

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

FACULTAD DE ECONOMÍA



**“Grecia: impacto y consecuencias de la crisis de la deuda
en la zona euro (2008-2012)”**

**Tesis que para obtener el título de
LICENCIADO EN ECONOMÍA**

Presenta la alumna

Nallely Izel Bautista Pérez

ASESORA

DRA. ALICIA ADELAIDA GIRÓN GONZALES

MÉXICO, D. F. JUNIO 2013

A MI MADRE

*Por creer en mi, por su apoyo incondicional y sus consejos
“Te amo, me has guiado con el ejemplo”*

PRESENTACIÓN

La idea del presente trabajo de investigación surgió en un contexto económico complicado, pues en el año 2008 estalló una crisis en Estados Unidos, conocida como “crisis de las hipotecas subprime”. Esta crisis surgió como consecuencia del elevado impago de créditos hipotecarios otorgados a personas poco solventes. Dichas personas, a pesar de su poca solvencia económica, fueron un gran atractivo para los inversionistas, pues, aun cuando se corrían altos riesgos de impago, la adquisición de sus activos podía representar beneficios todavía más elevados.

La mencionada crisis hipotecaria, posteriormente, desencadenaría la crisis de deuda en la zona euro. Pero vayamos por partes. Muchas instituciones financieras, como bancos, aseguradoras y fondos de inversión, que tenían una parte significativa de sus inversiones en este tipo de hipotecas, se vieron enormemente afectadas, principalmente las aseguradoras. Porque, cuando se incrementó el impago de éstas, el resultado fue de desconfianza y pánico entre los inversionistas; lo cual se vio reflejado en la contracción del crédito, la caída en las bolsas de valores de todo el mundo y en la quiebra de muchas de estas.

Ahora bien, en una economía con circuitos financieros cada vez más integrados se produce algo parecido a un efecto dominó: la caída de una ficha genera, irremediabilmente, la caída de las demás.

Así, la caída de la ficha estadounidense produjo efectos devastadores en diversas instituciones financieras de Europa que se encontraban expuestas a este tipo de hipotecas directa o indirectamente. Fue entonces que algunos gobiernos europeos se vieron en la

necesidad de emprender acciones de rescate, para evitar la quiebra de algunas instituciones. Pero había una falla en el plan; puesto que los rescates gubernamentales trajeron consigo un incremento del gasto, del déficit y la deuda pública, lo cual, más adelante, desencadenaría en algunos países la crisis de deuda.

Y fue entonces que, a principios de agosto, y sólo por citar algunos ejemplos, el banco alemán *IKB* fue rescatado por una institución financiera pública, el *BNP Paribas*, de Francia, se encontró con problemas de liquidez, el *Deutsche Bank*, uno de los más importantes bancos de inversión global, también registró importantes pérdidas. Y en Grecia, los cuatro bancos principales: *Banco Nacional de Grecia*, *Banco Piraeus*, *Eurobank* y el *Alpha*, tuvieron que ser rescatados o refinanciados por el gobierno. Ayuda que se ofreció con fondos prestados por sus socios de la zona euro, ya que, el gobierno griego en sí, no contaba con suficientes fondos para el pago de su propia deuda.

Si realizamos una analogía, y vemos a la zona euro como una cadena, Grecia resultaría ser el eslabón más débil. Y con todo y eso, podría desencadenar una crisis de mayor envergadura; resultado de un “contagio” en el sistema financiero y de la pérdida de confianza que su quiebra generaría en la zona euro. Además, por si no fuera suficiente, esto pondría en duda dicho proyecto: al verse limitada la capacidad de algunos gobiernos para superar este tipo de problemáticas, esta misma falta de capacidad se podría ver reflejada en los demás socios. Por esta razón decidí centrarme en Grecia.

Grecia fue uno de los primeros países en la eurozona que se vio sumamente perjudicado por la crisis hipotecaria de los Estados Unidos. Representa solamente el 2% de la economía dentro de la zona, y pese ello, logró que países con mayor porcentaje económico, por decirlo de alguna manera, como Portugal e Irlanda, se “contagiaran” (ya porque se vieran reflejados en el caso de Grecia o por medio de su sistema financiero a

través de bonos soberanos). Si países con una economía más representativa, como España o Italia, llegaran a tener problemas serios de financiamiento, automáticamente “contagiarían” a países de la talla de Francia y Alemania. Y éstos, a su vez, al Reino Unido y de vuelta a Estados Unidos.

Sin duda, tal problemática nos debe llevar a reflexionar sobre el rumbo que está siguiendo la economía. Estados Unidos y el viejo continente están enfrentando serios problemas económicos, y esto ha dado paso a que países emergentes, como China, sean cada vez más relevantes a nivel mundial. Y por otra parte, es a través de la crisis que se muestran, por un lado, las fallas existentes del libre mercado, y por otro, las enormes deficiencias de los gobiernos para salvaguardar la calidad de vida de su gente.

En el primer caso, las fallas del libre mercado, al ir funcionando sin regulaciones adecuadas, ocasionaron que las instituciones financieras se sobre endeudaran y terminaran recurriendo a subsidios del gobierno. Por lo que los dirigentes políticos se vieron en la necesidad de adoptar medidas para proteger el sistema financiero. Medidas que no necesariamente beneficiaban a la población. Lo que nos lleva al segundo caso.

Con ayuda de la tecnología; Internet y las redes sociales, ahora podemos informarnos, casi al instante, de lo que está ocurriendo política y económicamente en prácticamente todo el mundo. Y en gran medida, gracias a esto hemos podido ser “testigos” de la inconformidad social que ha resultado de las medidas implementadas para resolver la crisis: recortes en el gasto público, incremento de impuestos, disminuciones salariales, etc. Lo cual refleja las deficiencias a la hora de poner en práctica los conceptos de “igualdad, democracia y justicia social”.

AGRADECIMIENTOS

Detrás de cada trabajo, siempre hay personas que nos apoyan y animan a seguir adelante, brindándonos de diferentes maneras su solidaridad.

Agradezco:

A la Dra. Alicia Girón:

Por haberme guiado en la realización de este trabajo. Por sus enseñanzas, por confiar en mí, y sobre todo, por ser un gran ejemplo de dedicación, disciplina y constancia en el trabajo. Es una mujer admirable.

A mi mamá, Oli:

Eres, y serás siempre, mi mejor amiga. Sin tus consejos, comprensión y apoyo jamás lo hubiera logrado.

A mi familia:

Mi abuelita, tías, tíos, primos y primas. Todos han contribuido a mi desarrollo personal, todos son una parte de mí.

A mi mejor amigo, Irving:

El camino por la Facultad fue más ligero con tu apoyo incondicional.

A mis amigas:

Sus energías, risas y bromas eran lo mejor del día.

A la UNAM:

Por todo lo que encierras y significas para mí. Me has brindado la oportunidad de aprender, de conocer a grandes personas... y de progresar. Fuiste toda una experiencia.

