

## Crise e fragilidade financeira grega baixo a hipótese de inestabilidade de Minsky

Amparo Alejandra Reyes Escobar / Carlos Antonio Rozo Bernal\*  
Universidad Autónoma Metropolitana – Xochimilco – México

Recibido: 10 de febreiro de 2020 / Aceptado: 1 de maio de 2020

### Resumo

Grecia aínda non atopou o camiño cara á súa recuperación desde que a súa economía se contraese ano tras ano desde o 2008. Arguméntase neste artigo que o factor central deste resultado foi a dinámica de financiamento dos países máis involucrados no endebedamento grego, que foi considerablemente maior e que influíu máis negativamente sobre a economía grega que o deficiente e dispendioso manexo fiscal no que puideron incorrer diferentes gobernos. O ímpeto mostrado polos servizos financeiros non correspondeu á debilidade do sector real, pois o endebedamento e os fluxos financeiros foron utilizados sen restrición ningunha para satisfacer os intereses dos acredores. Neste traballo realízase unha análise das canles que foron alimentando a débeda grega no contexto proposto por Minsky (1992) de inestabilidade financeira, que ten lugar cando unha economía transita desde a estabilidade financeira cara a un escenario de inestabilidade soportado en dúas variables determinantes: os altos e esaxerados xuros do servizo da débeda e mais o tipo de axentes posuidores dos activos de débeda. Os xuros do servizo da débeda contraída polo Goberno desde a súa incorporación á zona euro xunto ao forte impulso do financiamento provocaron que a débeda se convertese nunha bóla de neve xigante, mentres que o cambio nos posuidores de débeda impediu que o Goberno puidese cumprir coas estritas e onerosas reformas gobernamentais e macroeconómicas, que repercutiron directamente sobre a capacidade de pagamento dos Gobernos gregos e que provocaron resultados negativos sobre o benestar da sociedade.

### Palabras clave

Grecia / Crise financeira / Financiamento / Débeda externa.

## Greek crisis and financial fragility in Minsky's instability hypothesis

### Abstract

Greece has still not found its way back while its economy has been deteriorating year after year since 2008. It is argued in this article that the central factor of this outcome was the dynamics of financing in the countries most involved in Greek indebtedness that was considerably greater and had a more detrimental influence on the Greek economy than poor fiscal management that different governments could incur. The impetus displayed by financial services did not correspond to the weakness of the real sector which occurs when borrowing and financial flows are used without restriction to meet the interests of creditors. In this work an analysis of the channels that fueled Greek debt is carried out in the context proposed by Minsky where an economy moves from financial stability to a scenario of instability supported in two determining variables: high and exaggerated interest on debt service and the type of agents holding debt assets. The debt-service interest incurred by the government since joining the eurozone and the impetus for financing caused the debt to have a giant snowball effect while the change in debt holders forced the government to comply with strict and onerous government and macroeconomic reforms that directly impacted the ability of Greek governments to pay with negative results on the well-being of society,

### Keywords

Greece / Financial crisis / Financialization / External debt.

**JEL Codes:** F32, F34, F36, F41.

\* Correspondencia autor: [rozo@correo.xoc.uam.mx](mailto:rozo@correo.xoc.uam.mx)

## 1. Introducción

Grecia, un país pequeno con só o 2,6% do produto interno bruto (PIB) da zona euro, viu alterada a súa fráxil situación económica coa Gran Recesión (GR), resultado da intensificación do proceso de financiamento ao que foi sometida cando ingresou na zona euro e que, sen remedio, sentou as condicións para que a súa economía se contraese ano tras ano desde 2008, provocando unha redución do 25% do seu PIB no ano 2018.

Para entender esta dinámica –resultado da insostibilidade dunha situación de forte endebedamento–, existen diferentes puntos de vista tanto con respecto aos factores que provocan situacións de crises como aos motivos polos cales non é posible saír delas. Autores como, entre outros, Galbraith (2007), Kindleberger e Aliber (2011), Minsky (1992), Rozo (2011), Temin (1991) ou Varoufakis e Tserkesis (2014), achacan a situación de crise a diversos factores –sucesos previos con causas esóxeñas e endóxeñas– que contribúen a xerar desequilibrios macroeconómicos. Neste caso, como argumentan Varoufakis e Tserkesis (2014, p. 52), un factor clave que é preciso ter en conta é que “a dinámica de financiamento nos países máis involucrados no endebedamento grego foi considerablemente maior e nocivamente máis influente sobre a economía grega que os efectos internos do máis lento financiamento acontecido na economía local”.

O comportamento da actividade financeira é difícil de explicar, en función da súa relación coa economía da produción, como consecuencia da capacidade dos bancos para diferenciar a actividade financeira da actividade produtiva (Drucker, 1986; Lapavitsas, 2009; Menkhoff e Tolksdorf, 2001; Rozo, 2003). Resulta paradoxal que o forte impulso dos servizos financeiros non se corresponda coa debilidade do sector real cando o endebedamento e os investimentos financeiros se utilizan sen restricións para multiplicar os ingresos e as ganancias bancarias. Máis aínda, a lóxica de que a innovación financeira pode eliminar o risco creou un problema de axencia debido, por unha banda, a deixar os prestamistas orixinais sen incentivos para evitar malos préstamos e, por outro, a promover incentivos para encadear malos e bos créditos. A tese de que todos os riscos poden ser calculados favoreceu un comportamento especulativo que contribuíu a que os bancos comerciais se convertesen en actores centrais da crise financeira que paralizaba a actividade produtiva, tal e como sinalou Minsky.

A insistencia dos Gobernos do norte europeo –principalmente o alemán– en que os problemas financeiros dos países do sur de Europa foron causados por un deficiente manexo fiscal<sup>1</sup> contradíse co feito que a débeda se disparase a niveis fóra de control debido á crise causada polas hipotecas lixo de Estados Unidos, intensificándose a oposición contra o keynesianismo para favorecer a pauta da austeridade fiscal (Blyth, 2014). A vulnerabilidade dos bancos ante a dinámica do financiamento obrigou aos gobernos a embarcarse en rescates obrigatorios, convertendo estes programas de axuda europea en préstamos para recapitalizar os bancos, xa que, como demostraron Schularick e Taylor (2014, p. 156), as crises de débeda soberana son case sempre consecuencia do derrubamento dunha desaforada expansión da actividade crediticia.

Este contexto permite formular a modo de hipótese que o paso dunha situación de estabilidade financeira a outra de inestabilidade pode ser explicado polo crecemento exacerbado da débeda grega a partir do ano 2008, débeda que era a consecuencia dos esaxerados niveis de xuros que se sumaban ano tras ano ao capital da débeda e non simplemente debida ao gasto excesivo do Goberno, como pretenderon xustificar as autoridades dos países do norte de Europa. Para explicar estes resultados, consecuencia do financiamento da economía grega, este traballo divídese en cinco apartados, ademais desta introdución. No primeiro preséntase a “Hipótese de Inestabilidade Financeira” (HIF) proposta por Minsky como marco teórico que serve para entender o problema do endebedamento, mentres no segundo apartado se examinan aspectos xerais económicos da economía grega que dan conta do seu problema de endebedamento. No terceiro apartado detállase a situación provocada na macroeconomía

<sup>1</sup> Non se debe pasar por alto o beneficio para Alemaña dun tipo de cambio infravalorado que promove as súas exportacións dentro da zona.

grega polo endebedamento no período 1995-2018, nunha lóxica de estática comparativa dos parámetros esóxenos que determinaron o endebedamento. Nos apartados cuarto e quinto revísanse as consecuencias dos diferentes momentos de endebedamento propostos por Minsky. Por último, preséntanse conclusións e comentarios.

## 2. A hipótese de inestabilidade financeira

Para comprender a problemática económico-financeira de Grecia recórrase á HIF proposta por Hyman Minsky (1992), quen modeliza unha economía capitalista que posúe activos reais con prezos elevados e cun sistema financeiro complexo e sofisticado que, pola súa evolución, pode ser interpretado como un proceso de desacoplamento financeiro ou de financiamento da economía capitalista. O modelo presentado por Minsky explica como ocorren as crises financeiras e a súa repercusión macroeconómica. No sistema económico durante a etapa de expansión, o incremento nos beneficios provoca nos axentes unha maior disposición para a aceptación de crédito, o que compromete unha porción crecente dos beneficios brutos esperados, que Minsky denominou renda bruta de capital ao servizo da débeda.

Segundo Gruic e Wooldridge (2012, p. 3), esta dinámica expón o tecido empresarial a un maior risco, xa que, se os fluxos de ingresos resultan ser menores do esperado ou se se elevan os custos financeiros, as empresas poderían non ser capaces de cumprir cos compromisos de pagamento.

Nun sistema económico relativamente estable a existencia dun incremento no crédito de investimento provoca maiores beneficios a nivel agregado, dado que os beneficios superan continuamente as expectativas. Nesta lóxica, o servizo da débeda non é problemático, xa que existe unha maior disposición das empresas a pedir prestado, pero cando esta situación de endebedamento prevalece durante varios anos deriva nun cambio repentino no modo de actuar dos axentes no sistema, que se traduce en especulación e na volta ao sistema inestable: os bancos e os mercados de capitais aumentan o custo de financiamento con incrementos na taxa de xuros, o que reduce a liquidez, como sinala o teorema da HIF. Así, segundo indica Minsky (1992, p. 7), durante os períodos de prosperidade prolongada as economías transitan dun sistema de relacións financeiras estables a un no cal o sistema é inestable. Nun período prolongado, as economías capitalistas tenden a pasar dun sistema de unidades financeiras, denominadas de cobertura, a un no que a estrutura predominante son as finanzas especulativas e/ou de Ponzi.

