe trata de ofrecer una evaluación crítica de los distintos programas de rescate, analizando dimensiones tales como la racionalidad de las hipótesis subyacentes a los mismos en su fase de diseño, la distribución de medidas entre austeridad y reformas, su implementación y el impacto que han tenido en la economía griega. Acto seguido, se realiza una valoración crítica del diseño de los programas de rescate y de la gestión de la crisis griega por parte de sus actores principales. Finalmente, se realizan una serie de reflexiones de cara al futuro inmediato, en el que a buen seguro todavía asistiremos a nuevos episodios de tensión con la restructuración de la deuda en el epicentro del debate.



9.2. CRONOLOGÍA Y CAUSAS DE LA CRISIS GRIEGA

Hay que remontarse a la década de los años 90 y al proceso de convergencia de cara a la entrada de Grecia en la eurozona –ocurrida en 2002– para poner en contexto los acontecimientos que se sucedieron a partir de finales de 2009, fecha que marca el inicio de la crisis griega. Desde mediados de los años 90, y con alternancia de gobiernos de centro-derecha y centro-izquierda que tenían como objetivo conseguir la entrada en la eurozona, se acometieron medidas para permitir la modernización de la economía y la mejora del estado de las cuentas públicas. A estos esfuerzos se unió el impulso de la entrada en la moneda única, derivando en un período de crecimiento económico a tasas muy elevadas, superiores al 3% en media durante 1990-2007 (gráfico1).

No obstante, estas elevadas tasas de crecimiento se produjeron en un entorno de incremento del endeudamiento público y privado, con especial incidencia en los años 2000-2007, debido en gran medida a un aumento desmedido del gasto público, y a la elevada incidencia de la evasión fiscal. Desde mediados de los años 90, el gasto público en Grecia fue mucho mayor que la recaudación fiscal (gráfico 2). Las cifras presentadas por Grecia en relación al desequilibrio en sus cuentas públicas infra-estimaron de forma recurrente estos déficits, que fueron motivo de revisiones posteriores de la mano de cambios de gobierno.

Es discutible, pero posible, que si el déficit de recaudación fiscal en Grecia se hubiera eliminado a tiempo, la mayor parte del déficit aflorado a finales de 2009 (13,6% del PIB en su primera revisión y que Eurostat situó finalmente en el 15,7% del PIB, tras haberse comunicado de forma previa a la Comisión Europa niveles entre el 6% y el 8% del PIB) se hubiera podido cubrir. De forma paralela al afloramiento de déficit públicos superiores a los inicialmente comunicados, el monto de deuda pública griega se revisó desde niveles de 113% del PIB a 130% del PIB (cerca de 300.000 millones de euros).

GRÁFICO 1. GRECIA: AJUSTE FISCAL Y CRECIMIENTO

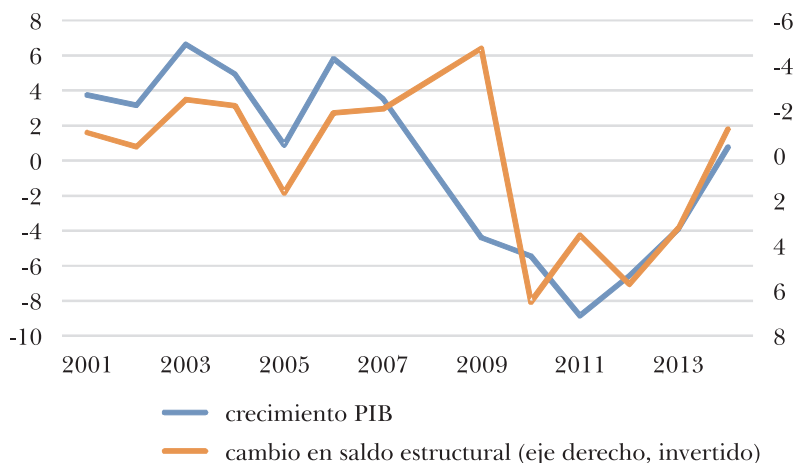
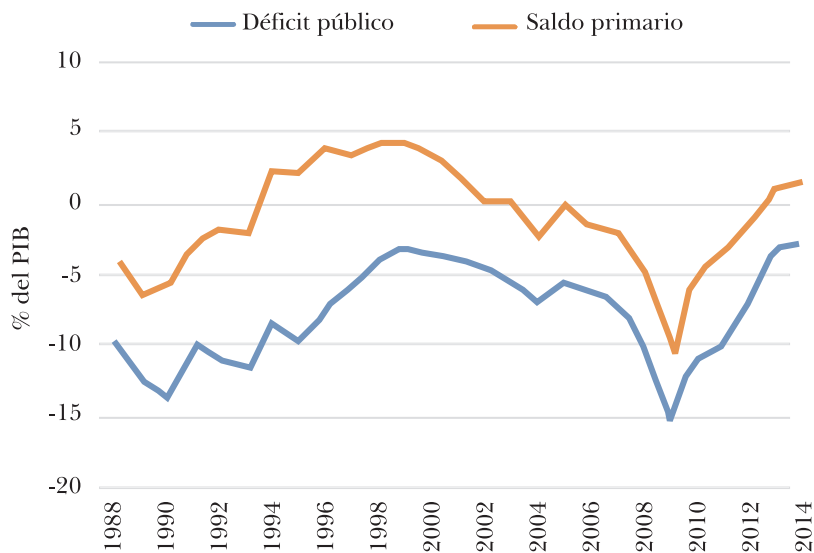
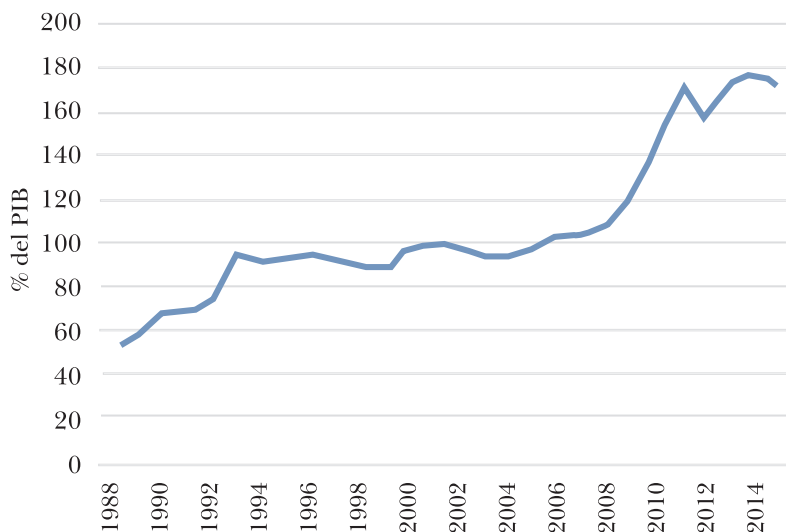


GRÁFICO 2. GRECIA: DÉFICIT PÚBLICO Y SALDO PRIMARIO, 1986-2014

Fuente: FMI.

GRÁFICO 3. GRECIA: DEUDA PÚBLICA, % DEL PIB

Fuente: FMI.