Índice

Introducción	13
Capítulo 1. Marco Teórico	17
1.1 “Hipótesis de la Inestabilidad Financiera”	18
1.2 “Ondas Largas en las relaciones financieras: Factores financieros en las depresiones mas severas II”	20
1.3 “Teoría de la Deuda-Deflación en las grandes depresiones”	21
1.4 Definición de deuda soberana y déficit público	24
Capítulo 2. Inicio de la crisis de la deuda en Grecia	25
2.1 Antecedentes de la crisis de la deuda	26
2.2 Rescates Bancarios	27
2.3 Pacto para la estabilidad y crecimiento	29
2.4 Inicio de la crisis	34
Capítulo 3. Medidas de contención adoptadas ante la crisis	37
3.1 Actuación del Banco Central Europeo: Movimientos en las tasas de interés	39
3.2 Grecia: Plan de Austeridad	41
3.2.1 Anexo: Plan de Austeridad (de 2009-2012)	44
3.3. Medidas tomadas por la Unión Europea	47
3.3.1. Creación del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF)	50
3.3.2. Aprobación del rescate	52
3.3.3. Condonación de la deuda	54
3.4 Impacto en el desempleo de Grecia y los IPSI	57

Capítulo 4. Profundización de la crisis: Inestabilidad y fragilidad en los mercados de los GIPSI	60
4.1 PIB, Déficit y Deuda en Portugal, Irlanda, Italia, España y Grecia	62
4.3 Movimientos de los índices bursátiles más representativos, y de las tasas de interés de los bonos soberanos a 10 años de los GIPSI	65
4.4 Credit Default Swaps sobre los bonos soberanos de los GIPSI	74
Conclusiones	81
Glosario	85
Bibliografía	90
Hemerografía	92

Índice de cuadros y gráficas

Cuadros

Cuadro 2.1	Deuda y déficit de Grecia como % del PIB	27
Cuadro 2.2	Rescates bancarios a principios del siglo XXI, como % PIB	28
Cuadro 2.3	Déficit y Deuda Gubernamental de Grecia como %PIB	34
Cuadro 3.1	Cambios en la tasa de refinanciación del BCE	40
Cuadro 3.2	Plan de Austeridad 2009	44
Cuadro 3.3	Plan de Austeridad 2010	45
Cuadro 3.4	Plan de Austeridad 2011	46
Cuadro 3.5	Plan de Austeridad 2012	46
Cuadro 3.6	Principales tenedores de deuda griega en el 2011	48
Cuadro 3.7	Descripción general de los desembolsos, miles de millones de euros a partir de diciembre de 2011	53
Cuadro 3.8	Acreedores de la deuda griega (en millones de euros) en el 2012	55

Gráficas

Gráfica 2.1	Deuda Gubernamental de Grecia como %PIB	35
Gráfica 2.2	Déficit Gubernamental de Grecia como %PIB	36
Gráfica 3.1	Acreedores de la deuda griega	56
Gráfica 3.2	Reestructuración de la deuda (en millones de euros)	56
Gráfica 3.3	Desempleo en Grecia como Porcentaje del total de la fuerza laboral	57
Gráfica 3.4	Desempleo como Porcentaje del total de la fuerza laboral	58
Gráfica 3.5	Pronóstico de la tasa de desempleo en Grecia como % del total de la fuerza laboral	59

Gráfica 3.6	Pronóstico del Producto Interno Bruto a precios constantes a partir del 2013 en Billones de euros	59
Gráfica 4.1	Producto Interno Bruto miles de millones de \$US	62
Gráfica 4.2	Deuda del gobierno central como %PIB	63
Gráfica 4.3	Déficit gubernamental como %PIB	64
Gráfica 4.4	Rendimiento de los Bonos a 10 años	66
Gráfica 4.5	Movimientos de los índices: ATHEX vs ISEQ (2008-2012)	68
Gráfica 4.6	Movimientos de los índices: ATHEX vs PSI20 (2008-2012)	68
Gráfica 4.7	Movimientos de los índices: ATHEX vs IBEX35 (2008-2012)	69
Gráfica 4.8	Movimientos de los índices: ATHEX vs FTSE/MIB (2008-2012)	70
Gráfica 4.9	Movimientos de los índices: ATHEX vs CAC40 (2008-2012)	70
Gráfica 4.10	Movimientos de los índices: ATHEX vs DAX (2008-2012)	71
Gráfica 4.11	Tipo de cambio euro-dólar	72
Gráfica 4.12	Tasa de interés de los bonos soberanos: Grecia vs Alemania (2008-2012)	73
Gráfica 4.13	Tasa de interés de los bonos soberanos: Portugal vs Alemania (2008-2012)	73
Gráfica 4.14	Tasa de interés de los bonos soberanos: Italia vs Alemania (2008-2012)	73
Gráfica 4.15	Tasa de interés de los bonos soberanos: España vs Alemania (2008-2012)	73
Gráfica 4.16	Tasa de interés de los bonos soberanos: Irlanda vs Alemania (2008-2012)	73
Gráfica 4.17	Credit Default Swaps de los bonos soberanos de Grecia a 5 años	76
Gráfica 4.18	Credit Default Swaps de los bonos soberanos de Portugal a 5 años	76

Gráfica 4.19	Credit Default Swaps de los bonos soberanos de Irlanda a 5 años	77
Gráfica 4.20	Credit Default Swaps de los bonos soberanos de España 5 años	78
Gráfica 4.21	Credit Default Swaps de los bonos soberanos de Italia a 5 años	79

INTRODUCCIÓN

La crisis de la deuda en Grecia ha tenido un impacto profundo en los países de la periferia europea (Irlanda, Portugal, España e Italia) pero también ha tenido consecuencias graves para algunos países de mayor envergadura ya que esta deuda estaba contratada principalmente con bancos franceses y alemanes. Al estallar la crisis, el gobierno se enfrenta ante la imposibilidad de seguir pagando la deuda soberana. Posteriormente, hay una pérdida de confianza agravada por el incremento de las tasas de interés de los bonos soberanos y los precios de los *Credit Default Swaps(CDS)*.

A lo largo de la historia hemos sido testigos de fenómenos económicos que son capaces de alterar al mundo entero: las crisis financieras. En los últimos años, la frecuencia con la que se suceden resulta alarmante, y va en aumento; desde la famosa crisis del 29 en EE.UU, la de México en 1994, la asiática en 1997, la de Argentina en el 2001, la crisis económica del 2008 y, actualmente, la crisis de deuda en la zona euro, sólo por mencionar algunas. Resulta interesante, y de suma importancia para los economistas, estudiar dichos fenómenos. Por tal motivo, el presente trabajo de investigación se centra en Grecia: en el enorme impacto que pudo llegar a tener una economía tan modesta como la suya y en las consecuencias que generó en algunos países de la región de la zona euro.

Éste, es un estudio cuyo principal objetivo es exponer, de manera breve y sencilla, el origen y desarrollo de la crisis en la que esta sumida ahora Grecia; una crisis que se encuentra ya en su quinto año de duración y que no refleja signos de mejora o culminación, sino por el contrario, se ha expandido por la región, llegando a países de mayor envergadura. La finalidad, es entender el “contagio” a algunos socios de la zona, como

Portugal, Irlanda, Italia y España, los cuales, para propósitos de este trabajo, se abreviarán como GIPSI (abreviación acuñada por Paul Krugman)

A partir de que la crisis hipotecaria golpeó a la zona euro, el Producto Interno Bruto (PIB) de esta región decreció en promedio -4.3% en el 2009, reduciéndose en cifras de hasta dos dígitos, y el desempleo se ha venido incrementado a niveles inusuales. Sin duda, algunos países, como Grecia, están pasando por una *Gran Depresión* que no ve una tendencia hacia la recuperación ni hacia el hundimiento completo (hecho que esta causando grandes daños a personas que carecen de empleo).

Hipótesis:

Ante el incremento desmedido de la deuda griega, que desembocó en una crisis debido, en parte, a los rescates emprendidos por el gobierno, este país fungió como catalizador para que esta problemática pronto se viera reflejada, y alcanzara, a los IPSI. No sólo eso, inmediatamente la fragilidad y la inestabilidad financiera a través de los circuitos financieros y la pérdida de confianza expresada en el incremento de las tasas de interés de los bonos soberanos afectaron a los acreedores de Grecia y del resto de los países periféricos de Europa así como a los precios de los *Crédit Default Swaps*.

Así, el primer capítulo, dedicado a la base teórica, permitirá entender mejor la problemática de la crisis. Para ello se exponen dos trabajos elaborados por Hyman Minsky: “*Hipótesis de la Inestabilidad Financiera*” y “*Ondas Largas en las relaciones financieras: Factores financieros en las depresiones más severas II*”; además de uno elaborado por Irving Fisher: “*La Teoría de la Deuda-Deflación en las grandes depresiones*”; también se presentan los conceptos de déficit y deuda, definidos por el Banco Mundial.