Nun escenario de inestabilidade financeira, tras o aumento do custo de financiamento, a diminución de liquidez e o incremento da débeda, pódese producir unha venda masiva de bonos e accións, cuxas consecuencias serán a caída do prezo dos títulos financeiros e que os fluxos de caixa non validen o gasto de investimento pasado. Isto dará lugar a un incumprimento xeneralizado dos compromisos previos de débeda, o que pode ocasionar deflación financeira e recesión económica, segundo a estrutura da débeda (Levy, 2013, p. 277).

Este tipo de comportamento no sistema económico leva inevitablemente ás situacións financeiras descritas por Minsky (1986, p. 371), nas cales as unidades de financiamento cuberto (UFC) son aquelas nas que o valor capitalizado das case-rendas<sup>2</sup> ( $PK_i$ ) supera o valor capitalizado dos compromisos ( $K(cci)$ ) para todo  $i$ , onde  $K$  representa unha recapitalización que é da mesma proporción en ambos. É dicir, cando unha unidade financeira cuberta pide un crédito, esta ten unha marxe de seguridade no valor de mercado dos activos sobre o valor de mercado das débedas e, por tanto, ou ben se ten a suficiente capacidade de pago ou ben os fluxos de caixa son suficientes para lles facer fronte ás obrigas contratadas no tempo e na forma, dependendo do funcionamento normal dos mercados de produtos e factores. En consecuencia, nunha unidade con financiamento cuberto, resulta que  $PK_i > K(cci)$ .

<sup>2</sup> Case-renda: valor dos ingresos suplementarios que recibe un factor produtivo cando a oferta deste non pode aumentarse durante un período determinado, case sempre curto.

Por outra banda, como sinala Minsky (1986, p. 373), as unidades de especulación (UFE) son aquelas que teñen compromisos de pago de xuros para algúns períodos – polo xeral, a curto prazo – nos que  $K(cci) > PKi$  en maior proporción do esperado. Non obstante, no longo prazo o valor de  $PKi$  será maior que  $K(cci)$ , xa que unha vez pagado o principal non hai capacidade de pago futuro para cumprir coas obrigacións contraídas.

O proceso de pagamento do capital non se realiza a través de fluxos de caixa debido a que estes non son suficientes e, por iso, ou se paga con ingresos de novas débedas ou ben estas unidades ou entidades deben renegociar as súas débedas ou dispor dalgúns dos seus activos e, ademais, dependen de que o conxunto dos mercados financeiros funcione con normalidade; isto é, depéndese, como nunha UFC, dos mercados. En consecuencia, nas unidades con funcionamento especulativo resulta que  $PKi \geq K(cci)$ .

A clave do problema atópase nas unidades de financiamento Ponzi (UFP), que se producen cando os ingresos non son suficientes para pagar os xuros, polo que se require máis endebedamento para cubrir este pago. Segundo Minsky (1986, p. 377), estas unidades non poden afrontar as súas obrigacións cos fluxos de caixa,  $K(cci) > PKi$ , xa que estes fluxos non son o suficientemente grandes como para cubrir a devolución do capital nin para o pagamento dos xuros, producíndose unha diminución da liquidez e, por conseguinte, é preciso recorrer a vías alternativas de financiamento: a venda de activos (primeira vía) ou a petición de créditos (segunda vía). Obter un valor positivo é cuestionable neste tipo de esquema, polo cal chegar a  $PKi > K(cci)$  depende dun evento favorable para levar a cabo o financiamento.

Nas unidades con financiamento Ponzi, onde  $K(cci) > PKi$ , pasar a  $PKi > K(cci)$  é altamente incerto, pois poden producirse distintas situacións: redución do ingreso, aumento da taxa de xuros, ou ambas as dúas a un tempo.

Minsky propón un ciclo económico con dous escenarios. No primeiro deles, pódense ter réximes de financiamento estables debido a que os axentes de financiamento cuberto dominan sobre os especulativos e Ponzi, dando lugar a un incremento do crédito e á disposición para a captación deste, xunto cun aumento dos beneficios. O segundo escenario é aquel en que os axentes Ponzi e especulativos superan os de financiamento cuberto, o que induce a unha diminución do crédito, xa que para esas unidades financeiras é fundamental obter créditos para refinar a súa débeda. O funcionamento destas unidades vólvese incerto e os rendementos que se tiñan nun período previo inevitablemente caen ou desaparecen. Máis grave aínda é que o prestamista tende a reducir as súas perdas forzando a quebra.

A Figura 1 ilustra estas dúas posibilidades. Inicialmente, apréciase o que sucede no sistema “estable” con incremento de créditos e de beneficios. Neste caso pódese manter a operación de empresas en calquera situación financeira debido á existencia dun fluxo continuo de crédito, pero ante o cambio no comportamento dos axentes e o incremento no risco, o sistema inevitablemente cae no denominado “Momento Minsky”, que é o momento no que se produce un colapso repentino dos activos que forman parte do ciclo de crédito ou ciclo económico, como consecuencia de longos períodos de prosperidade, para pasar, posteriormente, a unha situación financeira inestable. No segundo momento, o sistema transfórmase en inestable debido ás decisións dos axentes, o que implica a restrición do fluxo de créditos, unha liquidez insuficiente e, por tanto, un incremento da brecha dos compromisos de pago en efectivo (débeda). Nestas condicións as unidades económicas móvense cara a un comportamento especulativo ou incluso Ponzi.

A descrición xeral da economía grega que se presenta no seguinte epígrafe, xunto coa explicación teórica da HIF e a clasificación e explicación do funcionamento das unidades financeiras, permite localizar a Grecia en cada un destes momentos e no tipo de posición financeira que lle corresponde. A economía grega, ao sufrir problemas de financiamento e para poder afrontar as obrigacións deste, tivo que negociar a asistencia de países da zona euro e de organismos internacionais.

A lóxica da globalización financeira provocou que os fluxos de capital se convertesen no motor do funcionamento de economías grandes ou pequenas, externas ou locais, ao ofrecer a posibilidade de ob-

ter recursos que financiasen a compra de activos reais ou financeiros que inducisen a unha situación de maior apancamento. Esta evolución financeira permitiulle a Grecia atopar os recursos que lle levaron ata o momento Minsky e, posteriormente, a unha situación de inestabilidade ou de finanzas Ponzi.

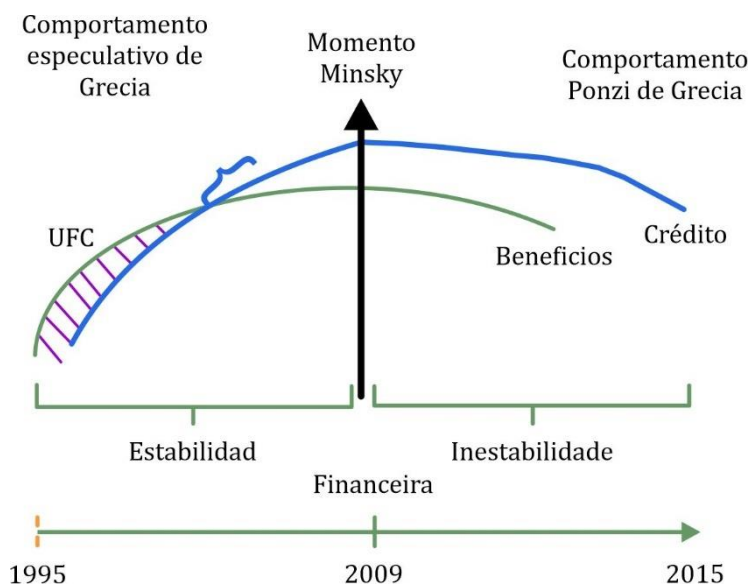


Figura 1. Traslado dun sistema financeiro coas diferentes unidades de financiamento: o caso de Grecia. Fonte: Elaboración propia a partir de Minsky (1986, 1992).

### 3. As consecuencias do endebedamento

No ano 2009 estalou a crise económica grega como consecuencia do aumento do endebedamento público, que chegou ao seu nivel máis alto con 356 mil millóns de euros (MME) no ano 2011, o cal acendeu as alarmas na zona euro (ZE) e puxo en dúbida a continuidade do proxecto de integración europea. Todo apuntaba cara a un futuro moi complicado no proxecto máis avantaxado de integración rexional. Para afrontar os efectos dunha caída económica e os diferentes problemas de endebedamento, especialmente en España, Irlanda, Portugal, Chipre e Grecia, negociáronse plans de financiamento co fin de favorecer a liquidez necesaria para cumprir coas obrigacións contratadas (pago de xuros e maduración de contratos de débeda) e a recapitalización da banca privada.

As institucións que proporcionaron o fluxo de recursos necesarios foron o Banco Central Europeo (BCE) e a Comisión Europea, que creou o Fondo Europeo de Estabilidade Financeira (FEEF) e, posteriormente, o Mecanismo Europeo de Estabilidade (MEE). Como indica Tooze (2018, p. 30), o Banco Central Europeo (BCE) xunto cos estadounidenses, para impedir que Grecia se convertese *noutro Lehman*, mobilizaron o FMI, a creación por antonomasia da globalización de mediados do século XX, para que rescatase a Europa do século XXI.

As regras da operación obrigaban, nun primeiro momento, a que o Goberno heleno reducise o gasto público, xa que para os organismos internacionais e para os países fortes da Unión Europea (UE), especialmente Alemaña, o gasto público excesivo era a razón fundamental que provocara o afundimento destes países na crise. No entanto, como se mostra na Figura 2, entre os anos 1995 e 2007 o coeficiente débeda/PIB mantívose próximo ao 100%, un desequilibrio relativamente manexable, pero a partir da Gran Recesión ese comportamento modificouse e derivou nun crecemento acelerado no período 2008-2013.