Durante estos años de fuerte expansión económica y paralelo apalancamiento, los esfuerzos por reformar a fondo la economía griega fueron claramente insuficientes. Así lo atestiguan varios indicadores como el *Doing Business* de 2014 del Banco Mundial, donde Grecia ocupaba el puesto 109 de 175 países, destacando negativamente en las categorías



de *starting a business* (puesto 140), *employing workers* (puesto 166) y *paying taxes* (puesto 108). En la misma dirección apuntan otros indicadores relativos a competitividad, como el *Global Competitiveness Index* del WEF (Schwab, 2012) o a la capacidad de atraer inversión extranjera directa, cuyo máximo exponente es el *World Investment Report* de la UNCTAD y que situaban a Grecia en la zona baja de los *rankings* para economías desarrolladas.

QUIEBRA DE LA CONFIANZA HACIA GRECIA Y PRIMER PROGRAMA DE RESCATE

Las primeras señales de pérdida de confianza en la economía griega, en su capacidad para reconducir el muy elevado déficit público y, por ende, en la sostenibilidad de su deuda se produjeron a partir de finales de 2008, poco después de la quiebra de Lehman Brothers y el inicio de la Gran Recesión. La intensa recesión iniciada en Grecia a finales de 2009, año en el que el PIB cayó un -4.5% provocó una creciente tensión política interna que desembocó en elecciones adelantadas en octubre de 2009 en la que el PASOK desbancó al gobierno de Nueva Democracia.

El nuevo gobierno socialista griego, liderado por Papandreu y que se oponía a acometer un ajuste fiscal severo, no tomó medidas suficientes de recorte presupuestario ni se embarcó en reformas estructurales de calado para corregir la desbocada situación de las finanzas públicas, hasta que la presión de las rebajas de rating por parte de las agencias de calificación le obligaron a anunciar un programa de ajustes en medio de una creciente tensión social a principios de 2010.

Las medidas de ajuste no consiguieron mejorar las condiciones de financiación del país, ahogando al sector privado y elevando el coste de financiación del Tesoro griego hasta situarlo en niveles cercanos al 9% al plazo de 10 años (diferencial de más de 500 puntos básicos). Ante la posibilidad de un impago inminente, se aprobó el primer rescate a Grecia por parte de la *troika*² a principios de mayo, por importe de 110.000 millones de euros, instrumentado a través de créditos bilaterales de la UE y recursos del FMI³ destinado a cubrir los vencimientos de deuda y necesidades de financiación sujeto a una condicionalidad estricta, materializada en un severo ajuste fiscal (por montante de 11 puntos del PIB distribuidos a lo largo de 3 años), reformas estructurales orientadas a la recuperación de competitividad y crecimiento, y la privatización de activos públicos.

Al primer rescate a Grecia sucedió la creación del EFSF (*European Financial Stability Facility*) para apoyar a Estados Miembros con problemas y el anuncio del programa SMP (*Secondary Markets Programme*) por parte del BCE, que permitía comprar deuda soberana de los mismos. En cualquier caso, y a pesar del duro ajuste fiscal conseguida por Grecia en 2010 (5% del PIB) las dudas sobre la implementación del rescate griego en un entorno de profundización de la recesión económica en el país (el PIB cayó un 5,4% en 2010 y un 8,4% en 2011) y la creciente contestación al programa, derivaron en un freno

² Comisión Europea, BCE y FMI.

³ Mediante un SBA o Stand-By Agreement <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/pdf/sba.pdf>



a su implementación –tanto en materia fiscal como en aprobación y puesta en marcha de reformas– durante la primera mitad de 2011.

SEGUNDO PROGRAMA, CON RESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA POR PARTE DEL SECTOR PRIVADO

El FMI advirtió en julio tras la revisión del programa, que la situación actual y perspectivas de la economía griega derivaban en una elevada probabilidad de insostenibilidad de su deuda; y que por tanto o se llevaba a cabo una restructuración de la misma por parte de los acreedores privados (PSI o *private sector involvement*) o sería necesaria nueva financiación oficial por importe de entre 70 y 100.000 millones de euros para cubrir las necesidades del programa hasta mediados de 2013.

Tras la cumbre europea del 21 de julio de 2011, además de aprobarse una mejora de las condiciones de repago (extensión de plazos y reducción de tipos) de los programas griego, irlandés y portugués, los jefes de gobierno, con el apoyo del IIF⁴, emitieron una propuesta de segundo programa de rescate a Grecia, consistente en un nuevo compromiso de financiación por parte del sector oficial y una restructuración de la deuda por parte del sector privado, a cambio de más medidas de ajuste y reformas.

La presión interna para aceptar el segundo rescate terminó con un amago de referéndum y la dimisión de Papandreu en noviembre de 2011, que dio paso a un amplio gobierno de coalición liderado por un técnico, Papademos, ex-gobernador del Banco de Grecia y Vicepresidente del BCE, quien se encargó de cerrar las negociaciones sobre el PSI con los acreedores privados, negociar el segundo rescate con los acreedores oficiales y convocar nuevas elecciones en la primavera de 2012. El 21 de febrero se cerró el acuerdo con los acreedores, y 3 días más tarde se realizó el canje de deuda, que reducía la deuda pública griega a la mitad (más información en el epígrafe 3, de revisión de los programas). El segundo programa de rescate –que se solapaba con el primero acordado en 2010– por importe de 164.500 millones de euros y con duración hasta diciembre de 2014, se acordó el 14 de marzo.

Las elecciones parlamentarias de mayo de 2012, en un contexto de empeoramiento de las perspectivas económicas (ese año el PIB griego se contrajo un 6,6%), arrojaron unos resultados que no permitieron la formación de Gobierno por lo que se repitieron el 17 de junio de 2012, de nuevo con ausencia de mayoría pero con la formación de una coalición de gobierno liderada por Nueva Democracia y apoyada por PASOK y la Izquierda Democrática. La combinación de un entorno aún muy recesivo –en buena medida alimentado por la política fiscal contractiva– y con retrasos evidentes en la implementación de las condiciones del programa, hizo necesario que los acreedores oficiales acordaran una nueva relajación de las condiciones de repago de la deuda en diciembre de ese mismo año.

A pesar de la continuidad de un entorno doméstico aún muy recesivo y con creciente contestación social a las reformas y sucesión de paquetes de austeridad, la prima de

⁴ *Institute of International Finance*, que agrupa a las principales entidades financieras del mundo.



riesgo de la deuda soberana griega cedió de forma muy sustancial desde la segunda mitad de 2012 hasta mediados de 2014. Esta positiva evolución de la percepción de riesgo soberano en Grecia coincidió con una escalada del activismo del BCE, marcado por dos hitos fundamentales: el ya famoso «*whatever it takes*» en Julio 2012 y el anuncio de *Outright Monetary Transactions* (OMTs) unas semanas más tarde.

LA DEPRESIÓN EN GRECIA DESCARRILA LA IMPLEMENTACIÓN DEL SEGUNDO PROGRAMA

El deterioro económico en Grecia alcanzó niveles que se pueden calificar de «depresión» durante 2013-2014. Valgan algunos ejemplos tales como: una caída acumulada del PIB cercana al 33% entre 2009 y 2014, un aumento de 20 puntos porcentuales en la tasa de paro (máximo del 27,9% a finales de 2013), una tasa de paro juvenil del 60% a finales de 2013 (frente al 20% de 2008) y una caída de la población activa cercana al millón de personas entre 2009 y 2014 en paralelo a un aumento de 250.000 pensionistas que hace prácticamente inviable la supervivencia del sistema de seguridad social griego. La dimensión social del problema queda patente en una proporción de la población en riesgo de pobreza o exclusión social cercana al 36% en 2013⁵.