Ambos autores, Irving Fisher y Hyman Minsky, desarrollaron el tema de la inestabilidad financiera; el primero explicó cómo se llega a esta inestabilidad en el ciclo

económico a través del manejo inadecuado del crédito; el segundo, consideró a la deuda como la causa principal del estallido de una crisis. Dichas teorías coinciden en que el problema fundamental radica en el crédito y la deuda.

El segundo capítulo abarca los antecedentes de la crisis de la deuda en Grecia, con la finalidad de entender cómo y por qué se inició, ya que este país, desde su ingreso a la zona euro, nunca ha cumplido adecuadamente los límites de déficit y deuda. Se expone el “Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento”, el cual fue quebrantado debido a los rescates bancarios que el gobierno de Grecia, y los demás países periféricos de la eurozona, otorgaron como consecuencia de la crisis del 2008.

En el capítulo tres se desarrollan las soluciones presentadas por la Comunidad Europea (CE), el Banco Central Europeo (BCE), en conjunto con el Fondo Monetario Internacional (FMI), conocidos también como la *Troika*, las cuales profundizaron el desempleo y la fragilidad económica, por lo que la crisis se expandió como una epidemia a los países periféricos: Irlanda, Portugal, Italia y España, debido a la interdependencia existente entre los circuitos financieros y monetarios de la moneda común. Se abordan las reformas que ha venido implementando Grecia, incluidas en los Planes de Austeridad, la creación del Fondo de Estabilidad Financiera, la aprobación de los rescates y la condonación de la deuda.

Y finalmente, en el cuarto capítulo, se analiza el PIB, déficit y deuda de los IPSI, lo cual, a su vez, permitirá entender los movimientos en las bolsas de valores de estos países, así como de la tasa de interés de los bonos soberanos y de los *Credit Defaul Swaps*, ya que estos reflejan la incertidumbre, el “contagio” y la pérdida de confianza en los mercados ante la posibilidad de la quiebra de Grecia.

CAPÍTULO PRIMERO

MARCO TEÓRICO

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

John Maynard Keynes

MARCO TEÓRICO

Con el objetivo de presentar una base teórica que facilite el análisis y la comprensión de la crisis de deuda en Grecia, se abordan los principales elementos de la “Hipótesis de la Inestabilidad Financiera”, de Hyman Minsky. Esta teoría es adecuada para explicar la crisis de la deuda porque expone y analiza el tránsito de un sistema financiero fuerte a uno frágil a través del uso excesivo del crédito. Además, menciona la creciente participación del gobierno en el refinanciamiento de las instituciones financieras.

Del mismo autor, se retoma el trabajo “Ondas Largas en las relaciones financieras: Factores financieros en las depresiones más severas II”. El cual explica, de forma breve, los mecanismos de contención utilizados en épocas de crisis, por ejemplo, la actuación del Banco Central como prestamista.

También se expone la “Teoría de la Deuda-Deflación en las grandes depresiones”, de Irving Fisher, que desarrolla y describe el papel de la deuda y la deflación como elementos cruciales en las grandes depresiones.

Y por último se describen los conceptos de déficit y deuda establecidos por el Banco Mundial.

A continuación resaltaré las ideas más relevantes de los textos antes mencionados.

1.1 “Hipótesis de la Inestabilidad Financiera”

Minsky menciona, en la “Hipótesis de la Inestabilidad Financiera”, que cuando una economía se encuentra en crecimiento, ésta tiende a moverse de una estructura financiera

dominada por unidades con financiamiento cubierto, a una estructura en la cual hay gran peso de unidades con financiamiento especulativo y ponzi.

Para aclarar: las unidades, o empresas, con un financiamiento cubierto son aquellas en las que los flujos de efectivos les permiten cumplir con todos sus compromisos de pago, intereses, y con el financiamiento principal o amortizaciones; las unidades especulativas son aquellas en las que los flujos de efectivo únicamente permiten cumplir con los intereses, pero no con el financiamiento principal, por lo que necesitan un refinanciamiento; y por último, las unidades ponzi son aquellas en las que los flujos de efectivo son insuficientes para pagar tanto el financiamiento principal como con los intereses, por lo que necesitan pedir un nuevo préstamo para cumplir con sus obligaciones. (Minsky, 1992).

Esto quiere decir que los agentes económicos tienden a sobre endeudarse cuando el sistema financiero es fuerte para incrementar el nivel de beneficios. Así, pasan de ser unidades con capacidad de pago a unidades con financiamiento ponzi, en las cuales necesitan un nuevo refinanciamiento, ya que éstas no tienen la suficiente liquidez para cubrir tanto el *principal* como los intereses. (Minsky, 1992).

En una economía donde se utiliza el crédito para elevar el nivel de beneficios de las instituciones financieras mediante la titulización, podemos suponer que estas instituciones, y las empresas en Grecia, se sobre endeudaron, o incrementaron su nivel de apalancamiento, asumiendo mayores riesgos con el fin de elevar sus ganancias. Sin embargo, debido a la incertidumbre en el sistema financiero tras la crisis de las Hipotecas Subprime, el sistema bancario comenzó a restringir el crédito con elevadas tasas de interés, por lo que las empresas pasaron de ser unidades con un financiamiento cubierto a ser unidades con financiamiento especulativo o bien, ponzi.

Debido a esto, el gobierno griego tuvo que actuar como prestamista de las instituciones financieras, para que éstas no restringieran el crédito a las empresas e individuos, y de esa manera evitar un colapso en el sistema financiero. Sin embargo, esto trajo como consecuencia un incremento excesivo en la deuda y déficit del gobierno.

1.2 “Ondas Largas en las relaciones financieras: Factores Financieros en las depresiones más severas II”

Hyman Minsky en “Ondas Largas en las relaciones financieras: Factores Financieros en las depresiones más severas II”, Minsky menciona los mecanismos de contención que fueron implementados como resultado de la crisis de 1929, mismos que continúan siendo vigentes, aunque con algunas variantes, y que a grandes rasgos son:

1. Déficit gubernamentales, con el objetivo de mantener y sostener los flujos de efectivo y las utilidades.
2. Un seguro de fondos y depósitos especiales bajo control gubernamental que garantizaran las pérdidas de las instituciones financieras sobre sus activos, para que de esta manera no llegaran hasta los depositantes.
3. El Tesoro, que refinanció los depósitos insolventes de las instituciones aseguradoras.
4. El Banco Central, que incrementó la liquidez después de la crisis para que los términos financieros mejoraran. (Minsky1999)

La mayor parte de estas estrategias han sido implementadas como consecuencia de la crisis del 2008. Lamentablemente, esto trajo como consecuencia una crisis de mayor magnitud; ya que los déficits gubernamentales y los depósitos bajo control gubernamental, que garantizaron las pérdidas de las instituciones financieras, fueron demasiado elevados, por lo que naciones como Grecia y España pronto se encontraron con problemas de endeudamiento.

1.3 “La Teoría de la Deuda-Deflación en las Grandes Depresiones”

Como ya se dijo anteriormente, la crisis en Grecia es el resultado de un sobre endeudamiento financiero refinanciado con otro sobre endeudamiento gubernamental, por lo que es útil hacer uso de “La Teoría de la Deuda-Deflación en las Grandes Depresiones”, de Irving Fisher. Que explica y analiza las grandes depresiones como resultado de un mal manejo de la deuda y la deflación. Además, expone las siguientes consecuencias en la economía cuando existe un estado de endeudamiento:

- 1) Se liquida la deuda, lo que origina ventas de urgencia.
- 2) Como consecuencia de las ventas de urgencia viene una contracción y desaceleración de los depósitos en moneda.
- 3) Lo anterior origina una caída en el nivel de precios, es decir, un incremento en el valor del dólar.
- 4) Si no se induce a una reflación, habrá una caída en el valor neto de las empresas, y con ello se dará inicio a una serie de quiebras.
- 5) Caen las utilidades de las empresas.

6) Lo que provoca una reducción en el producto, el intercambio comercial y el empleo de fuerza de trabajo.

7) El desempleo y las quiebras conllevan al pesimismo y pérdida de confianza.