Transcorridos oito anos desde o primeiro apoio financeiro e da execución das reformas estruturais demandadas polos prestamistas para impulsar o crecemento da economía grega, non aparecen resultados positivos plasmados nunha diminución significativa do cociente de débeda pública/PIB, que chegou ao 181,1% no ano 2018, cun valor de 334.573 ME, cifra moi superior ao tamaño da súa economía, cuxo PIB para ese ano foi de 184.713 ME. Igualmente, como se pode observar na Figura 2, nin o gasto nin o ingreso governamentais creceron significativamente, aínda que o déficit aumentou entre os anos 2008 e 2013, para despois deixar practicamente de existir ao presentar un nivel medio do 1,08% no período 2015-2018 e máis tarde alcanzar o tope do 15,15% no ano 2009. Esta redución do déficit pola vía do gasto permitiulle a Grecia colocarse en niveis inferiores a outros países da ZE, como España e Portugal, que rexistraron déficits públicos, respectivamente, do 5,9% e do 7,20% no ano 2015 (Eurostat, 2015).

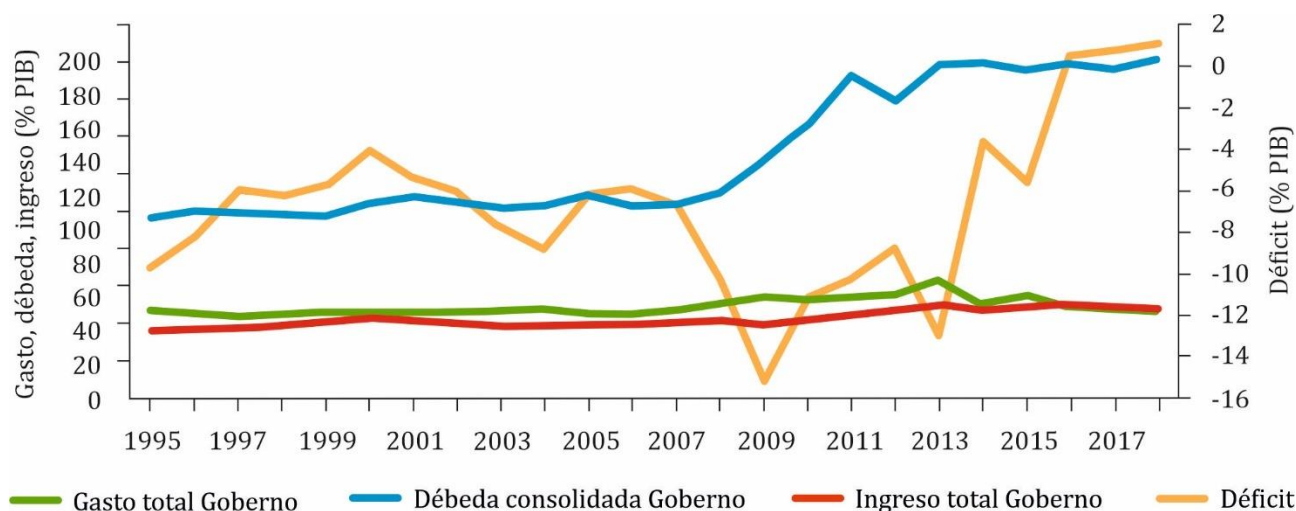


Figura 2. Indicadores macroeconómicos. Fonte: elaboración propia con datos de Eurostat (<https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/tec00021/default/table?lang=en>).

Para acceder aos apoios financeiros impuxéronse reducións no gasto corrente que implicaron un recorte de 150 mil funcionarios que tivo como reflexo inmediato o incremento do desemprego, que afectou ao 25% da poboación economicamente activa (PEA) no ano 2014 e chegou ao 21,5% no ano 2017, despois dun nivel do 7,8% nos inicios da crise do ano 2008. O desemprego entre os traballadores de entre 16 e 24 anos tocou teito ao chegar a un 60% (Sánchez Vallejo, 2018, p. 15), e no ano 2016 o 29,4% dos traballadores eran autónomos, é dicir, estaban na informalidade (Salvatierra, 2017, p. 37). Este foi o resultado de implementar no período 2009-2016 un dos maiores axustes fiscais que existiu, pero “desde que se asinou o terceiro programa, o Goberno de Tsipras logrou –de feito, pasou– os obxectivos fiscais” (Pagoulatos, 2017, p. 66). Con todo, e a pesar dos programas de apoio, a débeda continuou medrando a taxas superiores ás do crecemento económico.

En resumo, a partir da GR os desequilibrios modificaron a súa dinámica nun escenario en que a débeda creceu rapidamente e trouxo consigo reducións do gasto público, caída do emprego e un incremento de prezos dos bens públicos que provocou un efecto abafador sobre o benestar. A electricidade sufriu un incremento do 7,9% no ano 2014, mentres que outros produtos enerxéticos fósiles, como o gas, a gasolina e outros combustibles, alcanzaron un incremento do 6% nese mesmo ano. Esta alza repercutiu de modo inmediato no prezo do transporte, que subiu un 2,9%. Entre os anos 2009 e 2016 os salarios reais caeron ano tras ano a unha taxa media dun 3,1%, mentres que as pensións foron recortadas 13 veces, o que situou a un 36% da poboación na marxe da pobreza e da exclusión social. Unha

razón central deste grao de pauperismo é que preto do 50% dos fogares gregos dependen dunha pensión como principal fonte de ingreso.

#### 4. A dinámica da crise de endebedamento

Os desequilibrios da macroeconomía, como xa apuntamos, teñen un amplo sustento na ruta de reestruturación da débeda pública que se atopaba colocada con distintos acredores, e que se viu modificada continua e principalmente polos tres programas de apoio financeiro facilitados desde o ano 2010. O FEEF ocupa o primeiro lugar entre os acredores de Grecia ao facilitar o 61,45% da débeda, que supoñía 141.9 mil millóns de euros. O segundo lugar foi ocupado por axentes privados, que posuían o 15,45% do total. A continuación, sitúanse os organismos internacionais como o FMI e o BCE, co 8,95% e o 7,31%, respectivamente. Con porcentaxes inferiores atópanse os préstamos bilaterais especiais, cun 2,14% do total. Despois, o Banco de Grecia, cun 1,34%. E por último, outras entidades non especificadas, cun 3,36%.

Esta débeda está constituída por dous tipos de pasivos: uns denominados en títulos e outros en préstamos, e que presentaron traxectorias totalmente diverxentes desde o ano 2009 como consecuencia da GR. Os préstamos, que predominan sobre os títulos, creceron ata representar un 138,8% do PIB no ano 2015, mentres que os títulos supuñan un 33%, o que provocou que os pasivos en títulos alcanzasen valores absolutos por un importe de 70.059,07 ME, mentres que os préstamos ascenderon aos 243.285,5 millóns no ano 2015.

O difícil panorama do sector produtivo e os desequilibrios financeiros suscitaron desconfianza na economía, o que tivo como consecuencia unha significativa redución no precario –pero existente– investimento estranxeiro directo (IED), cuxo fluxo de entrada se viu reducido desde un 1,61% do PIB no ano 2008 a tan só un 0,71% no ano 2014.

Este escenario de inestabilidade e vulnerabilidade económica situou a Grecia nun camiño difícil de cara á recuperación e deixou ao Goberno de Alexis Tsipras cunha baixa marxe de acción para resolver diversos problemas como, entre outros, uns altos niveis de endebedamento público, recesión, uns baixos niveis de investimento ou un incremento do desemprego nunha dinámica de deflación. A economía grega atopouse nunha crise de débeda-deflación acentuada pola fragilidade financeira do sistema económico mundial, que reduciu as fontes de financiamento e incrementou a débeda pública polo excesivo aumento nos custos do seu servizo, como se demostrará a continuación na lóxica proposta por Minsky. En xullo de 2017 Grecia obtivo tres MME nunha poxa de bonos a cinco anos a unha taxa dun 4,6%, fronte ao 0,3 que pagaba España. Esta diferenza no servizo da débeda xerou unha carga insostible para un país cunha débeda pública próxima ao 180% do PIB (Doncel e Sánchez Vallejo, 2017, p. 35).

O desenvolvemento destes desequilibrios puxo sobre a mesa a opción do Grexit, aínda que na súa gran maioría a poboación apoiaba a condición de membro da eurozona, a pesar de que, como sinala Pagoulatos (2017, p. 66), a persistencia da austeridade podería facer minguar este sentimento. En consecuencia, o descontento crecente da poboación, dada a diminución do estado de benestar social que adquiriran tras a súa incorporación á ZE, provocou manifestacións populares e enfrontamentos entre a poboación e o Estado, convertendo a crise económica nunha crise política.

#### 5. Endebedamento con estabilidade

Unha vez iniciado o proceso de integración monetaria no ano 1999, Grecia puxo en marcha un paquete de ferramentas contables para obter datos fiables que lle desen a oportunidade de incorporarse á zona do euro (Roza, 2013; Varoufakis e Tserkezis, 2014). Entre os anos 1994 e 2001 Grecia viuse ante a necesidade de facer converxer os seus indicadores macroeconómicos cos doutros membros da UE, a pesar da existencia de importantes diferenzas en produtividade, estrutura produtiva e evolución

económica previa á conformación da UE, e que hoxe en día aínda prevalecen entre os países do norte e do sur do continente europeo.

O proceso de aprobación para ser o duodécimo Estado membro da ZE foi difícil para o Goberno debido ao atraso de Grecia á hora de cumprir cos criterios de converxencia<sup>3</sup> estipulados no Tratado de Maastricht, do mesmo xeito que outros condicionantes como a independencia estatal dos poderes políticos nacionais ou a prohibición ao Banco Central para financiar directamente a Administración Pública e as empresas públicas –non as empresas do sector privado–, o que supuxo unha auténtica privatización das finanzas públicas (Parguez, 2002, p. 4).