A pesar de esta situación de fondo, la economía griega consiguió estabilizarse durante 2014, creciendo su PIB durante el primer y tercer trimestre al 0,9% (tasa trimestral) y cayendo la tasa de paro en 2 puntos porcentuales (hasta el 25,9%) y alcanzando un superávit fiscal primario en ambos años. Ello permitió a Grecia volver a los mercados de capitales en 2014 colocando bonos suficientes como para cubrir sus necesidades de financiación.

Las elecciones europeas de mayo de 2014, en las que Syriza, coalición de izquierda radical contraria a la austeridad y a la implementación de las medidas contenidas en el programa de rescate, obtuvo la mayoría de votos y escaños, supusieron un referéndum *de facto* a la actual coalición de gobierno en Grecia y una demostración de que los ciudadanos de este país no compartían su visión sobre la recuperación económica. La reorganización interna del gobierno de Antonis Samaras tras la derrota en las elecciones europeas implicó un cambio en la orientación de la política económica y la suspensión de las iniciativas de reforma acordadas con la *troika*.

Sin embargo, estos cambios no mejoraron el apoyo popular del gobierno de coalición de ND y PASOK, que se vio abocado el 29 de diciembre de 2014 a convocar elecciones anticipadas para enero de 2015 tras la crisis política derivada de la incapacidad del Parlamento para elegir un nuevo presidente de la República. Al mismo tiempo, la incertidumbre política y la ausencia de implementación de las medidas del programa llevaron a la *troika* a suspender los desembolsos acordados bajo el mismo y a extender el final del segundo programa hasta el 28 de febrero de 2015. En este entorno, las tensiones de liquidez internas en Grecia aumentaron exponencialmente, derivando en fuertes caídas

⁵ Eurostat – http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/People_at_risk_of_poverty_or_social_exclusion#Further_Eurostat_information



en la bolsa griega, retiradas de depósitos bancarios y repuntes de la prima de riesgo hasta niveles de nuevo superiores a los 800 puntos básicos, impidiendo el acceso a los mercados de capitales salvo por la refinanciación de las letras del Tesoro a través de la banca griega.

SYRIZA EN EL GOBIERNO: UNA NUEVA ETAPA DE CONFRONTACIÓN

La victoria de Syriza en las elecciones del 25 de enero y la posterior formación de coalición de gobierno con ANEL (Griegos Independientes, partido de extrema derecha contrario a las medidas de austeridad) marca el inicio de un tumultuoso año 2015 para Grecia y la Eurozona, cuyo primer evento clave tuvo lugar el 20 de febrero⁶, con el acuerdo para la extensión del segundo programa de rescate por 4 meses –hasta el 30 de junio– a cambio de completar las reformas pendientes y diseñar y aprobar medidas de ajuste adicional antes del 30 de abril, como precondition para negociar un tercer programa de rescate con efectos a partir del 30 de junio. Aunque el gobierno griego liderado por Alexis Tsipras se apuntó alguna victoria cosmética en las negociaciones (la *troika* a partir de este momento pasaría a ser referida como «las instituciones» (posteriormente el Grupo de Bruselas), lo cierto es que supuso una clara capitulación a las demandas de los acreedores, que seguirían anteponiendo la concreción de las reformas y medidas de ajuste a cualquier desembolso pendiente del segundo rescate.

Durante los meses siguientes, el permanente desencuentro entre el gobierno griego y el Grupo de Bruselas en relación a las medidas a implementar, pasó factura a la situación económica interna y a la confianza de los inversores en la posibilidad de alcanzar un desenlace positivo. De esta forma, la incipiente recuperación económica y de flujos de capitales iniciada en 2014 se frenó en seco, reiniciándose una masiva salida de capitales privados que comenzó a erosionar seriamente la base de depósitos de la banca griega. Las posiciones de ambas partes, muy encontradas, derivaron en un alargamiento innecesario de la situación: por un lado, el gobierno griego era preso de un excesivo celo en su objetivo político de cambiar radicalmente con el pasado. Por otro, el Grupo de Bruselas quería evitar cualquier solución de no incluyese completar las condiciones pendientes del segundo programa.

Las autoridades griegas carecían de poder real de negociación dada la total ausencia de acceso a los mercados de capitales, necesidad suplida –para evitar un desastre– por el BCE y su concesión de creciente liquidez de emergencia (ELA⁷) a la banca griega.

⁶ <http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2015/02/150220-eurogroup-statement-greece/>

⁷ *Emergency Liquidity Assistance* o ELA. Ver <https://www.ecb.europa.eu/mopo/ela/html/index.en.html> y https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/201402_elaprocedures.en.pdf?e716d1d560392b10142724f50c6bf66a



GRÁFICO 4. EVOLUCIÓN DE LOS DEPÓSITOS BANCARIOS EN GRECIA



Fuente: Banco de Grecia.

Las negociaciones entre el Grupo de Bruselas y el gobierno griego se intensificaron durante el mes de junio, ante la amenaza de finalización del segundo rescate, la ausencia de desembolsos del mismo y el potencial impago de los vencimientos externos comprometidos con los acreedores oficiales (1.500 millones de dólares con el FMI el 30 de junio, fecha de finalización del programa y, 3.500 millones en bonos griegos en poder del BCE el 20 de julio), que podría desencadenar el inicio de controles de capitales y potencialmente terminar en una salida de Grecia de la eurozona.

El 26 de junio Grecia abandonó las negociaciones –y con ello rompió el compromiso de encontrar una solución negociada con límite en la reunión del Eurogrupo del 27 de junio– y anunció la convocatoria de un referéndum para el 5 de julio, en el que el pueblo griego decidiría sobre la última propuesta realizada por el Grupo de Bruselas el 25 de junio, cuya finalidad era acordar un conjunto de medidas que permitieran dar por cerrado el segundo programa de rescate y proceder al desembolso de los fondos comprometidos.

La ruptura de negociaciones y la convocatoria del referéndum desembocó en la congelación de la provisión de liquidez de emergencia por parte del BCE a la banca griega, que no contaba con garantías suficientes para seguir aumentando su apoyo sin que existiera un acuerdo entre ambas partes, y la necesaria imposición de controles de capitales a partir del lunes 29 de junio, en principio hasta el 7 de julio. En aquel momento, la prima de riesgo de la deuda griega alcanzó niveles superiores a los 1.750 puntos básicos, reflejando una probabilidad de default inminente. Ambos movimientos, por parte de BCE y las autoridades griegas; la primera porque mantenía con vida la posibilidad de negociación posterior y no abocaba a una quiebra inmediata (si se hubiera retirado por completo el ELA), y la segunda, porque de esta manera se reducía el daño potencial que una masiva retirada de depósitos podría causar a los bancos griegos. En todo caso, el daño a la economía griega resultante de la convocatoria del referéndum y la imposi-



ción de controles de capitales sería muy intenso, como se comprobó posteriormente en los datos de actividad y confianza correspondientes a julio y agosto.