8) Se genera atesoramiento y una desaceleración en la velocidad de circulación.

9) Y todo lo anterior ocasiona perturbaciones en las tasas de interés. Principalmente una reducción de las tasas nominales, o dinero, y una elevación en las tasas reales de interés o bienes. (Fisher, 1933)

Cabe señalar que Fisher desarrolla un orden lógico y uno cronológico en el curso de las variables (que sólo son aproximadas), pues dichos sucesos se pueden entrecruzar y están sujetos a cambios.

Y siguiendo el ya mencionado curso de estas variables, se produce la teoría de que el fin del sobre endeudamiento es a través de la quiebra; siempre y cuando no se aplique una reflación, ya que una vez que éstas suceden, se detiene el sobre endeudamiento y comienza a reducirse para dar paso a la recuperación. Es decir, "... la salida natural de una depresión es por medio de la quiebra, el desempleo y la hambruna." (Fisher, 1933)

Esto significa que Grecia no ha quebrado gracias a los préstamos que sus socios de la zona euro le han otorgado, sin embargo, dichos recursos no pueden ser utilizados para su reactivación económica (inversión, creación de empleo, etc.), sino que son utilizados, en su mayoría, para rescates financieros o para el pago de intereses a sus acreedores. Por eso continúa en crisis.

Pese a eso, si no se le hubiesen otorgado esos préstamos, la crisis podría haber sido aún más profunda; pues no habría podido cumplir con sus obligaciones de corto plazo y con

ello se habrían originado una serie de quiebras que inmediatamente “contagiarían” al sistema financiero de toda la zona euro.

Con respecto a esto, Fisher hace hincapié en la importancia de las medidas de “respiración artificial” para la economía (Fisher, 1933):

“Si no se hubiese aplicado la respiración artificial habríamos sido testigos de una quiebra general de las compañías de garantía hipotecaria, los bancos que ofrecen el servicio de ahorro, las compañías de seguros de vida, ferrocarriles, municipios y estados. Es probable que el gobierno federal no hubiera podido pagar sus cuentas sin recurrir a la impresión de más billetes, lo que habría constituido un caso tardío de respiración artificial. Si nuestros gobernantes hubiesen insistido entonces en dejar la recuperación a la naturaleza y hubiesen rechazado la posibilidad de influir en cualquier forma, habrían tratado vanamente de equilibrar el presupuesto deshaciéndose de más empleados gubernamentales, elevando impuestos para salir a flote, o tratando de recuperarse pidiendo más préstamos, por lo que en muy poco tiempo habrían dejado de ser nuestros gobernantes, ya que el mismo gobierno nacional no habría tenido solvencia, de ahí que probablemente habría sobrevenido una especie de revolución política que no hubiera esperado hasta las próximas elecciones”.

Por otra parte, es preciso mencionar que el Banco Central Europeo no puede actuar como prestamista de última instancia por lo acordado en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea; pero los países que integran la zona euro sí pueden otorgar préstamos voluntarios. A través de esto se puso en marcha el Fondo de Estabilidad Financiera, el cual tiene la función de apoyar mediante préstamos a los países en crisis.

No obstante, esta intervención no ha sido suficiente para equilibrar el presupuesto del gobierno griego, debido a que los recursos se están utilizando para el pago de intereses y no para la recuperación económica. Por el contrario, en Grecia se han producido importantes cambios en su administración, se han incrementado los impuestos y el nivel de desempleo es cada vez mayor.

1.4. Definición de deuda soberana y déficit público

En la línea del marco teórico, es necesario mostrar una definición del concepto de déficit público y deuda soberana, ya que permitirá entender la participación de estas variables en las cuentas nacionales, y por ende, en la crisis Griega.

El Banco Mundial (datos.bancomundial.org) y el FMI definen a la deuda soberana como deuda del gobierno central:

“La deuda es el saldo total de obligaciones contractuales directas a plazo fijo del Gobierno a otros pendientes en una fecha determinada. Incluye los pasivos internos y extranjeros, como dinero, depósitos a la vista, valores excepto acciones, y préstamos. Es el volumen bruto de pasivos del Gobierno menos el monto de acciones y derivados financieros en manos del Gobierno. Como la deuda es un saldo y no un flujo, se mide en una fecha determinada; por lo general, el último día del ejercicio.”

Es importante considerar esta definición puesto que, en el Tratado de Maastrich, los países que integran la unión monetaria del euro se comprometieron a limitar su nivel de déficit público y de deuda. Pese a eso, países como los GIPSI, evadieron este compromiso financiándose a través de otro tipo de instrumentos, principalmente con derivados; porque estos no se contabilizan en las cuentas nacionales para el cálculo de la deuda.

Con respecto al déficit, el Banco Mundial ofrece la siguiente definición:

“Son los ingresos (incluidas las donaciones) menos gastos, menos la adquisición neta de activos no financieros. En el Manual de EFP 1986 los activos no financieros se incluyen en los ingresos y gastos en términos brutos...”

Cuando el gasto público del gobierno supera a sus ingresos en un determinado periodo de tiempo, se dice que tiene déficit. Y para cubrir este déficit, regularmente el Estado acude a tomar medidas de endeudamiento.

CAPÍTULO SEGUNDO
INICIO DE LA CRISIS DE LA DEUDA EN GRECIA

*"Nunca serás rico si tus gastos exceden a tus ingresos;
y nunca serás pobre si tus ingresos superan a tus gastos"*

Thomas Chandler

INICIO DE LA CRISIS DE LA DEUDA EN GRECIA

Para entender el origen de la crisis de la deuda en Grecia es necesario analizar las causas que la fueron generando, tomando en cuenta dos puntos principales: las reformas que Grecia había venido implementando desde que se integró a la Unión Europea en 1981, las cuales originaron que su deuda y déficit crecieran; y el estallido de la crisis hipotecaria de 2008, la cual dio pie a los rescates financieros, y con ellos, al aumento de su deuda y déficit.

2.1 Antecedentes de la crisis de la deuda en Grecia

En 1981, el primer ministro de Grecia, impulsó las reformas que le permitieron cumplir con los requisitos necesarios para que su país fuera miembro de la Unión Europea. Promovió, por ejemplo, la nacionalización de empresas privadas con déficit y la reducción de impuestos a las rentas elevadas, al capital y a las empresas. Sin embargo, para alcanzar estos objetivos y lograr ser un Estado de Bienestar, el gobierno se vio en la necesidad de endeudarse, debido al elevado déficit que se estaba generando como resultado de la reducción de los impuestos antes mencionados.

Con el siguiente primer ministro, Mitsotakis, el déficit y la deuda de Grecia continuaron incrementándose, de 1990 a 1993. Pero fue con el ministro Simits (1996-2004), cuando ambas variables se redujeron, hasta que en años posteriores al 2000, Grecia nuevamente tuvo incrementos continuos de deuda y déficit. Tal como se observa en el cuadro siguiente:

Cuadro 2.1 Deuda y déficit de Grecia como % del PIB							
Grecia	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Deuda del Gobierno Central (% del PIB)	110.32	113.08	109.72	107.88	109.87	125.05	127.86
Déficit como % del PIB	-9.22	-6.76	-6	-3.91	-3.21	-3.76	-4.63

Fuente: Banco Mundial, Deuda y déficit de Grecia (<http://databank.worldbank.org>)

En el 2004, durante el gobierno de Constantinos *Karamanlís*, nuevamente se impulsó una reforma tributaria para disminuir los impuestos sobre el capital en un 10%, lo cual, en el primer año, no provocó incremento alguno sobre el déficit o la deuda. Pero, para cuando entra Yorgos Papandreou, en 2009, el nivel de deuda y déficit ya se había incrementado abruptamente, hasta 142% y -16% respectivamente, como consecuencia de la crisis hipotecaria de 2008. Cabe destacar que, en un año, el déficit se incrementó casi la mitad de lo que, por ejemplo, se había incrementado durante los 7 años previos a 2008; y de la misma manera, la deuda se incrementó 12% en ese año (2008).