Unha parte das complicacións do proceso tivo que ver coas diferenzas respecto ao resto dos Estados membros. A súa economía presentábase cun déficit público dun 5,47% do PIB e unha demanda interna elevada, xa que o consumo final dos fogares representaba un 62,2% do PIB, valor superior respecto da ZE e da UE, para quen supuñan, respectivamente, un 56,5% e un 57,4%. O consumo da Administración Pública grega era o máis baixo dos doce países: un 14,3%, fronte ao 19,8% da media EUR-12. O produto por habitante medido en unidade de poder de compra era de 18.865,4 euros, o máis baixo dos Estados pertencentes á ZE e mesmo da media da devandita zona, onde se situaba en 20.000 euros.

No período 1995-2000 o ingreso público creceu a unha taxa media anual dun 8,8%, mentres que o gasto público o fixo a un 6,19%; con todo, mantíñase o diferencial entre ingresos e gastos, que tivo que ser cuberto por medio de débeda, o que supuxo un déficit público equivalente a un 4,05% do PIB para o ano 2000, e unha relación de débeda a PIB dun 103,38%. O feito sobresaliente neste período previo á súa incorporación á ZE, e despois do ano 2000, é que Grecia, en termos de déficit e débeda, non cumpriu co estipulado nos criterios de converxencia. A evidencia mostra que as barreiras impostas por estes criterios para ser membro da Unión foron pasadas por alto. Pode argumentarse que sen a GR o fráxil equilibrio puido ser administrado como se viña facendo antes da crise, ao amparo dos fluxos de capital.

O gasto público, que se caracterizou por incrementos e baixas taxas de xuros, viuse reflectido no déficit do sector público e, por tanto, na débeda. No ano 2003 a débeda externa pública equivalía a un 56,19% do PIB, mentres que a interna chegaba a un 37,71% como resultado do esforzo realizado para diminuír o importe da súa débeda. Pola súa banda, o sector privado incrementou a súa débeda exterior, pasando dos 62.394 ME en 2003 aos 158.356 ME no ano 2008.

Tras a súa incorporación á ZE, o aumento do gasto do Goberno viuse reflectido principalmente en dous sectores: no sector da educación, que pasou dun 7,08% no ano 2000 a un 9,17% no ano 2005 como porcentaxe do total do gasto; e no sector da saúde, onde pasou dun 10,12% a un 13,32%. No entanto, como argumenta Hernández (2011), no período previo ás crises púxose en marcha un modelo económico-social algo custoso. En certo xeito, este modelo económico-social foi unha réplica do proxecto co que nacera a integración europea, apoiado nun do tres eixes baluarte dos valores do liberalismo: a subsidiariedade. O Estado debe traballar para orientar o ben común, xa que o mercado é incapaz de prover benestar a todos os membros da sociedade.

No ano 2003 tivo lugar a conversión ao euro (340,75 dracmas por euro) que eliminou, por unha banda, a incerteza asociada ás flutuacións do tipo de cambio e, por outra, reduciu os custos de transacción xerados polos diferentes tipos de moeda. De forma paralela, obtívose o beneficio dun mercado financeiro unificado no que as “baixas taxas de xuros permitiron un financiamento a baixo custo do déficit de conta corrente de países como Grecia...” (Munevar, 2011, p. 7). A pesar destes desequilibrios, no momento de entrada á zona euro a contorna económica grega era de confianza e estaba en auge polas posibilidades do libre intercambio de bens e servizos, ademais da mobilidade da man de obra entre

---

<sup>3</sup> Os criterios de converxencia foron catro: 1) a taxa de inflación non debería superar o 1,5% da dos países con menor inflación; 2) o déficit orzamentario non debía de exceder o 3% do PIB e a débeda pública bruta non debía de pasar o 60% do PIB; 3) a marxe de flutuación dos tipos de cambio dentro do sistema monetario europeo debería de ser respectado polo menos dous anos sen desvalorizacións nin tensións; e 4) as taxas de xuros a longo prazo non debían exceder máis do 2% da media dos tres Estados cos mellores resultados en estabilidade de prezos (Guillén, 2011, p. 115).



os Estados membros. O Goberno, do mesmo xeito que a sociedade, confiou na decisión tomada: ser membros da Unión Monetaria Europea e aceptar a moeda común.

Para lograr a expansión do gasto público, o Goberno de Constantino Caramanlis (2004-2009) impulsou diversas reformas tributarias como, entre outras, a diminución de impostos sobre o capital nun 10% co propósito de impulsar o investimento. No ano 2006, con todo, a brecha de recadación do imposto sobre o IVE non cobrado era dun 30% en comparación coa UE, onde supuña un 12%. A pesar desta fochanca recadatoria, no primeiro ano da súa implementación non se rexistrou incremento ningún do déficit nin da débeda pública pero, como sinala Mourenza (2010), durante este Goberno contratáronse 55.000 funcionarios, contradicindo así o prometido polo Goberno grego á UE sobre a redución do funcionariado e que tiña como obxectivo reducir a diferenza entre ingresos e gastos públicos. En consecuencia, “segundo análises independentes, a taxa de impostos non pagados era do 11,8%, o cal supuxo un déficit de recadación fiscal do 27,8%. De se recadaren estes impostos, cubrirían case todo o déficit do ano 2009” (Lianos, 2015, p. 83).

No período 2000-2007 gastos e ingresos, como porcentaxe do PIB, mantíñanse relativamente estables, aínda que o gastos foron lixeiramente maiores que os ingresos, o que orixinou un cambio na tendencia de redución do déficit, ao pasar dun 4% a un 6% do PIB. Así e todo, isto non influíu significativamente sobre o endebedamento que sen dúbida era alto, pero que se mantiña relativamente estable entre os anos 1995 e 2007, como se pode observar na Figura 1.

O crédito ao sector privado comezou a ter taxas de crecemento positivas a partir do ano 2000, mentres que o Goberno comezaría a pedir e a obter créditos só cinco anos despois. A taxa de crecemento do crédito no período 1999-2008 alcanzou o seu maior valor no ano 2005, cun 19,5%. O crecemento nestes anos poderíase denominar de estabilidade financeira, en concordancia cos postulados de Minsky. O incremento do crédito e a facilidade da súa obtención son indicios de que o mercado financeiro grego atopábase nunha relativa estabilidade, a pesar de comezar a ter un comportamento especulativo. Entre os anos 1998 e 2007 as rendas nacionais superaron os créditos obtidos, e nos anos onde isto non sucedía os capitais que entraban permitían solucionar os seus gastos tanto no sector privado como no público e manter o cociente de débeda/PIB relativamente estable. O período de bonanza e beneficios sociais chegou ata o ano 2008, cando o ingreso per cápita alcanzou os 31.700 dólares, o vixésimo quinto máis elevado do mundo. Con todo, o crecemento non reduciu a débeda pública, que se mantivo en niveis superiores á media da UE debido ao aumento do gasto e á evasión fiscal.

O comportamento debedor e deficitario que viña presentando a economía grega no período precrise, a forma de endebedamento e o comportamento do sector público e do privado permiten caracterizar o país como unha unidade financeira especulativa que se atopaba evolucionando nun espazo financeiro estable. A situación era especulativa debido a que os ingresos con respecto ás obrigacións contratadas non eran suficientes en certos períodos, e por iso era preciso un fluxo continuo de capital que, proveniente do exterior, soportase a disparidade entre ingresos e gastos. Había estabilidade nos mercados. Pódese afirmar que os anos anteriores á crise das hipotecas de alto risco poden entenderse como un período de estabilidade, que lle permitía ao Goberno grego conducir a economía con elevados niveis de gasto público, o cal inevitablemente repercutía sobre o déficit e, polo tanto, sobre a débeda, como sinala a HIF. O comportamento eufórico dos axentes financeiros, debido ao aumento constante das ganancias e á diminución do risco, xerou innovadores paquetes de produtos financeiros que alimentaron o incremento do crédito. O estado de superávit dos fluxos financeiros de países como Alemaña e Francia creou as condicións para a concesión de créditos aos países de menor desenvolvemento.

A IED que chegou a Grecia durante o período de bonanza comezou a diminuír a partir do ano 2008 ata representar tan só un 0,18% do PIB. Iso contribuíu a que o país non puidese continuar co estilo de vida adoptado e propiciou un cambio no seu comportamento financeiro, ao pasar dun financiamento especulativo a un Ponzi. A situación creada pola crise das hipotecas lixo uniuse aos problemas que xa tiña o país nos anos anteriores á súa incorporación á ZE. Aínda que se tratou de facer converxer déficit e débeda pública despois da súa incorporación á ZE, estes indicadores continuaron sendo altos. As

brechas de débeda e déficit, con respecto aos criterios de converxencia tras o estalido da GR, provocaron que o sistema financeiro relativamente estable no que se atopaba funcionando tras a súa incorporación á ZE se convertese en inestable.

O nivel de endebedamento mantívose relativamente estable entre os anos 2000 e 2008 debido a que a cantidade de xuros aboados aos debedores non influía significativamente sobre a débeda. O efecto coñecido como “bóla de neve”<sup>4</sup> presentouse, dado que o crecemento do produto nominal aumentou nese período a unha taxa superior á taxa de xuro implícita, o que xerou un escenario de estabilidade –como menciona Minsky– durante un longo período de tempo.

## 6. Un axente Ponzi fronte á crise

Grecia, do mesmo xeito que os demais países do sur europeo, mostrou un claro enfraquecemento da actividade económica como resultado da Gran Recesión ocasionada pola crise das hipotecas de alto risco en Estados Unidos a partir do ano 2007 e o seu efecto global (Rozo, 2011). E isto a pesar de que a taxa de xuro de referencia do Banco Central Europeo (BCE) baixara do 2,5% no ano 2008 ao 1% no 2009. En teoría esta diminución da taxa favorecería o crecemento económico xa que, ao diminuír o custo do crédito, incrementaríase a produción, o emprego e, en consecuencia, facilitaríase o consumo. A realidade nos países do sur europeo non se axustou á teoría. O crecemento do PIB no ano 2009 caeu un 3,57% en España; en Portugal, un 2,97%; en Grecia, rexistrouse unha caída dun 4,30%; e en Irlanda, dun 5,7% (Eurostat, 2015).