El referéndum del 5 de julio ofreció una amplia mayoría del «No». Pero antes sus posibles consecuencias –retraso en el pago (*arrears*) con el FMI y la perspectiva de impago al BCE (cuya consecuencia última podría ser la salida del euro)– el gobierno griego volvió a la mesa de negociación. No sin antes realizar un lavado de cara a su equipo negociador con la salida del polémico Yannis Varoufakis y su sustitución por Euclides Tsakalotos, de perfil más moderado, en aras de mejorar el diálogo con las instituciones europeas y el FMI.

El 12 de julio⁸ se llegó finalmente a un acuerdo para iniciar un tercer programa de rescate con sus acreedores. El FMI no participa de inicio, pues sus reglas internas le obligan a condicionar cualquier nuevo compromiso de desembolso a Grecia a una reestructuración de la deuda que haga sostenible la dinámica de su deuda pública. Acuerdo que establece los pasos necesarios de cara a dar por concluido el segundo rescate y negociar las condiciones del tercero. El gobierno griego se comprometió a aprobar en el Parlamento en un corto período de tiempo la mayoría de las reformas que no había aprobado ni implementado desde el primer programa de rescate en 2010 (incluyendo recortes de pensiones, subidas de impuestos y un rápido plan de privatizaciones destinado a reducir la deuda del país). A cambio, las autoridades europeas se comprometían a nuevos desembolsos por importe de 86.000 millones de euros, un plan de estímulo económico para Grecia y la promesa de estudiar la posibilidad de un posible alivio de la deuda (en términos aceptables para la eurozona en su conjunto).

Una vez aprobadas en el parlamento griego el primer grupo de medidas previas (a lo que siguió la aprobación parlamentaria en varias capitales europeas incluyendo Berlín), el 17 de julio se aprobó la instrumentación de un préstamo puente por parte del EFSM (*European Financial Stability Mechanism*) para atender a los vencimientos programados hasta el inicio de los desembolsos del tercer programa, cuyas condiciones finales se cerraron el 14 de agosto⁹.

Días más tarde Tsipras convocaba elecciones para el 20 de septiembre, en una decisión que buscaba conseguir la estabilidad de gobierno, tras las divisiones internas que la negociación del tercer programa habían provocado en la coalición Syriza. Habiendo acuerdo con los acreedores; es decir, existiendo una hoja de ruta a la que el Parlamento griego en su conjunto (no sólo el Gobierno) ya se ha comprometido, y con el fantasma del impago cubierto durante un tiempo por el primer desembolso, Tsipras buscaba ganar margen de maniobra para conformar un gobierno estable, ya sea en solitario o con el apoyo de partidos minoritarios. Los resultados le dieron la razón, y Syriza ganó las elecciones con amplia ventaja sobre Nueva Democracia, repitiendo coalición de gobierno con los Griegos Independientes (ANEL).

Hay dos elementos que introducen riesgo de cara a los próximos 6-12 meses. El primero radica en la posibilidad de un deterioro adicional de las condiciones económicas

⁸ <http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2015/07/pdf/20150712-eurosummit-statement-greece>

⁹ <http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2015/08/14-eurogroup-statement/>



internas en Grecia que pudiera elevar la resistencia del nuevo gobierno a implementar las medidas más recesivas del programa. Por ahora, y a pesar del esperado hundimiento del PIB del tercer trimestre de 2015, varios indicadores apuntan a un freno a ese deterioro extremo. Tras el hundimiento de julio, PMI, tasa de paro, importaciones, y otros, comienzan a reducir su ritmo de caída. A ello se une la estabilización de los depósitos a partir del cierre del tercer rescate, reflejado en las sucesivas reducciones del saldo del ELA.

El segundo riesgo son las distintas expectativas de avance en la restructuración de la deuda, del gobierno griego y los acreedores europeos. Diferencias que podrían generar tensiones a partir de finales de octubre, tras la primera revisión del tercer programa. El gobierno griego espera la apertura de negociaciones formales y explícitas tras esa revisión, sobre todo si se supera con éxito. Sin embargo, los acreedores parecen partidarios de posponer esa negociación hasta tener más garantías de una correcta implementación del programa.

POSICIONES ENCONTRADAS SOBRE LAS CAUSAS DEL ORIGEN Y EL AGRAVAMIENTO DE LA CRISIS GRIEGA

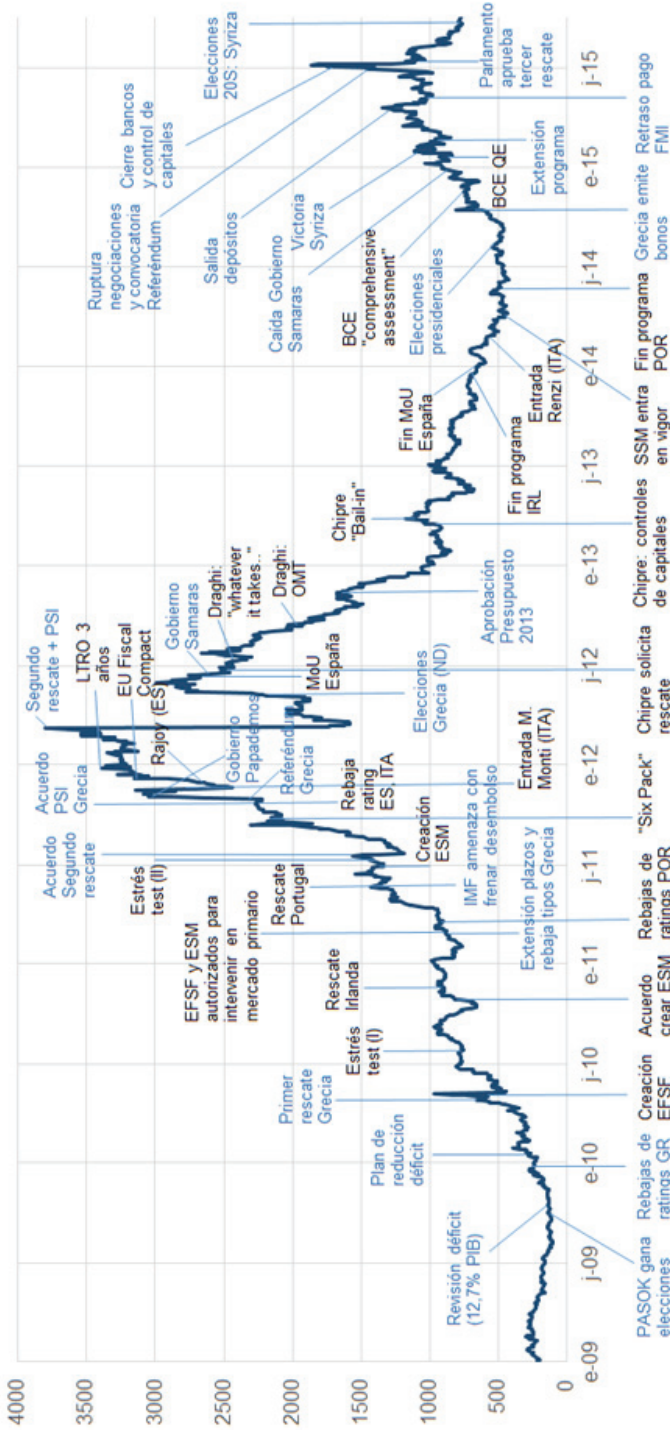
Tras esta revisión cronológica de la crisis griega entre 2009 y 2015, cabe reflexionar sobre las causas subyacentes a la misma. El debate se sitúa entre aquellos que consideran que la crisis tiene un origen interno o externo. Los defensores del origen interno de la crisis apuntan a que la causa principal de la insostenibilidad de las finanzas públicas griegas se debe a las políticas populistas irresponsables del pasado, y a los profundos problemas estructurales de la economía griega. Esta visión supone en cierto sentido «aceptar» las recetas de los acreedores oficiales, basadas en la necesidad de acometer profundas reformas estructurales. El problema de esta visión radica en que los programas de rescate se han basado en la hipótesis de que la consolidación fiscal y las reformas solucionarían el problema de la insostenibilidad de la deuda vía aumento del crecimiento. La experiencia de los últimos 5 años apunta a que los programas de estas características pueden ser más perniciosos de lo previsto, al menos en el corto plazo.