2.2 Rescates bancarios

Una de las causas principales de la crisis en Grecia fue la crisis hipotecaria del 2008. Debido a que desembocó en una crisis de deuda, ocasionada por la intervención que el gobierno griego realizó en la economía mediante rescates bancarios, con la finalidad de evitar una quiebra de sus instituciones financieras. Dicha intervención gubernamental consistió en aportes de capital, compra de activos, préstamos por la tesorería, provisiones de liquidez y garantías. Estas medidas también se aplicaron en España, Italia, Portugal, Francia y Alemania, los cuales vieron reflejado el rescate en un incremento de su déficit

presupuestal o bien, en el incremento de su deuda soberana (Clemente, 2011). Aquí cabe citar a Joseph E. Stiglitz, Premio Nobel de Economía en el 2001, quien, a su parecer, no se rescata a Grecia con estas medidas, sino que se rescata a los bancos alemanes:

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

En el cuadro 2.2 se muestran los rescates bancarios, como porcentaje del PIB, de diversos países que integran la Unión Europea. Reino Unido encabeza el mayor financiamiento gubernamental con 19.8% de su PIB, seguido por Grecia con 5.4%.

Cuadro 2.2 Rescates bancarios a principios del siglo XXI, como % PIB		
País	Total de apoyos (aportes de capital, compra de activos y préstamos por la Tesorería, apoyo del Banco Central, provisiones de liquidez y garantías)	Financiamiento gubernamental desembolsado
Italia	3.8	1.3
Grecia	11.6	5.4
Portugal	14.4	2.4
Francia	19.0	1.5
Alemania	21.7	3.7
España	22.8	4.6
Reino Unido	47.5	19.8

Fuente: OECD (2009) The Financial Crisis: reform and exit strategies

2.3 Pacto para la Estabilidad y Crecimiento

El Pacto para la Estabilidad y Crecimiento es un acuerdo realizado por los Estados que conforman la Unión Europea con el fin de regular su política fiscal –mediante un límite de déficit y deuda–, para que la Unión Económica y Monetaria (UEM) pudiera tener una mayor coordinación de las políticas fiscales y así respaldar el buen funcionamiento de la moneda. Para conseguir dicha coordinación, los estados se comprometieron a evitar deudas y déficits presupuestarios excesivos, es decir, deben cumplir con un ratio déficit/PIB del 3%, y un ratio deuda/PIB del 60% (ec.europa.eu). Esto se encuentra estipulado en El Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, en sus artículos 121 y 126 (de los cuales presentaré una pequeña síntesis) , y que, por cierto, incluye los acuerdos del Tratado de Maastrich.

En este Pacto, los Estados miembros se comprometen a tener una disciplina fiscal que, de no ser aprobada por el Consejo Europeo, y cumplida, pondría en marcha el procedimiento de déficit excesivo, que comprende varias etapas y consiste en recomendaciones al Estado miembro para superar dicho déficit. Éste, las debe cumplir según plazos establecidos, pero si no lo hace, el Consejo deberá pasar a la siguiente etapa hasta llegar a la imposición de sanciones financieras. Dicho procedimiento se encuentra en el artículo 121, y del cual también presentaré un pequeño resumen, ya que proporcionan un panorama que ayudará a comprender un poco más las diferentes etapas por las que ha transitado la crisis en Grecia.

El procedimiento de déficit:

❖ Artículo 121 (antiguo artículo 99 TCE):

1. Los Estados miembros considerarán sus políticas económicas como una cuestión de interés común y las coordinarán en el seno del Consejo.
2. El Consejo (de la Unión Europea) elaborará un proyecto de las directrices generales de las políticas económicas de los Estados miembros y de la Unión, y presentará un informe al Consejo Europeo, quien debatirá y elaborará una conclusión para poder emitir una recomendación, la cual establecerá orientaciones generales.
3. El Consejo supervisará la evolución económica de cada uno de los Estados miembros de la Unión, así como la coherencia de las políticas económicas con las orientaciones generales y procederá, regularmente, a una evaluación. A efecto de esta supervisión multilateral, los Estados miembros informarán a la Comisión acerca de las medidas importantes que hayan adoptado en el ámbito de su política económica, y cualquier otra información que consideren necesaria.
4. Cuando se compruebe que las políticas económicas de un Estado miembro no están en consonancia con las orientaciones generales mencionadas, o supone un riesgo para el buen funcionamiento de la unión económica y monetaria, la Comisión estará en libertad de emitir una advertencia. Y el Consejo podrá dirigir las recomendaciones necesarias, y pronunciarse, sin tomar en cuenta el voto del representante del Estado en cuestión.
5. El Presidente del Consejo y la Comisión informarán al Parlamento Europeo sobre los resultados de la supervisión multilateral. El Parlamento y el Consejo podrán adoptar normas relativas al procedimiento de supervisión multilateral contemplado en los apartados 3 y 4.

❖ Artículo 123:

“Queda prohibida la autorización de descubiertos o la concesión de cualquier otro tipo de créditos por el Banco Central Europeo y por los bancos centrales de los Estados miembros, denominados en lo sucesivo «bancos centrales nacionales», en favor de instituciones, órganos u organismos de la Unión, Gobiernos centrales, autoridades regionales o locales u otras autoridades públicas, organismos de Derecho público o empresas públicas de los Estados miembros, así como la adquisición directa a los mismos de instrumentos de deuda por el Banco Central Europeo o los bancos centrales nacionales”.

❖ Artículo 126 (antiguo artículo 104 TCE):

1. Los Estados miembros evitarán déficits públicos excesivos.
2. La Comisión supervisará la evolución de la situación presupuestaria y el nivel de endeudamiento público en los Estados miembros con el fin de detectarlos. Asimismo, examinará la disciplina presupuestaria con base en dos criterios:

A) Si la proporción entre el déficit público previsto, o real, y el producto interno bruto rebasa un valor de referencia, a menos que:

- La proporción haya descendido y llegado a un nivel que se aproxime al valor de referencia.
- O que, alternativamente, el exceso sobre el valor de referencia sea sólo excepcional, y temporalmente se mantenga cercano al valor de referencia.

B) Si la proporción de la deuda pública y el Producto Interno Bruto rebasan un valor de referencia, a menos que la proporción disminuya y se aproxime al valor de referencia a un ritmo satisfactorio.

3. Si un Estado miembro no cumple los requisitos de uno, o ambos, criterios, la Comisión elaborará un informe. El informe también tomará en cuenta si el déficit público supera los gastos públicos de inversión, y considerará todos los demás factores pertinentes, incluida la situación económica a mediano plazo, y presupuestaria, del Estado miembro.
4. El Comité Económico y Financiero emitirá un dictamen sobre el informe de la Comisión, y si la Comisión considera que un déficit excesivo se presenta, o puede presentarse, en un Estado miembro, enviará un aviso a dicho Estado, e informará de ello al Consejo.
5. El Consejo decidirá si existe un déficit excesivo.
6. Si el Consejo concluye que existe un déficit excesivo, adoptará las recomendaciones dirigidas al Estado miembro en cuestión con el fin de llevar esta situación a su fin en un período determinado. Sin perjuicio de lo dispuesto en el apartado 8, dichas recomendaciones no se harán públicas.
7. Si el Consejo comprueba que no ha habido acción efectiva alguna en respuesta a sus recomendaciones en el plazo fijado, el Consejo podrá hacerlas públicas.
8. Si un Estado miembro persiste en no poner en práctica las recomendaciones del Consejo, éste podrá exigir al Estado presentar informes con arreglo a un calendario específico para examinar los esfuerzos de ajuste de dicho Estado.
9. Los derechos de recursos previstos en los artículos 258 y 259, no podrá ejercerse en el marco de los párrafos 1 a 9 del presente artículo. (Los Artículos 258 y 259 se refieren al derecho de la Comisión, o de un Estado, a denunciar a un Estado ante el Tribunal de Justicia de la Unión Europea en caso de que éste incumpla alguno de los Tratados).
10. Mientras un Estado miembro no cumpla se aplicarán una o varias de las siguientes medidas:

- Exigir al Estado miembro que publique información adicional antes de emitir obligaciones y valores.
- Recomendar al Banco Europeo de Inversiones que reconsidere su política de préstamos respecto al Estado miembro interesado.
- Exigir al Estado miembro interesado hacer un depósito, sin devengo de intereses, por un importe apropiado hasta que el déficit excesivo, a juicio del Consejo, se haya corregido.
- Imponer multas de una magnitud apropiada.