En Grecia a crise agudizouse no Goberno de Yorgos Papandrú (2009-2011), cando o nivel de débeda pública creceu un 12% nos anos 2008 e 2009, a taxa máis alta rexistrada desde a súa incorporación á ZE, o que elevou o seu nivel ata o 126,74% do PIB. Dos 301.062 ME debidos, o 27,51% correspondían a débeda interna e o 72,48%, a débeda externa. A pesar de que oficialmente Grecia entrou en crise no ano 2009, desde 2006 produciuse un incremento da débeda alimentado pola taxa de xuros que o Goberno heleno debeu de pagar polos préstamos que se lle outorgaran. A dita taxa comezou a ser maior que a taxa de crecemento do produto nominal e tamén maior que a do déficit ano a ano, propiciando que o axuste de fluxos<sup>5</sup> fose positivo durante tres anos consecutivos desde 2008 a 2011 e que neste último ano alcanzase o 2% do PIB. A prima de risco, isto é, a diferenza que Atenas tivo que pagar pola súa débeda, comezou a subir en outubro de 2009, pasando desde un 4,5% polos bonos de 10 anos ata un 12,5% en maio de 2010, reducíndose ao 7,3% unha vez anunciado o rescate. Con todo, o 27 de abril de 2010 os bonos gregos caeron ao nivel lixo cando se recoñeceu que a débeda externa era superior ao 15% do PIB e que debía pagar 20.000 MD o 19 de maio, cantidade da que non dispuña. Grecia, ao ser favorecida polos apoios financeiros e polas reestruturacións da débeda, experimentou un cambio relevante na composición desta e unha diminución do déficit público que lle permitiu obter un axuste de fluxos do -35,6% do PIB.

O cambio nas características do endebedamento foi consecuencia da cantidade de xuros pagados, que pasou de representar o 5% do PIB ao 15,2%, o seu punto máximo, no ano 2009, por un importe de 35.990 ME. Esta tendencia de crecemento da débeda pública alertou de inmediato ás axencias cualificadoras que, ao notar as altas probabilidades de falta de pagamento do Goberno, “baixaron a súa cualificación ao nivel de BBB+, a peor da zona euro e situada só tres banzos por riba dos chamados bonos lixo” (Lois, 2009). A baixada na cualificación foi un obstáculo adicional para o país, ao impedirle obter novos fluxos de capital externos e a propiciar unha saída masiva de activos fixos totais brutos. En consecuencia, os investimentos netos de entrada no ano 2009 só chegarán a ser superiores aos de saída en tan só un 0,9% do PIB nos dous anos seguintes, mentres que as transferencias de capital pagable nese mesmo período alcanzaron o 6,6% do produto, cunha contía de 15,631 millóns de euros.

<sup>4</sup> Este efecto preséntase cando a taxa de xuro implícita da débeda é maior que a taxa de crecemento do PIB nominal, e é positiva cando o tipo de xuro implícito pagado polo servizo da débeda gubernamental é maior que a taxa de crecemento nominal do PIB ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/ameco/helphtml/adggi.html](http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/helphtml/adggi.html)).

<sup>5</sup> Este axuste corresponde á diferenza entre o cambio no nivel de endebedamento público e o fluxo de déficit/superávit anual.

Unha vez exacerbados os niveis de endebedamento, o maior peso do incremento da débeda gobernamental debeuse á suma dos xuros pagados por concepto de servizo de débeda. Nos anos 2006 e 2007 a cantidade que se pagou por este concepto acadou un crecemento dun 60%. O caso contrario ocorría nos anos previos ao desastre económico, durante os cales os xuros non formaban parte esencial dos incrementos da débeda, como se pode apreciar na Figura 3.

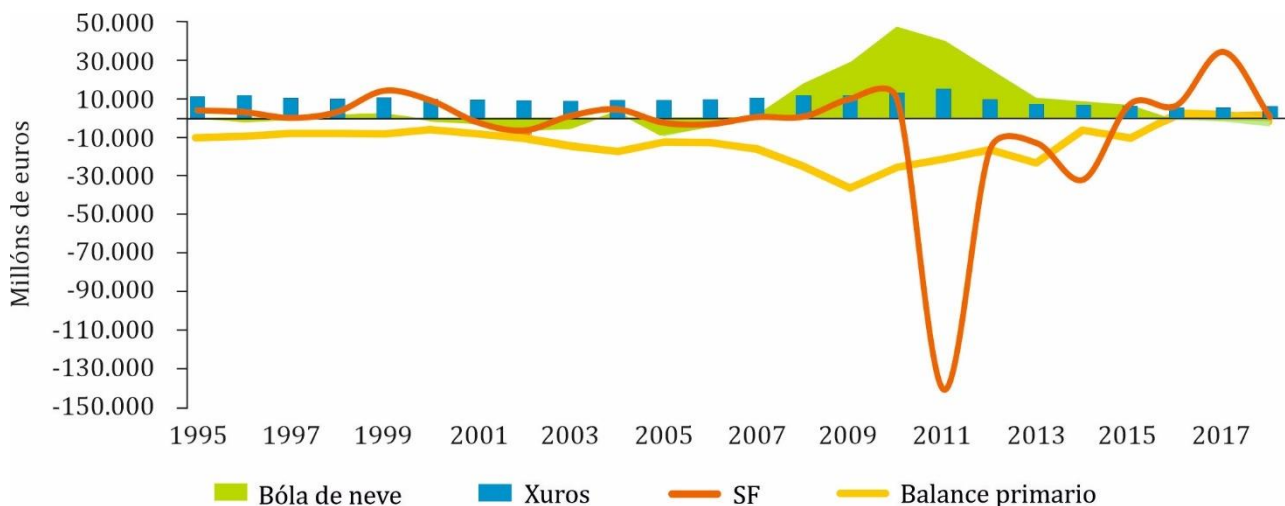


Figura 3. Compoñentes do incremento da débeda. Fonte: elaboración propia con datos de AMECO ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/ameco/user/serie/selectserie.cfm](http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/selectserie.cfm))

As altas sumas que pagar, derivadas do servizo de débeda e da falta de liquidez, obrigaron ao Goberno grego a tomar a decisión de emitir obrigacións. En xaneiro de 2010, como indica Mandamadiotou (2013, p. 3), ofreceu a cantidade de 8.000 millóns de euros en bonos a 5 anos. No mes de marzo lanzou unha nova emisión por un importe de 5.000 millóns de euros en bonos a 10 anos, recibindo por eles un beneficio de catro veces esa cantidade. A poxa continuou debido ao incremento nos rendementos, provocando unha maior deterioración do déficit grego.

Igualmente, optouse por diversificar a débeda entre títulos e préstamos de curto e longo prazo, e incrementar a rendibilidade dos bonos. O rendemento de bonos gregos a 10 anos, que desde a súa incorporación á ZE pagaban de media un 4,55%, elevouse drasticamente o 1 de decembro de 2010 ata o 12,54%, e un ano despois o seu rendemento era dun 35,48%. Estas porcentaxes foron exorbitantes, se consideramos que a taxa de referencia do Banco da Reserva Federal de EE.UU. se situaba nun 3,28% no ano 2010, e no ano 2011 diminuíra ata o 1,87%.

A emisión de títulos de débeda de longo prazo continuou ata 2011, ano dunha abrupta caída da demanda debido á falta de confianza dos compradores na solvencia do país, coa baixa na cualificación da débeda a BBB+. Os títulos de longo prazo diminuíron desde o 121,5% ao 38,8% do PIB entre os anos 2011 e 2014, mentres que os títulos de curto prazo continuaron, e pasaron do 4% ao 8% no período 2010-2014 (Figura 4).

A baixa de cualificación imposta por Fitch e Standard & Poor's obrigou ao Goberno grego a un financiamento a través de préstamos internacionais para evitar caer en situación de falta de pagamento ou moratoria. Do 100% do PIB que representaron os préstamos no ano 2006, diminuíron ao 80% en 2014; mentres, os bonos que alcanzaron o 100% do PIB no ano 2008 reducíronse ao 45% para o 2014. Era evidente que os recortes do gasto público foron unha medida insuficiente para que Grecia, do mesmo xeito que outros países afectados pola crise, retomase o rumbo da estabilidade económica. No entanto, o 11 de febreiro de 2010 o Goberno de Merkel asombrou aos mercados ao acordar cos seus

socios a adopción de medidas urxentes para apoiar o euro como tal, pero vetando calquera oferta de axuda concreta para Grecia (Tooze, 2018, p. 349).