Por otro lado, los defensores del origen externo de la crisis comparten la narrativa de la izquierda griega, cuyo máximo exponente es la coalición Syriza, en el gobierno desde enero de 2015. La tesis de este bando se basa en cuatro razones principales: la primera que la carga de la deuda griega al comienzo de la crisis era ya insostenible para la sociedad, y que las acciones derivadas de los programas de austeridad solo agravaron la crisis humanitaria y las revueltas sociales, condenando al país a una depresión que sólo un programa de crecimiento y la condonación de la deuda podría revertir. La segunda, que los programas fueron un fracaso puesto que la mayor parte de los préstamos y el dinero derivado de las privatizaciones se destinó a pagar a los acreedores¹⁰ (un 11% para las necesidades operativas del estado griego, un 19% para la recapitalización de los bancos griegos, y el restante 70% a pagos a los acreedores oficiales y privados, en especial los bancos europeos). El tercer argumento reside en el cuestionamiento de la estrategia seguida por los progra-

¹⁰ «Where did all the money go?» Yiannis Mouzakis. <http://www.macropolis.gr/?i=portal.en.the- agora.2080>



**GRÁFICO 5. HITOS EN LA CRISIS GRIEGA Y EVOLUCIÓN DEL DIFERENCIAL DE DEUDA A 10 AÑOS
GRECIA-ALEMANIA (PUNTOS BÁSICOS)**



Fuente: Afi, Bloomberg.



mas de rescate, basada en afrontar la situación griega como una crisis de liquidez en lugar de un problema de endeudamiento insostenible (que demandaba de una restructuración de la deuda ex – ante). Finalmente, el último argumento utilizado tiene que ver con el deficiente diseño estructural de la eurozona, en concreto con la ausencia de mecanismos automáticos de estabilización fiscal cuando uno de los países sufre un shock negativo y un elevado superávit corriente hacia los países de la periferia europea, que condena a los últimos a un fuerte ajuste interno que agravó los desequilibrios fiscales de partida.

9.3. REVISIÓN DE LOS PROGRAMAS DE RESCATE

Los sucesivos rescates a Grecia son una muestra de las dificultades de diseñar un rescate definitivo que permita a éste país volver a una senda de crecimiento, sostenibilidad de la deuda y, consecuentemente, capacidad de financiarse en los mercados de capitales a tipos asequibles para el Tesoro griego.

La primera dificultad se ha debido a que, de manera persistente, la situación macroeconómica ha sido sustancialmente peor de lo previsto inicialmente por la troika. Como se muestra en el gráfico, el crecimiento real ex-post ha sido, de forma sistemática, inferior al previsto por las instituciones que diseñaron los programas. Así, a pesar de un esfuerzo fiscal superior al previsto, la deuda pública ha evolucionado de forma más desfavorable, debido al empeoramiento del crecimiento del país.

En segundo lugar, en algunos aspectos de los programas, el grado de cumplimiento ha sido muy inferior al previsto, acordado con los acreedores oficiales. Esta divergencia se debe, en parte, a que el impacto económico de las condiciones ha sido peor de lo previsto y a que las circunstancias políticas han dificultado la toma de decisiones impopulares. A pesar de todo, de las reformas a introducir en el primer programa y en el segundo, se han acometido prácticamente todas. Únicamente quedan pendientes la reforma de las pensiones y profundas mejoras en la administración tributaria y la elaboración de presupuestos.

PRIMER PROGRAMA DE RESCATE (2010): SEVERO AJUSTE FISCAL

En el primer rescate, acordado en mayo de 2010 en medio de un clima de total desconfianza hacia las autoridades griegas tras la revelación de la verdadera dimensión del déficit público y la deuda griegos, la prioridad de los acreedores fue restablecer la credibilidad de las cuentas públicas griegas. Para ello, más allá de la recomendación de algunas medidas para mejorar las estadísticas en el país, se acordó un programa de ajuste fiscal donde el grueso de las medidas de consolidación debía tomarse durante el primer año del mismo.

El programa en su conjunto incluía algunas medidas de reforma estructural, pero el grueso del mismo y las condiciones más exigentes recaían sobre la implementación de una senda de ajuste fiscal muy ambiciosa, además de la estabilización del sistema financiero.

Durante el año 2011 se tomaron medidas por valor de un 4% del PIB, que se acumularon a los recortes implementados en 2010, por un montante equivalente al 8% del



PIB. A partir de ese año, se preveía un ajuste menos intenso, pero en todo caso sustancial, cercano al 2,5% del PIB cada año desde 2012 hasta 2014.

Según el diseño del programa, las medidas con un coste político mayor debían ser las primeras en acometerse. Éstas incluían un aumento del IVA y de los impuestos especiales y la reducción de los gastos de personal en la administración pública. Las medidas que en principio tendrían menores dificultades para ser aprobadas por el parlamento griego, como la reforma de la administración local, se aprobarían más adelante.

Otro aspecto crucial abordado en el primer programa era la reforma del sistema financiero, orientada a su estabilización tras la pérdida de acceso por parte de los bancos griegos a los mercados de financiación y su cada vez mayor dependencia de las operaciones de crédito del Eurosistema. Para conseguirlo, se alargó y amplió el programa de rescate a entidades financieras que había comenzado ya el Gobierno griego. Por otro lado, el BCE permitió (mediante un *waiver* o cláusula de salvaguardia) a la banca doméstica griega utilizar deuda del gobierno griego como garantía en las operaciones principales de financiación, a pesar de que ésta ya no cumplía los requisitos de calidad crediticia exigidos por la autoridad monetaria al haber rebajado las agencias de *rating* su calificación a grado especulativo o *high yield*.

SEGUNDO PROGRAMA DE RESCATE (2012): LEVE RELAJACIÓN DE OBJETIVOS FISCALES Y REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA CON ACREEDORES PRIVADOS

En un contexto de profundización de la recesión, y en un clima de inestabilidad política elevado, era patente que las previsiones de crecimiento económico del primer programa no se iban a cumplir y sería necesario un programa adicional para garantizar la sostenibilidad de la deuda y el repago de los compromisos.