11. El Consejo derogará algunas, o la totalidad de las recomendaciones mencionadas, en la medida en que el déficit excesivo del Estado miembro se haya corregido.

12. Al tomar las decisiones, o recomendaciones, mencionadas en los apartados 8, 9, 11 y 12, el Consejo se pronunciará en una recomendación a la Comisión.

13. Disposiciones adicionales, relacionadas con la aplicación del procedimiento descrito en este artículo, se establecen en el Protocolo sobre el procedimiento de déficit excesivo, anexo a los Tratados.

Es importante que los Estados miembros cumplan con el límite de déficit y deuda. De no hacerlo y encontrarse en crisis, éstos no podrán acudir al Banco Central Europeo a pedir un préstamo (según el artículo 123 del Tratado del Funcionamiento de la Unión Europea), y tampoco podrán devaluar la moneda del euro. Es decir, los países que integran la Zona Euro cedieron dos instrumentos con los cuales se puede hacer frente a una crisis: los tipos de cambio y los tipos de interés.

Una vez expuestos los artículos 121, 123 y 126, a continuación se describe el desarrollo de la crisis de la deuda griega, y con ello, el procedimiento de la Comisión y la actuación del Banco Central y Grecia para superar el déficit y la deuda excesiva.

2.4 Inicio de la Crisis

La crisis en Grecia comenzó a intensificarse durante el gobierno de Yorgos Papandreu, cuando éste publicó que las perspectivas reales de déficit fiscal que se tenían para el 2009 eran de 12.7% del PIB; más de 9 puntos arriba de lo pactado (<http://elpais.com/diario/2009/12/08/>). Ante este anuncio, la calificadora *Standard and Poor's* amenazó con bajar la calificación A- de los bonos griegos, a BBB+ (aunque las agencias *Moody's* y *Fitch* ya lo habían hecho), pues pronosticaba también un incremento de su deuda a 125% del PIB; 65 punto arriba de lo acordado. Sin embargo, el déficit y la deuda gubernamental, como porcentaje del PIB en el 2009, fue de casi 15.5% y 127% respectivamente; 2.8% y 2% más de lo pronosticado:

Cuadro 2.3 Déficit y deuda gubernamental de Grecia como %PIB												
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Déficit	- 4.439	- 4.835	- 5.713	- 7.421	- 5.584	- 5.957	- 6.672	- 9.735	- 15.559	- 10.628	- 9.178	- 7.198
Deuda	103.7	101.4	97.2	98.8	100.2	106.1	105.4	110.7	127.1	142.7	163.3	161.2

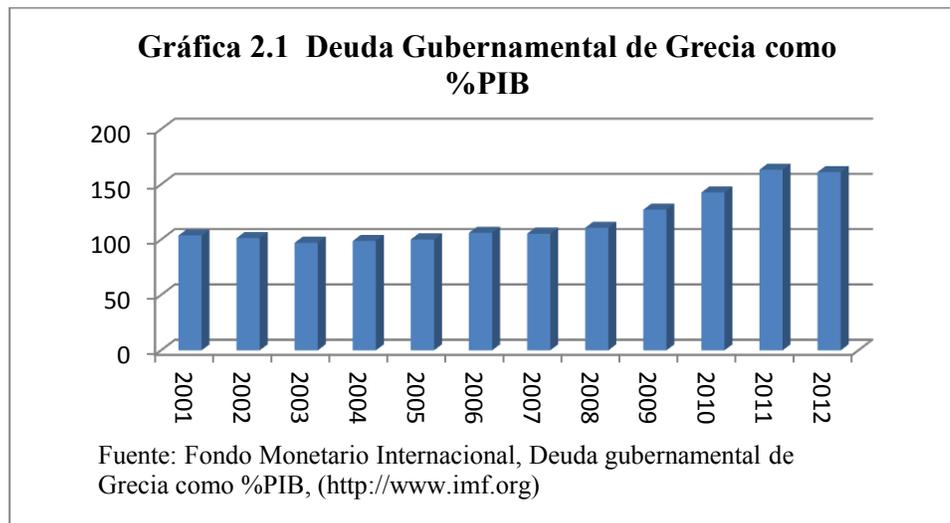
Fuente: Fondo Monetario Internacional, Déficit y deuda gubernamental de Grecia como %PIB (<http://www.imf.org>)

Tras estos pronósticos, el índice general de la Bolsa de Atenas (ASE) cayó un 6.04%. Los títulos de deuda pública se depreciaron y la rentabilidad del bono a 10 años se disparó hasta 5.34%. Es decir: los inversionistas exigían mayor rentabilidad por asumir el riesgo en la compra de los bonos griegos. (<http://elpais.com/diario/2009/12/09/>)

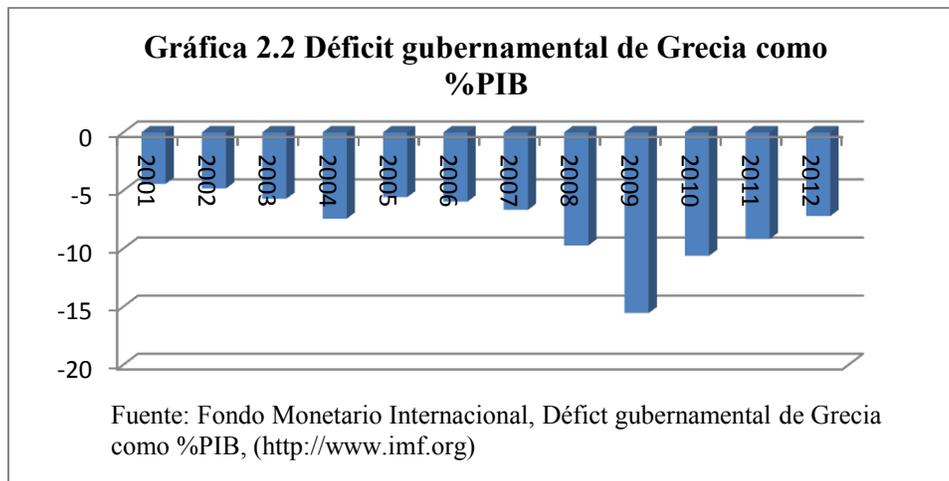
Como resultado del incremento en el déficit, la deuda, y de la reducción en la calificación de los bonos griegos, los principales bancos del país cayeron en el índice general de la Bolsa de Atenas (ASE). El Banco Nacional de Grecia cayó 9.95%, el Banco

de Pireo un 8% y el EFG Eurobank un 6.5%, debido a que estas entidades utilizan los títulos de deuda pública como garantía ante el Banco Central, y la reducción de su calificación significa una disminución en la rentabilidad de los mismos. (<http://elpais.com/diario/2009/12/09/>)

Tras estos sucesos, se generalizó la desconfianza entre los inversionistas, ocasionando, primero, un incremento en la rentabilidad de los bonos griegos al 5.34% y, posteriormente, el incremento en la rentabilidad en los bonos de Portugal, Italia, Irlanda, y España (IPSI). La desconfianza en los IPSI se propagaba, y con ello se incrementaba el costo de financiamiento. A continuación se presentan gráficas de deuda y déficit en Grecia, en las cuales se observa un incremento acelerado a partir de la crisis hipotecaria del 2008:



Desde que Grecia ingreso al euro, su déficit gubernamental como porcentaje del PIB siempre fue superior a 3%, lo pactado en el Tratado de Maastricht, pero ya para el 2001 fue de -4.4%, y se incrementó hasta -7.4% en el 2004.