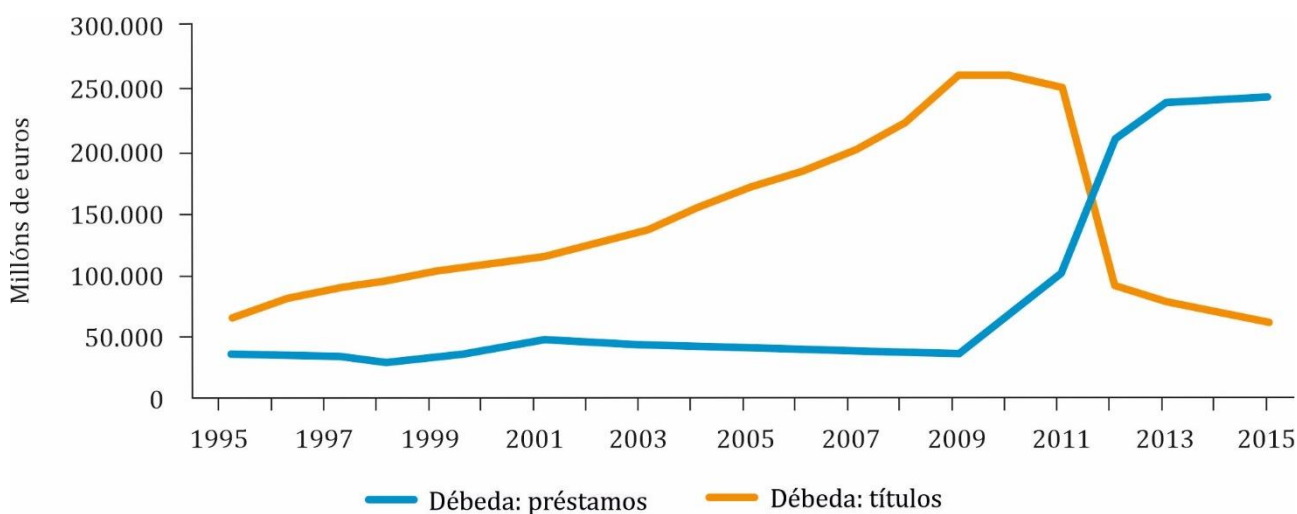


Figura 4. Composición en documentos de débeda. Fonte: elaboración propia con datos de Eurostat (<http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/setupdownloads.do>).

Por tal razón, en maio de 2010 no seo da UE, e en especial na ZE, iniciouse un forte debate sobre a posibilidade de apoiar con rescates económicos a membros da Unión<sup>6</sup>, xa que se puña en risco a continuidade do proxecto de integración. A quebra de Grecia golpeará fortemente os bancos e fondos de pensións de Alemaña e Francia aos que pertencía gran parte da débeda. A finais do ano 2010, a exposición dos bancos alemáns en Grecia era de 51 MMD, en tanto que a dos bancos franceses alcanzaba os 111 MMD (Tooze, 2018, p. 347).

Non hai que esquecer que no ano 2010 Berlín se negou á publicación das probas de resistencia dos seus bancos para non mostrar a seria deterioración do seu sistema financeiro, especialmente das entidades públicas. Alemaña atacou a posición doutros países para non mostrar a súa propia debilidade, xa que unha ducia dos seus bancos solicitaran axudas directas a Bruxelas, aínda que ningunha entidade grega o fixera.

O Hypo de Alemaña recibiu garantías públicas por 95 MME, o Commerzbank recibiu capital público por 20 MME, pero foron os bancos dos Länder os que tiveron os maiores problemas. De feito, Alemaña creou un banco malo para facerse cargo de activos tóxicos por un importe de 85 MME. Tamén é preciso pór sobre a mesa que a intervención dos especuladores contribuíu á crise, como a sospeita de fraudes e de falta de transparencia nos días previos ao 10 de maio, cando se anunciou un paquete por un importe dun billón euros. O Comité Europeo de Reguladores de Activos Financeiros (Committee of European Securities Regulators) sospeitou da existencia de manipulación dos prezos dos bonos e das accións que contribuíron á crise cando admitiron o 7 de maio que estaban a investigar unha “volatilidade excepcional” nos mercados (Misse e Pérez, 2010).

Esta situación levou a que a chanceler Merkel, obviando as obxeccións de Francia e do BCE, forzase a intervención do FMI, integrando a impopular troica da UE, o BCE e o FMI que “ditaría políticas a Grecia e aos demais países receptores de axuda financeira [...] a débeda grega existente pagaríase con novos préstamos da troica, con independencia de se o resultado era sustentable” (Tooze, 2018, p. 356).

<sup>6</sup> Adicionalmente, en maio de 2010 o BCE iniciou o seu Programa de Flexibilidade Cuantitativa mediante a compra de bonos de Goberno, co cal o BCE se converteu nun importante posuidor de débeda grega. Hai que ter en conta que este Programa foi unha desviación do principio vixente na eurozona de non rescatar gobernos pola vía de políticas monetarias.

Finalmente, o 2 de maio do 2010 aplicouse un primeiro programa de axuste económico para Grecia por un importe de 110.000 ME, dos que 80 mil millóns serían proporcionados por países da EZ e 30 mil millóns polo FMI. Estas contías serían outorgadas en trece tramos ao longo de tres anos, entre maio de 2010 e xuño de 2013. Con este acordo abriuse a porta á intromisión do FMI en asuntos europeos. Como afirma Guillén (2015, p. 127), facer investir ao FMI en Europa buscaba lembrarlles aos países atrasados desa rexión que, en realidade, máis que socios eran periferia, e que deberían someterse ás regras dos países dominantes.

Este rescate pola UE estivo composto por préstamos bilaterais a sete anos de vencemento medio e á taxa de xuros do Euribor a tres meses máis unha marxe de 200 puntos-base no tres primeiros anos. O préstamo do FMI tivo vencementos de tres anos tres meses a cinco anos e un tipo de xuros calculado como unha media ponderada de tipos de xuros de curto prazo americano, inglés, europeo e xaponés, máis un *spread* do 3%, e do 4% despois de tres anos (Triana, 2015). Este financiamento foi condicionado a unha maior diminución do gasto governamental mediante recortes salariais aos funcionarios, redución de pensións e aumento de impostos ás empresas, así como aumentos do IVE e dos impostos especiais sobre combustible, alcol e tabaco. Estas condicións fixeron que no ano 2011 a taxa de crecemento do PIB fose negativa nun 8,7% e que o déficit público se reducise ao 10,24%. O programa de financiamento, que especificaba as datas dos desembolsos por tramos e importes, na práctica non se levou a cabo con exactitude nin nos tempos marcados nin aínda menos nas cantidades establecidas. Dos 110 mil millóns de euros pactados, só foron entregados 73 mil millóns, dos que o 72,46% foi outorgado polos países da ZE e o 27,54% polo FMI.

Un segundo rescate chegou o 12 de maio do 2012, maioritariamente a cargo do FMI e dos Estados que conforman a ZE, por medio do FEEF. Pretendíase que este fora por un total de 130 MME, pero ao final o FEEF apoiou con 133,6 mil millóns e o FMI con 8,33 mil millóns de euros, obtendo unha suma total de 141,9 MME. O rescate virou ao redor de catro áreas: reestruturación para a sostibilidade fiscal, salvagardar a estabilidade financeira, mellorar o crecemento e a competitividade, e potenciar unha moderna Administración estatal pública. O custo foi a imposición, novamente, de políticas de austeridade co obxectivo de lograr unha diminución da brecha fiscal grega por medio dunha redución do gasto de 335 ME.

Este segundo rescate, con todo, foi utilizado para propósitos distintos como a recapitalización de bancos, a liquidación de pagos atrasados e o financiamento do orzamento público. O Goberno tampouco levou a cabo as políticas de austeridade que se comprometeu a impulsar, o que provocou un efecto negativo para a economía grega que, de novo, ameazaba con caer nun escenario de falta de pagamento. Non obstante, as políticas de austeridade que tiñan como eixe as reducións do gasto público non cambiaron. A redución foi de 34.024 millóns de euros no ano 2014, o que representou un 38,5% menos do que se tiña en 2008. Capítulos como Defensa reducíronse en 1,95 puntos porcentuais con respecto ao gasto total, pasando do 6,45% no ano 2008 ao 4,5% en 2014; o gasto por habitante pasou do 16,08% no ano 2008 ao 10,68% en 2014. A consecuencia foi un incremento do desemprego que no ano 2008 afectou ao 6,6% da PEA, e para o 2014 ao 24,8%.

No ano 2015 prodúcese un cambio importante ao ser electo como xefe de Goberno o candidato do partido de esquerda radical Syriza, Alexis Tsipras, que prometía poñerlles fin ás políticas de austeridade impostas polos gobernos anteriores. En febreiro de 2015, Tsipras afirmaba que Grecia non necesitaba un novo rescate, xa que os niveis de déficit diminuían aos poucos, aínda que a débeda non deixaba de acrecentarse, e que o seu plan de goberno tiña como obxectivo lograr estabilidade para a clase traballadora e recortar ou facer desaparecer os privilexios da clase acomodada. No entanto, en agosto de 2015 o Parlamento tivo que aprobar un novo rescate por un valor de 86 MME, cun período de graza de 32 anos, e que tiña como finalidade o pagamento por servizo da débeda, recapitalizar os bancos, cumprir con liquidacións atrasadas e financiar o orzamento. O obxectivo específico era facilitarlles ás autoridades o pagamento das obrigacións contratadas con axentes públicos e privados, diminuíndo a porcentaxe de débeda en mans de acredores privados e aumentando a débeda soberana.

Outra medida aplicada por parte do Goberno grego para contrarrestar as saídas de capital foi o chamado "corralito", que consistiu fundamentalmente en conter a cantidade de diñeiro en circulación.

Por exemplo, só se lles permitía aos posuidores de contas retirar do caixeiro 60 euros diarios. Ademais, a cantidade de diñeiro que podía levar consigo un grego cara ao estranxeiro non podía superar a cifra de 10.000 euros. Por outra parte, as transferencias cara ao estranxeiro non podían exceder os 10.000 ao día para as empresas, ou 4.000 euros cada dous meses para os particulares.

Este último rescate foi outorgado cunha vixencia de tres anos –iniciándose en agosto de 2015 e finalizando en xuño de 2018– e cunha previsión de execución en varios tramos. Desde o inicio do rescate e ata mediados do ano 2016, outorgáronse 28,9 MME, dos cales 13 mil millóns, en efectivo, foron desembolsados o 20 de agosto para pagar vencementos da débeda governamental, e 10 mil millóns para recapitalizar a banca. O resto do financiamento entregouse en cinco tramos, con cantidades que van desde 1 ata 7,5 MME.