En noviembre de 2012 el Eurogrupo y el FMI acordaron extender el programa de ajuste fiscal en dos años, lo que implicaba una reducción del objetivo principal de superávit para el año 2014 desde el 4,5% al 1,5% del PIB, y un ajuste anual del 1,5% del PIB hasta logra un superávit primario de 4,5% del PIB en 2016.

En el segundo rescate se acordó también la profundización de importantes reformas como la reducción del salario mínimo, nuevas reducciones en los costes de personal de la administración pública y la reducción de los trámites burocráticos requeridos para la concesión de licencias.

El grueso de medidas contenidas en el segundo rescate se implementó de forma adecuada, tanto en lo referente a reformas estructurales como al esfuerzo fiscal realizado. Sin embargo, en tres asuntos el Gobierno griego no legisló las medidas acordadas, dificultando la finalización exitosa del rescate: la reforma de las pensiones, de la administración tributaria y la trasposición de las directivas de regulación y resolución bancaria.

El segundo programa de rescate incluyó un paquete de medidas destinadas a reducir la carga de la deuda griega, en dos vertientes fundamentales: Por un lado, se mejoraron las condiciones financieras de la deuda contraída con los acreedores oficiales europeos, mediante una reducción de los tipos de interés y un alargamiento de los vencimientos (cuantificar). Por otro lado, se acordó una reestructuración de la deuda frente



a acreedores privados. Si bien la participación fue muy elevada, los términos de la misma fueron insuficientes para garantizar la sostenibilidad futura de la deuda griega.

Si bien los acreedores privados sufrieron una quita del orden de 100.000 millones de euros, equivalente a poco más del 50% del PIB de 2012 (aproximadamente el 55% del valor presente de la deuda), en términos de valor nominal de sus tenencias, recibieron una compensación de los acreedores públicos equivalente al 15% de sus tenencias de los antiguos bonos griegos, en la forma de bonos a corto plazo emitidos por el EFSF. Esta compensación, y la perspectiva de que hubiese reestructuraciones de deuda adicionales provocaron que la práctica totalidad de los acreedores aceptasen el canje.

De esta forma, el canje de la deuda griega se convertía en el mayor canje de la deuda en la historia tanto por el tamaño de la deuda canjeada como por el descuento sobre el nominal de la deuda (55% frente a, por ejemplo, el 43,4% en el caso de Argentina).

TERCER PROGRAMA DE RESCATE (2015): ¿UNA OPORTUNIDAD PARA GRECIA?

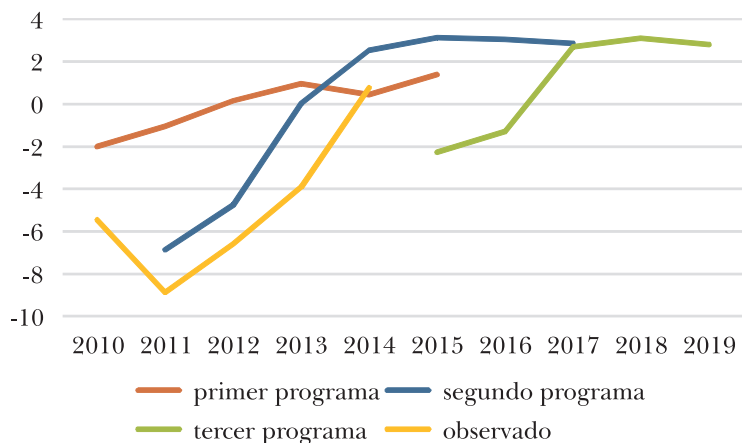
En el tercer programa de rescate, el esfuerzo fiscal requerido es sustancialmente menor al de los dos anteriores (2010 y 2012) pero no deja de ser muy relevante para una economía que afronta su cuarta recesión en seis años. Asimismo, según el acuerdo con los acreedores, se deben llevar a cabo reformas en los asuntos que quedaban pendientes del segundo programa: administración fiscal, reforma laboral y pensiones (además de la trasposición de la directiva de resolución bancaria, ya realizada, y que permitirá recapitalizar la banca griega).

En este último rescate (hasta la fecha), se observan ciertos elementos que apuntan a una continuidad en el gradual cambio de orientación de las condiciones demandadas desde el primer rescate de 2010: una senda de ajuste fiscal algo más suave, pero mayor insistencia en materia de reformas estructurales, aspecto en el que los países acreedores no ceden. Esta evolución, como se ha mencionado anteriormente, debe valorarse de forma positiva, dados, por un lado, los costes de la consolidación fiscal y, por otro, la necesidad de reformas estructurales que permitan aumentar el crecimiento potencial de la economía griega y hacerla más resistente a shocks idiosincráticos.

En cualquier caso, podría haber cambios adicionales al tercer programa. El FMI no ha participado en el tercer rescate (sólo ha cumplido un papel de asesamiento) al considerar que los términos del mismo no garantizan la sostenibilidad de la deuda, y aboga por tanto por una reestructuración de la misma. Otras voces de la *troika* y varios gobiernos europeos, con Francia a la cabeza, se han mostrado favorables a una reestructuración de la deuda griega, aunque el consenso a nivel político no existe en la Unión.

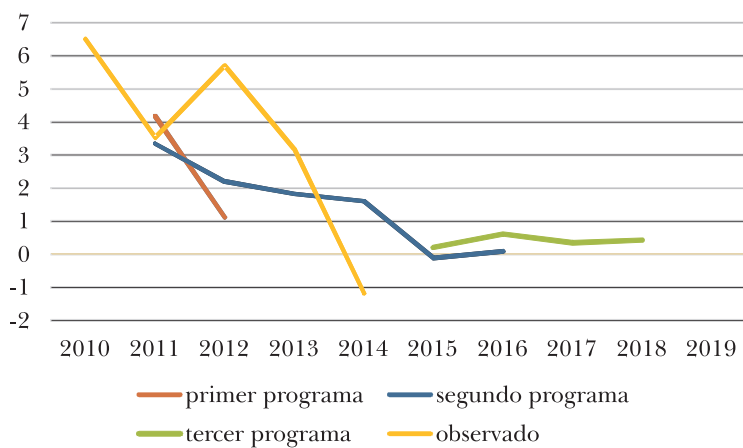
Si la implementación de la condicionalidad del tercer programa resulta exitosa, los acreedores han anunciado el probable inicio de negociaciones para acometer una reestructuración de la deuda griega. Respecto a las posibles condiciones o formato de la misma, la ausencia de apetito político por la realización de transferencias fiscales en la eurozona –liderada por Alemania y otros países del norte de Europa– hace presagiar que se limitará a una nueva extensión de plazos y reducción de intereses.

GRÁFICO 6. CRECIMIENTO DEL PIB DE GRECIA: PREVISIÓN EX – ANTE DE LOS PROGRAMAS DE RESCATE Y DATO REAL EX – POST



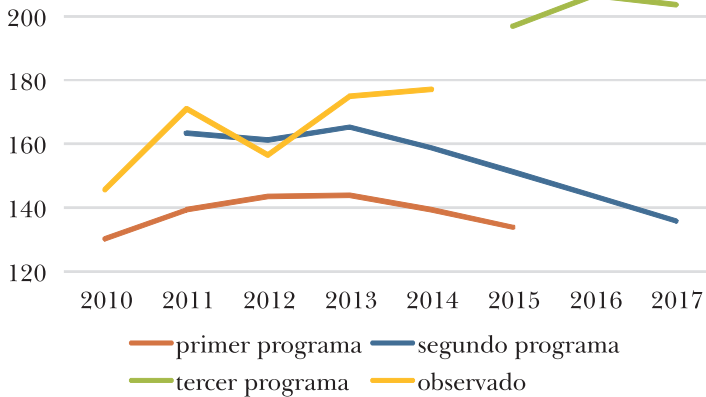
Fuente: FMI.