Del año 2004 al 2005, Grecia logró reducir su déficit 1.8%, sin embargo, a partir del 2005 y hasta el 2009, nuevamente se fue incrementando hasta llegar a -16%. Es decir, hubo un aumento, poco más de nueve puntos porcentuales, durante este periodo de tiempo, teniendo su mayor aumento tras la crisis hipotecaria del 2008. El déficit logró tener una reducción significativa a partir del año 2010 como consecuencia de los Planes de Austeridad: del 2010 al 2011, el déficit gubernamental se redujo del -15.5% al -10.6%.

Como se puede observar, la deuda y el déficit del gobierno tuvieron un mayor crecimiento a partir del estallido de la crisis hipotecaria en EE. UU., ya que el gobierno de Grecia, y en general los gobiernos de la zona euro, tuvieron que implementar enormes rescates bancarios para resguardar el sistema financiero. Es debido a la magnitud de dichos rescates que los inversionistas comenzaron a dudar de la posibilidad de que las naciones con problemas de financiamiento similares a los de Grecia pudieran hacer frente a sus obligaciones.

Así, el siguiente capítulo expondrá en qué consisten los Planes de Austeridad que lograron reducir el déficit gubernamental.

CAPÍTULO TERCERO

MEDIDAS DE CONTENCION ADOPTADAS ANTE LA CRISIS

*Ningún pueblo cree en su gobierno.
a lo sumo, los pueblos están resignados.*

Octavio Paz

MEDIDAS DE CONTENCION ADOPTADAS ANTE LA CRISIS

Las medidas tomadas para superar la crisis de la deuda en Grecia han dependido, principalmente, de tres actores: el Banco Central Europeo, la Unión Europea, representada por la Comisión Europea y Grecia. Por esta razón, el capítulo se divide en tres puntos importantes que toman en consideración las medidas que cada actor ha venido implementando en consonancia con los otros dos y con el Fondo Monetario Internacional, ya que esta institución ha contribuido con los rescates emprendidos a Grecia.

Aquí cabe hacer la distinción entre la Comisión Europea, el llamado eurogrupo, y el euro sistema, ya que en muchas ocasiones se suelen confundir estos dos conceptos. La autoridad económica y política de la zona euro, o eurozona, reside principalmente en la Comisión Europea, el *eurogrupo*. Éste último, conformado por los ministros de economía y finanzas de cada país miembro. Esta institución se encarga de vigilar el cumplimiento de los Tratados y de reunir a los ya mencionados ministros con el objetivo de discutir los problemas que afectan a la eurozona. Por otra parte el *eurosistema* es la autoridad monetaria de la zona euro, conformada por los bancos centrales nacionales de los países miembros de la Unión Europea (cuya moneda es el euro), y por el Banco Central Europeo.

El Banco Central Europeo por otra parte, se encarga de definir y ejecutar las políticas monetarias más adecuadas para mantener la estabilidad de precios y un sistema financiero estable. Además, se encarga de vigilar al sector bancario de la eurozona y tiene la facultad de autorizar la emisión de moneda. Es de suma importancia en épocas de crisis, ya que otorga préstamos a los diferentes bancos e instituciones financieras que se ven en problemas de financiamiento. De no intervenir, podría generarse una quiebra masiva, o

bien, una crisis de deuda nacional, resultado de los rescates que el gobierno local pudiera llegar a brindar a estas instituciones.

Una vez aclarado el funcionamiento de cada institución, es importante seguir teniendo en cuenta a lo largo de este capítulo, los artículos 121, 123 y 126 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, anteriormente tratados, puesto que con ellos se ha intentado dar solución a la crisis.

3.1 Actuación del Banco Central Europeo: Movimientos en las tasas de interés

Con la creación de la zona euro, los diversos países que la conforman cedieron algunos instrumentos fundamentales de los que podía hacer uso, su Banco Central Nacional para hacer frente a una crisis, por ejemplo, el control de las tasas de interés para inyectar liquidez a la economía, los tipos de cambio, los préstamos o la devaluación de la moneda. Pues, según el artículo 123 del Tratado para el Funcionamiento de la Unión Europea, el Banco Central Europeo no puede actuar como prestamista de última instancia, o adquirir deuda de alguno de los estados miembros.

Sin embargo, desde septiembre de 2008, se puso en marcha el mecanismo al que hace referencia Minsky en su obra “Ondas Largas en las relaciones Financieras: factores financieros en las depresiones más severas”. El Banco Central Europeo tomó medidas para inyectar liquidez a la economía como respuesta a la crisis hipotecaria estadounidense y, de esta manera, mejorar los términos financieros. Estas medidas también ayudaron al financiamiento de Grecia, por lo que es menester hacer hincapié en ellas.

“El 4 de Diciembre de 2008, el Banco Central Europeo (BCE) bajó su tasa de referencia, esto es la aplicable a las operaciones principales de financiamiento del euro sistema, en 75 puntos básicos, dejándola en 2.50%. Fue la primera vez desde la introducción del euro (1999) que el BCE recortó tanto su tasa, pues la reducción máxima había sido de medio punto porcentual. La institución bajo a 3% el servicio marginal del crédito, por el que presta dinero a las entidades, y a 2% el servicio de depósito, por el que remunera el dinero. El 15 de enero de 2009, bajó a 2%... en la primera semana de Marzo la tasa de referencia bajo a 1.50%, y en Mayo, a 1%.” (Girón, 2011).

Debido a la dureza de la crisis, el 5 de Julio de 2012, el presidente del Banco Central Europeo bajó las tasas de interés a mínimos históricos: la de refinanciación, quedó en 0.75%, la de facilidad marginal de crédito en 1.50% y la de facilidad de depósito en cero. Estas reducciones se hicieron para contribuir a que bajara más el Euribor (tipo de interés al que están referenciadas la mayor parte de las hipotecas en España) y para evitar que los bancos de la zona euro depositaran su dinero en el BCE, lo que conseguiría impulsar el crédito en el mercado monetario. En el siguiente cuadro se pueden observar con facilidad las fechas y cambios que ha habido en la tasa de refinanciación.

Cuadro 3.1 Cambios en la tasa de refinanciación del BCE	
04/12/2008	2,50%
15/01/2009	2,00%
05/03/2009	1,50%
02/04/2009	1,25%
07/05/2009	1,00%
07/04/2011	1,25%
07/07/2011	1,50%
03/11/2011	1,25%
08/12/2011	1,00%
05/07/2012	0,75%

Fuente: Banco Central Europeo,
<http://www.ecb.int/ecb/html/index.es.html>

El presidente del Banco Central Europeo, Mario Draghi, también anunció nuevas iniciativas para hacer frente a la crisis, como la creación de un mecanismo de supervisión bancaria único. Esta medida comenzará a funcionar a partir de Marzo de 2014, y con ello se tendrá la posibilidad de recapitalizar a los bancos con problemas de liquidez y que rebasen los 30 mil millones de euros en activos. Además, uno de sus objetivos primordiales es luchar contra la excesiva especulación financiera.

3.2 Grecia: Planes de Austeridad

Cuando el gobierno de Yorgos Papandreu publicó que el déficit real pronosticado de Grecia era de 12.7% del PIB, muy por arriba de lo acordado en el Pacto de la Estabilidad y Crecimiento, la Comisión Europea pidió a esta nación tomar las medidas necesarias para disminuir su déficit y su deuda. Para conseguirlo, el gobierno griego aplicó políticas de “ahorro” –o sea, un Plan de Austeridad-, lo que significó hacer recortes en su gasto público, incrementar los impuestos, disminuir salarios, etc.

Dichas medidas no sólo tenían el propósito de satisfacer a la Comisión Europea en lo referente a lo acordado en el pacto, sino que pretendían estabilizar los mercados financieros, pues los inversionistas temían que Grecia no cumpliera con sus obligaciones, se declarara en quiebra, y que además “contagiara” a sus socios, principalmente a los IPSI.