No último rescate o Goberno viuse obrigado a vender activos por 50.000 millóns de euros para pagarlle ao Mecanismo Europeo de Estabilidade e poder financiar investimento (European Stability Mechanism [ESM], 2015). Os custos que o país heleno tivo que afrontar no curto prazo e outros cos que terá que lidar polo menos ata 2070 –data na cal se cumpren os prazos para a devolución dos tramos proporcionados– son dunha considerable magnitude, e apuntan a unha perda de soberanía debido á constante vixilancia do FEEF para o cumprimento das reformas estruturais acordadas como seguro para a obtención dos distintos tramos durante o financiamento. As reformas estruturais encamiñadas ao “crecemento” orientáronse á diminución do gasto público e ao aumento de impostos. Estas políticas afectaron directamente ao emprego e ao crecemento económico, provocando un panorama pouco alentador para a recuperación da economía grega no curto prazo.

Esta lóxica de rescates levou a impor unha carga de servizo de débeda difícil de soste no longo prazo. Desde a incorporación de Grecia á ZE e ata o ano 2008, a media anual de xuros pagados era de 9.670,88 ME, o que representaba o 5,36% do PIB. A partir da crise, os pagamentos incrementáronse ata alcanzar no ano 2011 os 15.067 millóns de euros, o que equivaleu ao 7,4% do PIB, aínda que coas reestruturacións de 2014 e coa diminución da contía dos xuros producidos polo capital a cifra diminuíu ata os 6.989 millóns de euros. Outro desembolso que Grecia estaba obrigada a pagar era o de transferencias de capital, que no mesmo período ascenderon ata os 9.856,77 ME de media anual, equivalente ao 5,38% do PIB. Esta cantidade anual foi crecendo ata acadar o seu maior nivel de 28.176 ME no ano 2013, o que supuxo que o 10,74% do produto nacional tivera que ser utilizado para o servizo da débeda. Non hai dúbida sobre os efectos do incremento no custo do refinanciamento (Varoufakis e Tserkezis, 2014, p. 55).

A evolución deste endebedamento tamén implica que os sectores responsables se modificaran ao longo do tempo. Entre os anos 2003 e 2009, o Goberno era o principal contratante, ao tempo que as sociedades de depósito ían adquirindo maior participación, chegando a ter un lugar significativo no período 2010-2012 como resultado das condicións do primeiro rescate. Así e todo, a partir do segundo rescate o Goberno converteuse no principal responsable do endebedamento, como se aprecia na Figura 5.

Ademais, os apoios financeiros proporcionados a Grecia obrigárona a realizar 15 paquetes de reformas entre os anos 2010 e 2018 que, como menciona o Consello Europeo, inclúen reformas no sector financeiro, na Administración Pública, nas obrigacións fiscais, no mercado laboral e de produtos, nas pensións e no programa de privatizacións. Segundo datos do Mecanismo de Estabilidade Europea, Grecia só devolveu a través do Fondo Helénico de Estabilidade Financeira a cantidade de 10,9 millóns de euros, co que o total da débeda se sitúa en 130,9 ME.

Tras dez anos desde que a economía grega caese en estado de crise, en agosto de 2018 a Comisión Europea deu por terminada a crise do rescate grego. Desde ese momento, Grecia depende dos mercados para o seu financiamento, o que supostamente implica que Atenas retoma a soberanía da súa política económica, aínda que con múltiples compromisos internacionais nada sinxelos de cumprir en termos de reformas e austeridade fiscal. Neste sentido cómpre considerar que o Goberno se comprometeu a manter un superávit primario do 3,5% do PIB ata o ano 2022 e superior ao 2% ata 2060, ao tempo que debe mellorar os salarios, as pensións e mais a sanidade pública. Esta tarefa de equi-



librio financeiro e de estabilidade fiscal parece difícil de administrar e a pesar de que os rescates lo-grasen restaurar o grao de confianza dos investidores e facilitar o dereito de acceso aos mercados fi-nanceiros, as afectacións na estrutura produtiva e no benestar da poboación perdurarán por máis tempo.

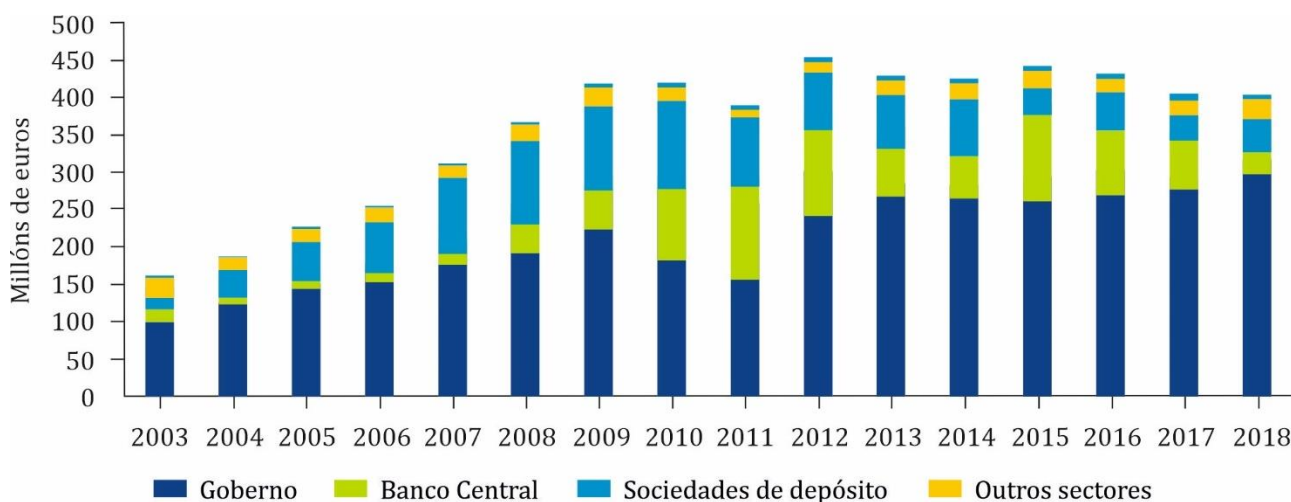


Figura 5. Composición da débeda grega por sector. Fonte: elaboración propia con datos de Eurostat (<http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/setupdownloads.do>).

## 7. Conclusións

Os problemas de déficit e de endebedamento de Grecia foran controlados no período previo ao ano 2008 por medio dos fluxos financeiros que recibiu ao converterse en membro da ZE e ao feito de que os xuros pagados pola adquisición de débeda pública se mantiñan nunha tendencia decrecente respecto ao PIB e a que non sumaban incrementos considerables ao total de débeda. Estas conxunturas fixeron que a Grecia se lle considerase como unha economía financeiramente estable na que os axentes de financiamento cuberto dominaban sobre os especulativos e Ponzi, con incrementos de crédito e de beneficios, tal e como razoa Minsky.

O drama grego posterior á caída na inestabilidade financeira ten raíces no cambio das características que experimentou a súa débeda tras a GR. En primeiro lugar, está a incorporación de Grecia á ZE, aínda cando non cumpría cos criterios de converxencia establecidos no Tratado de Maastricht, o que a converteu nunha economía débil fronte aos choques externos e respecto dos restantes membros da Unión. Tamén coadxuvou o xiro cara a un Estado de benestar, que obrigou ao Goberno a realizar gastos improdutivos, como tamén o foi a cantidade de facilidades crediticias implícitas na dinámica do financiamento motivado pola súa incorporación á ZE, que asolagou o país de importacións pero que, ante o descontrol financeiro posterior, propiciou a fuga de capitais e os problemas de liquidez. Isto obrigou ao Estado a recorrer a créditos con altas taxas de xuros baixo a presión dos acredores, públicos e privados, que só pretenderon resarcir a súa rendibilidade.

A narrativa anterior apunta a que Grecia, como unha entidade especulativa, viviu nun delicado equilibrio financeiro no que só facía falta que un choque modificase os seus patróns de financiamento para pór o país nunha situación de falta de pagamento, como propón a hipótese de inestabilidade financeira de Minsky. O comportamento financeiro grego mostra claramente como unha economía especulativa transita cara a un estado de financiamento no curto prazo e de comportamento Ponzi, debido á necesidade de liquidar o servizo da débeda e do capital prestado en condicións difíciles para obter crédito. No primeiro escenario pódese concluír que, mentres prevaleceron as condicións de fluxo continuo de

capital, Grecia puido controlar o pago de xuros producidos polas débedas contratadas tras a súa incorporación á zona euro. Este estado de relativa estabilidade financeira cambiou coa Gran Recesión do ano 2008, que causou a crise hipotecaria inducida polo gran capital transnacional a través das extravagancias do financiamento e transmitiu con violencia os seus efectos cara a distintos países, un dos cales foi Grecia. O carácter especulativo ao que transitara o sistema financeiro estaba incapacitado para lle facer fronte á inestabilidade financeira mundial. Os niveis de débeda e de déficit incrementáronse como unha bóla de neve ante a necesidade dun maior aparcamento a moi altas taxas de xuros para cumprir coas súas obrigacións de servizo da débeda, especialmente as que tiña con institucións privadas.

No segundo escenario, e unha vez que os xuros acumulados non puideron ser satisfeitos aos seus acredores como consecuencia da parada repentina dos fluxos financeiros e do pánico xeneralizado do sistema, veu a baixa na cualificación da débeda governamental, que obrigou ás autoridades a transitar por unha senda de austeridade. Os gobernos víronse forzados a aceptar rescates financeiros de organismos europeos e internacionais para afrontar problemas de liquidez e cubrir compromisos de pago, o que comportou tanto un cambio do tipo de axentes posuidores de documentos de débedas como o tipo de activos con altos niveis de taxas de xuros.