GRÁFICO 7. ESFUERZO FISCAL EN GRECIA (% DEL PIB): PREVISIÓN EX – ANTE DE LOS PROGRAMAS DE RESCATE Y DATO REAL EX – POST



Fuente: FMI.

**GRÁFICO 8. ENDEUDAMIENTO PÚBLICO EN GRECIA (% DEL PIB):
PREVISIÓN EX – ANTE DE LOS PROGRAMAS DE RESCATE Y DATO REAL
EX – POST**



Fuente: FMI.

9.4. VALORACIÓN CRÍTICA DEL DISEÑO DE LOS PROGRAMAS DE RESCATE Y DE LA GESTIÓN DE LA CRISIS GRIEGA POR PARTE DE SUS ACTORES PRINCIPALES

FALTÓ LA REESTRUCTURACIÓN DE LA DEUDA EX ANTE

La crisis griega ha puesto de manifiesto las tremendas dificultades para gestionar *shocks* asimétricos en un área monetaria. Los programas de ajuste incorporaron muchos elementos de los programas tradicionales del FMI (salvo la reducción previa de la deuda, algo que el Fondo exigía en actuaciones pasadas antes de prestar a un país si lo consideraba necesario para que la deuda fuese sostenible), pero su aplicación a un área monetaria única, sin mecanismos suficientes de transferencia fiscales entre sus miembros, genera serias dificultades para su implementación.

En el esquema tradicional de los programas de ajuste anteriores a los programas en el área euro, generalmente diseñados por el FMI, un país que necesita mejorar su posición inversora internacional acomete una devaluación, que junto a medidas de ajuste de la demanda permiten mejorar la competitividad y reestablecer el equilibrio exterior del país rescatado. Estas recetas, de por sí discutibles, son difíciles de acometer en el contexto de un área monetaria. En este caso, en lugar de una devaluación de la moneda, se debe restablecer el equilibrio mediante una devaluación interna, cuyos costes en términos de crecimiento son por lo general mucho más elevados.

Otro aspecto en el que difiere la situación de Grecia de la de un programa habitual del FMI es que en el caso griego, las necesidades de financiación eran masivas sin que se hubiese dado una depreciación sustancial de su moneda. En el caso griego, no se



acude al FMI (y a las instituciones europeas) tras una monetización del déficit público que haya provocado una fuerte devaluación de la moneda, como es el caso tradicional. Más bien al contrario, se debe a que la espiral de deuda y deflación en la que estaba embarcado el país provocaba un mayor endeudamiento.

Todo ello apunta a que la receta tradicional en los programas de ajuste, de por sí cuestionada en otros países, puede ser más difícil de implementar en un área monetaria. Además, la modificación que sí se hizo de los programas tradicionales del Fondo demostró tener consecuencias negativas. El FMI, para acceder a otorgar financiación a un país, debe estar confiado de que con ese programa la deuda del país puede acabar siendo sostenible. En el primer programa de rescate a Grecia, ante la posibilidad de que las tensiones financieras se extendiesen a otros países de su entorno, el FMI modificó ese criterio, rebajando la importancia del criterio de sostenibilidad de la deuda. A posteriori se ha demostrado que si el programa no permite que la deuda se sitúe en una senda sostenible, sus consecuencias para el país pueden ser nefastas.

La ausencia de un banco central nacional creaba además un difícil dilema para el BCE: la deuda griega, calificada de grado especulativo desde antes del primer programa de rescate, no cumplía los requisitos para ser aceptada como colateral en sus operaciones de inyección de liquidez. La aplicación estricta de las reglas por las que se gobierna el BCE hubiese abocado a Grecia al abandono del área euro, un escenario adverso para la estabilidad financiera en el área y la credibilidad de la moneda común.

EL BCE APROVECHÓ AL MÁXIMO EL MARGEN QUE LE OTORGAN SUS ESTATUTOS Y LOS TRATADOS

El BCE optó por aprovechar al máximo el margen que le daban sus estatutos de reescribir las reglas en función de las cambiantes condiciones. Así, decidió que mientras Grecia estuviese en un programa de rescate, aceptaría una excepción (*waiver*) a sus criterios de calificación crediticia de las contrapartidas en la provisión de liquidez contra descuento de colateral. Tras la llegada al Gobierno de Syriza y ante las dificultades para completar el segundo rescate, suspendió la aplicación de la excepción y dejó de aceptar bonos griegos como colateral. Para evitar la quiebra del sistema bancario griego, permitió que se siguiese utilizando el mecanismo de liquidez de emergencia (ELA), mediante el cual el Banco de Grecia proveía de liquidez a las entidades con necesidades, que el Banco de Grecia financia mediante la expansión de la base monetaria en euros. De esta forma, los bancos griegos podían seguir obteniendo liquidez contra el Eurosistema, vía el Banco de Grecia.

ERRORES EN LAS HIPÓTESIS SOBRE MULTIPLICADORES FISCALES

Por otro lado, la experiencia griega (y de otros países rescatados en la crisis soberana iniciada en 2009) y los resultados empíricos de las investigaciones recientes del propio FMI, muestran que en un contexto de fuertes tensiones financieras y recesión interna, los multiplicadores fiscales tienden a ser elevados. En este entorno, un programa



muy agresivo de reducción del déficit público acompañado de reformas estructurales con impacto recesivo a corto plazo (aunque permitan elevar el crecimiento potencial a medio y largo plazo) puede derivar en una espiral de deuda – deflación (al estilo de las planteadas por Irving Fisher¹¹) cuya consecuencia final es un aumento de la ratio deuda/PIB y la perpetuación de la depresión si no se acometen políticas de reactivación (*reflation*) intensa. Si, además, el país no ha podido relajar las condiciones financieras de forma adicional mediante una devaluación, es todavía más probable que el ajuste fiscal sea contraproducente.

La sucesión de programas de Grecia y su incapacidad para estabilizar la deuda ha demostrado que garantizar la sostenibilidad de la deuda es un elemento crucial para el éxito de un programa. Además, en la medida que se haga antes del propio programa el coste para la economía será menor, ya que en condiciones más favorables y de menor endeudamiento, los multiplicadores fiscales serán menores y por tanto el coste en términos de output del ajuste fiscal se reducirá.

AUSENCIA DE MEDIDAS DE ESTÍMULO Y REACTIVACIÓN

En la medida que el tercer programa no establece mecanismos de reestructuración de la deuda, su credibilidad está en entredicho ya que la dinámica de la deuda griega apunta a que para que ésta sea sostenible, será necesario reestructurarla. Si no se acomete, la dinámica de recortes-menor crecimiento perdurará. Además, podría continuar la espiral negativa, mediante la cual los recortes adicionales generan presiones deflacionistas, que a su vez aumentan el valor real de la deuda y requieren un ajuste fiscal mayor. Para salir de este círculo vicioso, se necesita una tercera reestructuración de la deuda *ex-ante* y, además, un programa de reactivación del crecimiento que implique transferencias adicionales del resto de socios europeos, puesto que las autoridades griegas no pueden asumir mayor gasto.

En el acuerdo para el tercer programa se establecía, precisamente, un programa de inversión para Grecia con fondos de la UE. Este programa se articularía mediante la aceleración y ampliación de algunos programas de inversión ya existentes y la creación de un nuevo programa de crecimiento y empleo, de forma que Grecia tendría acceso a 35.000 millones mediante fondos de la UE en el periodo 2015-2020 (un 3% del PIB griego, sumando programas nuevos y los ya existentes).

Más allá de la necesidad de reestructuración de la deuda, para que el país se sitúe en una senda de crecimiento sostenible, es necesaria la implementación de reformas estructurales que permitan una asignación de recursos eficiente. En el largo plazo, sin estas reformas, difícilmente alcanzará el país tasas de crecimiento elevadas. Sin embargo, en el corto plazo, algunas de estas reformas pueden acentuar las presiones deflacionistas. Para evitar este efecto, las reformas deben diseñarse de forma que minimicen su efecto contractivo cuando la economía está en una fase de recesión.

¹¹ *The Debt-Deflation Theory of Great depressions* [http://www.jstor.org/stable/1907327 ?origin=JSTOR-pdf&seq=1#page_scan_tab_contents](http://www.jstor.org/stable/1907327?origin=JSTOR-pdf&seq=1#page_scan_tab_contents)



LAS RESTRICCIONES POLÍTICAS PROPIAS DE UNA UNIÓN MONETARIA INCOMPLETA

La economía política hace que las negociaciones de un rescate sean difíciles: ante la ausencia de mecanismos que transfieran de forma automática recursos fiscales cuando un país sufre un shock negativo, los países acreedores deben justificar ante su población la utilización de recursos (en ocasiones difícilmente recuperables) para rescatar a otros países, mientras que en los países deudores, ante unas condiciones que, desde la perspectiva griega, no han funcionado anteriormente y que vienen impuestas desde fuera, las autoridades ven una injerencia en su soberanía.

El contexto político es especialmente relevante en el programa de Grecia, donde uno de los actores clave, el Eurogrupo, se compone de los ministros de economía y finanzas del área euro. De esta forma, el contexto político cambiante ha sido visible en las negociaciones del programa de Grecia, lo que contrasta con la imagen de independencia que suelen tratar de proyectar las instituciones que ejercen tradicionalmente de prestamistas de última instancia, como el FMI o un banco central.

La forma de evitar estas dificultades es que las autoridades nacionales consideren que en general, aunque incluyan, en ocasiones medidas impopulares, las condiciones del programa en su conjunto son adecuadas y se ajustan a las necesidades del país, asumiéndolas como propias (concepto de *ownership*). Ello aumenta la probabilidad de su cumplimiento y por tanto, resulta menos costoso políticamente para el acreedor.

En el contexto actual, una reestructuración de la deuda griega, que las propias instituciones de la *troika* ven necesaria para el éxito del tercer programa y la estabilización definitiva del país, podría ser la concesión que facilitase un alto grado de implementación del programa por parte del gobierno griego. Al mismo tiempo, favorecería la construcción del sentimiento propietario del programa, redundando en la misma dirección.

Una negativa de los acreedores a acordar dicha reestructuración a tiempo, aumenta los riesgos de implementación del programa: no sólo porque la reestructuración podría reducir el impacto recesivo de los ajustes adicionales, sino porque el gobierno griego tendrá menor voluntad y capacidad política para implementarlo.

9.5. REFLEXIONES DE CARA AL FUTURO INMEDIATO

Como se ha comentado al final del epígrafe 2, la evolución de la crisis griega durante los próximos meses vendrá marcada por la interacción entre la velocidad y éxito en la implementación de las reformas, y el inicio o no de un nuevo proceso de reestructuración de la deuda.

En nuestra opinión, un alivio de la tremenda carga de deuda (175% del PIB) es una condición necesaria para que Grecia tenga futuro dentro de la eurozona, pues sin ella, la continuidad de las medidas de austeridad devendrá con toda seguridad en ausencia de recuperación del crecimiento. Es más, esta decisión debiera tomarse cuanto antes. El FMI lidera la iniciativa en este sentido, y condiciona su participación futura en el programa a que dicho alivio en la deuda se produzca. El BCE y la Comisión Europea han



dado muestras en las últimas semanas de estar orientándose hacia esta posición, si nos atenemos a la opinión (y análisis) de ambas instituciones sobre la sostenibilidad de la deuda griega. La clave ahora reside en las capitales europeas, y aquí la labor a realizarse es competencia fundamental del Eurogrupo.

El acuerdo alcanzado en la Cumbre del euro del 12 de julio de 2015, contenía la promesa, condicional a la implementación de las medidas contenidas en el tercer programa, de considerar posibles medidas adicionales que permitieran la sostenibilidad de la deuda. Por el momento, la contrapartida griega, ha aprobado parlamentariamente las medidas del programa y ha acelerado el proceso de recapitalización bancaria. Las elecciones del 20 de septiembre han devenido en un gobierno más estable, y el apoyo al programa en el parlamento es muy amplio. Este apoyo se apoya en gran medida sobre la expectativa de cumplimiento de la promesa de restructuración de la deuda. Ambas variables deberían apuntalar la confianza de los acreedores en el éxito de la implementación de las medidas, permitiendo iniciar en un breve plazo las negociaciones sobre la deuda. Si finalmente se da este paso, y la economía griega se recupera de forma anticipada, se habrá dado un paso muy importante para la construcción de la Unión Europea.

BIBLIOGRAFÍA

- Doing Business index, World Bank. 2007 to 2015 issues. «*Update of the Hellenic Stability and Growth Programme*». Greek Ministry of Finance. European Commission. 15 January 2010. Retrieved 9 October 2011.
- «*The Greek debt restructuring: an autopsy*». Jeromin Zettelmeyer, Christoph Trebesch, Mitu Gulati. 1 July 2013. Oxford Economic Policy Journal.
- «*The Second Economic Adjustment Programme for Greece. Fourth Review – April 2014*». European Commission. European Economy, Occasional Paper 192.
- «*The Debt-Deflation Theory of Great depressions*». Irving Fisher. *Econometrica*. Vol. 1, No. 4 (Oct., 1933), pp. 337-357
- «*Reform momentum and its impact on Greek growth*». Alessio Terzi. Bruegel Policy Contribution. July 2015.
- «*The troika and financial assistance in the euro area: successes and failures*». André Sapir et al. Study on the request of the Economic and Monetary Affairs Committee, European Parliament. February 2014.
- «*El FMI y la crisis del euro: aciertos, errores y lecciones para el futuro*». Manuel de la Rocha Vázquez y Víctor Echevarría Icaza. *Economía Exterior*. Núm. 66. Otoño 2013.
- «*Grecia: elecciones para la estabilidad*». José Manuel Amor y Marta Ceballos. *El País*. Agosto 2015
- «*The global competitiveness report 2011-2012*». Schwab and Salaí Martí. 2012. World Economic Forum.
- World Investment Report, UNCTAD*. 2014.