Aínda que se pode argumentar que a Grecia se lle outorgaron as axudas posibles apegadas ao marco regulador da zona monetaria para que puidese regresar de novo ao carreiro de crecemento económico, eses importes financeiros foron outorgados baixo unhas condicións que repercutiron severamente no sector produtivo. As restricións sobre o gasto corrente para diminuír os niveis de déficit público e, polo tanto, a débeda influíron de forma negativa nos niveis de emprego e nas pensións nun escenario de deflación, venda de empresas paraestatais e controis na retirada de efectivo dos bancos. A práctica destas políticas de austeridade reduciu ao mínimo o gasto público e asfixiou o mercado interno, o cal repercutiu negativamente no crecemento, no emprego e na Seguridade Social, e produciu efectos desastrosos sobre o cidadán común. Non ocorreu así cos axentes financeiros, como foi o caso dos bancos que foron apoiados cando o Goberno absorbía as débedas.

Sen deixar de recoñecer que existiu un grao de ineficacia no gasto público, é un desatino aseverar que os niveis de débeda que creceron –e seguen crecendo– foron causados polos excesos do gasto corrente e do benestar social porque, aínda tendo un superávit primario do 1,8% do PIB, Grecia ten no ano 2018 unha débeda superior á que alcanzou nos anos máis fortes da crise. Argumentouse neste traballo que o tamaño da crise tivo a súa principal causa no nivel do servizo da débeda, que aumentou significativamente polos xuros en beneficio dos acredores, e que levaron a un efecto bóla de neve. A masa total de débeda do país non responde unicamente ao dispendio governamental –que si houbo–, senón principalmente ao pago do servizo da débeda en que tivo que incurrir para que os bancos dos países do norte non tivesen que afrontar a súa propia crise.

## Bibliografía

- Blyth, M. (2014). *Austeridad. Historia de una idea peligrosa*. Barcelona: Crítica.
- Doncel, L., e Sánchez Vallejo, M.A. (31 de xullo de 2017). Grecia se aleja de la depresión con tibias señales de mejora. *El País*. Recuperado de [https://elpais.com/economia/2017/07/30/actualidad/1501435168\\_069215.html](https://elpais.com/economia/2017/07/30/actualidad/1501435168_069215.html)
- Drucker, P. F. (1986). The changed world economy. *Foreign Affairs, (primavera)*, pp. 768-791.
- European Stability Mechanism (ESM). (2015). ESM proposal for the tranche of E26 billion under the Financial Assistance Facility Agreement for Greece. Recuperado de <https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2015-08-14esmproposalfor1sttranche.pdf>
- Eurostat (2015). *Eurostat your key to European statistics*. Luxembourg, Luxembourg: Eurostat. Recuperado de <http://ec.europa.eu/eurostat>
- Galbraith, J. K. (2007). *El crash de 1929*. México DF, México: Ariel.
- Gruić, B., e Wooldridge, P. (2012). Mejoras en las estadísticas del BPI sobre títulos de deuda. *BIS Quarterly Review, (December)*, 1-15. Recuperado de [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1212h\\_es.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1212h_es.pdf)



- Guillén, A. (2015). *La crisis global en su laberinto*. México DF, México: Biblioteca Nueva.
- Hernández, I. (20 de xuño de 2011). El jardín de las delicias griegas. *El Mundo*. Recuperado de <https://www.elmundo.es/elmundo/2011/06/19/internacional/1308472242.html>.
- Kindleberger, C. P., e Aliber, R. Z. (2011). *Manias, panics and crashes: A history of financial crises*. London, England: Palgrave Macmillan.
- Lapavitsas, C. (2009). *El capitalismo financiarizado. Expansión y crisis*. Madrid: Maia.
- Levy, N. (2013). La evolución de las deudas en México: ¿mayor financiamiento o mayor especulación financiera? En G. Mantey e T. S. López González (Eds.), *La nueva macroeconomía global distribución del ingreso, empleo y crecimiento* (pp. 273-297). Nezahualcóyotl, México: UNAM, FES Aragón.
- Lianos, I. (2015). La crisis del endeudamiento de Grecia. *Foreign Affairs Latinoamérica*, 15(2), 80-90.
- Lois, A. (8 de decembro de 2009). Standard & Poor's amenaza con bajar la nota a Grecia. *El País*. Recuperado de [https://elpais.com/diario/2009/12/08/economia/1260226801\\_850215.html](https://elpais.com/diario/2009/12/08/economia/1260226801_850215.html)
- Mandamadiotou, K. (2013). El carácter de la crisis griega. *International Relations Quarterly*, 4(1), 1-9. Recuperado de [http://www.southeast-europe.org/pdf/13/dke\\_13\\_E\\_p\\_Harikleia-K-Mandamadiotou\\_El-caracter-de-la%20crisis-griega\\_Eva-Besleme.pdf](http://www.southeast-europe.org/pdf/13/dke_13_E_p_Harikleia-K-Mandamadiotou_El-caracter-de-la%20crisis-griega_Eva-Besleme.pdf).
- Menkhoff, L., e Tolksdorf, N. (2001). *Financial market drift. Decoupling of the financial sector from the real economy?* Berlín, Germany: Springer-Verlag.
- Minsky, H. P. (1986). *Stabilizing an unstable economy*. Annandale-On-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College.
- Minsky, H. P. (1992). *The financial instability hypothesis*. Annandale-On-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College.
- Misse, A., e Pérez, C. (20 de xuño de 2010). ¿Por qué Berlín ataca a España? *El País*. Recuperado de [https://elpais.com/diario/2010/06/20/economia/1276984802\\_850215.html](https://elpais.com/diario/2010/06/20/economia/1276984802_850215.html)
- Mourenza, A. (6 de maio de 2010). *Noticias desde: Grecia. Diario de la crisis griega I: El expulsado*. Recuperado de <https://noticiasdesdegrecia.wordpress.com/inicio-tesis-2010/>
- Munevar, D. (2011). Crisis de la deuda en Europa: ¿cerca del colapso? Liège, Belgium: Comité para la Abolición de las Deudas Iletítimas (CADTM). Recuperado de <http://www.cadtm.org/Crisis-de-la-Deuda-en-Europa-Cerca>
- Pagoulatos, G. (2017). Greece: Searching for light at the end of the tunnel. *Intereconomics. Review of European Economic Policy*, 52(2), 66-67. DOI: <https://doi.org/10.1007/s10272-017-0646-y>
- Parguez, A. (2002). Le modèle européen de l'Union Monétaire: l'harmonisation par l'austérité. *Journée d'Études du Centre d'Études de la Pensée et les Systèmes Économiques*. Grenoble, France.
- Rozo, C. A. (2003). Apertura, crecimiento y estructura financiera. El desacoplamiento financiero a la mexicana. En G. Mantey e N. Levy (Coords.), *Financiamiento del desarrollo con mercados de dinero y capital globalizados* (pp. 207-252). Naucalpan de Juárez, México: UNAM-Acatlan / Ciudad de México, México: MA Porrúa.
- Rozo, C. A. (2011). *Caos en el capitalismo financiero global*. Ciudad de México, México: Océano / UAM-México.
- Rozo, C. A. (2013). El euro y la doble crisis de la Unión Europea. *Matices*, 22, 118-138.
- Salvatierra, J. (7 de setembro de 2017). Grecia e Italia, los países de la UE con más autónomos. *El País*. Recuperado de [https://elpais.com/economia/2017/09/06/actualidad/1504708638\\_758448.html](https://elpais.com/economia/2017/09/06/actualidad/1504708638_758448.html)
- Sánchez Vallejo, M.A. (29 de abril de 2018). Los ninis forzosos de la crisis en Grecia. *El País*. Recuperado de [https://elpais.com/internacional/2018/04/19/actualidad/1524154571\\_113071.html](https://elpais.com/internacional/2018/04/19/actualidad/1524154571_113071.html)
- Schularik, M., e Taylor, A. (2012). Credit booms gone bust: Monetary policy, leverage cycles and financial crisis, 1870-2008. *American Economic Review*, 102(2), 1029-1062. DOI: <http://dx.doi.org/10.1257/aer.102.2.1029>
- Stiglitz, J. E. (3 de xuño de 2011). Stiglitz afirma que las políticas de austeridad condenan a los países a la debilidad. *El País*. Recuperado de [https://elpais.com/economia/2011/06/03/actualidad/1307086382\\_850215.html](https://elpais.com/economia/2011/06/03/actualidad/1307086382_850215.html)
- Temin, P. (1991). *Lessons from the Great Depression*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Triana, P. (21 de xullo de 2015). Las transferencias a Grecia. *El Mundo*. Recuperado de <https://www.elmundo.es/economia/2015/07/21/55ad2b59ca474140318b458e.html>
- Tooze, A. (2018). *Crash. Cómo una década de crisis financieras ha cambiado el mundo*. Barcelona: Crítica.
- Varoufakis, Y., e Tserkezis, L. (2014). Financialization and the financial and economic crisis: The case of Greece. *Studies in Financial Systems*, 25. Financialization, Economy, Society and Sustainable Development (FESSUD). Recuperado de [http://fessud.eu/wp-content/uploads/2012/08/FESSUD\\_studies-in-financial-systems\\_Greece\\_final\\_Study25.pdf](http://fessud.eu/wp-content/uploads/2012/08/FESSUD_studies-in-financial-systems_Greece_final_Study25.pdf)
- Vence, X. (2014). *Crisis y fracaso de la Unión Europea neoliberal: una alternativa soberanista y democrática*. Madrid: Eneida.

Zettelmayer, J., Avgouleas, E., Eichengreen, B., Poiras Maduro, M., Panizza, U., Portes, R., Wedwe di Mauro, B., e Wyplosz, C. (2018). How to solve the Greek debt problem. *Peterson Institute for International Economics Policy Brief*. Washington DC, WA: Peterson Institute for International Economics.

Recuperado de <https://www.piie.com/system/files/documents/pb18-10.pdf>