El 20 de Diciembre de 2009, el gobierno de Giorgios Papandreu anunció el Plan de Austeridad, con él se pensaba reducir el déficit del 12.7% al 3% en el 2012.

Pero antes de continuar, cabe mencionar que dicho Plan ha sido objeto de modificaciones con el paso de los años y el transcurso de la crisis, porque las primeras medidas no fueron suficientes para lograr una reducción significativa en el déficit y la

deuda. Asimismo, hay que tener en claro que este tipo de medidas no están orientadas a estimular el crecimiento en la economía, por lo que difícilmente Grecia habría podido sanear sus finanzas públicas, y así hacer frente a sus compromisos de pago sin recurrir a la ayuda de sus socios.

Las medidas del Plan de Austeridad implementado en 2009, así como las modificaciones que sufrió en los años posteriores, serán expuestas en un anexo al final de este subtema.

Ahora bien, debido a la gravedad de la crisis, el gobierno griego se vio forzado a tomar medidas adicionales de austeridad para reducir el déficit, ya que la Unión Europea consideraba necesario que Atenas ahorrara **30 mil millones de euros en los siguientes tres años** (aproximadamente 38.415 mmd), para que en 2014 el déficit no superase el 3% del PIB.

Así, Grecia se vio en la necesidad de pedir ayuda a sus socios del euro para evitar la quiebra. No obstante, para ser acreedor a un rescate, con valor de **110,000 millones de euros en un lapso de tres años** (aproximadamente 140.855 mmd), el país debía seguir implementando políticas de austeridad rigurosas. Entonces, Yorgos Papandreu se vio en la necesidad de respaldar más medidas extraordinarias, acordadas con la Unión Europea (UE) y el Fondo Monetario Internacional (FMI).

El Plan fue aprobado por el parlamento griego en Mayo, y su validación por parte del FMI y de la UE tuvo lugar el 9 de Junio, evitando con ello la bancarrota de Grecia. Sin embargo, las calificadoras rebajaron la calificación de los bonos griegos al nivel de bonos basura, en otras palabras: consideraban a Grecia como un lugar con un alto riesgo para la inversión, con fines meramente especulativos.

Por otra parte, la Comisión Europea también respaldó el Plan de Austeridad, pero anunció que lo sometería a revisión cada tres meses, ya que los objetivos eran muy ambiciosos y conllevaban bastantes riesgos.

Para el 2011, Grecia pidió un segundo rescate a la Unión Europea, con un valor de aproximadamente 130,000 millones de euros (aproximadamente 140.855 mmd), y a la par, presentó un nuevo el Plan de Austeridad. Las medidas se dieron a conocer el 21 de Septiembre de 2011, pero previo a la aprobación, Yorgos Papandreu pidió un referéndum sobre la re-financiación de la deuda helénica, lo que puso en riesgo el rescate y las negociaciones con la Unión Europea. Al final, dicho referéndum no se llevó a cabo, y el 11 de Noviembre, Yorgos Papandreu dimitió, quedando en su lugar el tecnócrata Lucas Papademos.

El nuevo Plan fue aprobado en Febrero de 2012, y tenía el objetivo de acelerar el programa de privatización de empresas públicas, con lo cual el estado buscaba ingresar 50 mil millones de euros (aproximadamente 64.025 mmd), y ahorrar **6,400 millones de euros adicionales** (aprox. 8195.2 md), en su presupuesto del 2012.

Debido a las duras políticas de austeridad, el PIB de Grecia tuvo contracciones significativas, de hasta 6% en los últimos meses del 2011. Esto complicó aún más el poder reducir el nivel de déficit y deuda hasta los límites acordados, ya que, aunado al deterioro del país, la desconfianza de los inversionistas creció y el costo de financiación se incrementó de manera desmedida.

Con todo, Grecia anunció que en el 2012 y 2013, el plan de reformas y ajustes alcanzaría los 13,000 millones de euros (16.64 mmd aprox.). Porque incluía una rebaja del 22% en el salario mínimo, el recorte de 150,000 plazas de funcionarios (hasta 2015) y el de

las pensiones que rebasaran los 1,300 euros. (<http://economia.elpais.com>)

Y pese a las políticas aprobadas el 12 de Febrero, la Troika y el FMI pidieron a Grecia intensificar sus recortes como requisito para desbloquear el segundo rescate y así evitar la quiebra de Grecia, ya que el país heleno debía cumplir con algunas obligaciones en Marzo con valor de 14,500 millones de euros.

(<http://economia.elpais.com/economia/2012/02/16/>)

Finalmente, para que el segundo rescate fuera desbloqueado, la Troika pidió a Grecia ceder soberanía fiscal: permitir la presencia permanente de representantes de las instituciones internacionales (es decir, la Comisión Europea, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Central Europeo), para asegurar el cumplimiento de las reformas. Además, se pactó la creación de una cuenta bloqueada para que el dinero recaudado sólo fuera destinado a satisfacer el pago de intereses y el Principal de su deuda, antes de utilizarlo para sus facturas; como sueldos o pensiones.

ANEXO: **Plan de Austeridad (de 2009 a 2012)**

Cuadro 3.2 Plan de Austeridad 2009
Recorte de la Seguridad Social en un 10%.
Congelación de los salarios del sector público en más de 2,000 € al mes.
Los empleos temporales del sector público se reducirán en un tercio.
Sustitución de uno de cada cinco trabajadores del sector público para el 2011.
Recorte en gastos militares, reducción de los suministros en los hospitales y otras empresas públicas.
Reducción de las remuneraciones de los consejeros de las empresas públicas en un 50%.
Impuesto del 90% a los bonos de los ejecutivos de los bancos.
Posible reintroducción de una tasa fiscal a las propiedades, herencias y donaciones.

Fuente: Comisión Europea, Economic Adjustment Programme for Greece (http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2012/op94_en.htm)

Cuadro 3.3 Plan de Austeridad 2010
Congelación de salarios de funcionarios durante al menos tres años y eliminación de la 13ª y 14ª paga para aquellos que ganasen más de 3,000 €.
Bonificaciones, para funcionarios que se encontrasen por debajo de los 2,500 € mensuales, de 250 € en Semana Santa y en vacaciones, y de 500 en Navidad.
Reducción en un 8% de los bonos de funcionarios, mientras que a los funcionarios del sector público que no recibieran bonificaciones se les reduciría el sueldo en un 3%.
Congelación de las nóminas de los miembros del Gobierno griego durante tres años.
En el sector privado; eliminación de pagos extra en los sueldos superiores a 3,000 € mensuales, mientras que los inferiores a 2,500 tendrían 250 € en Semana Santa y verano y 500 en Navidad.
Disminución del pago de horas extras.
Eliminación de la 13ª y 14ª paga de los jubilados griegos con pensiones superiores a los 2,500 € mensuales.
Establecimiento de una edad mínima de jubilación: 60 años, y un nuevo cálculo para las pensiones, relacionado con toda la vida laboral y no con los últimos años.
Aumento gradual, y hasta 2015, de los años de cotización necesarios: de 37 a 40 años para obtener una pensión completa.
Aumento del IVA en dos puntos adicionales hasta el 23%.
Aumento en un 10% los impuestos sobre tabaco, alcohol y combustibles. Además de medidas impositivas a compañías relacionadas con el mundo del azar, productos de lujo y propiedad inmobiliaria.
Liberalización de profesiones cerradas por distintas reglamentaciones gremiales, como la de los taxistas.
Se facilita el despido, con una indemnización menor a la entonces existente.
Reducción de presencia del Estado en empresas semipúblicas o públicas y se liberalizan los sectores de la energía y el transporte.
Reducción del número de municipios y entidades administrativas locales: de 1,300 a 340, para ahorrar costes operativos.

Fuente: Comisión Europea, Economic Adjustment Programme for

Greece (http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2012/op94_en.htm)

Cuadro 3.4 Plan de Austeridad 2011
Plan de privatizaciones de 50,000 millones de euros adicionales.
30,000 funcionarios serán mandados a una "reserva" previa al despido o la jubilación.
Recorte del 20% en pensiones de más de 1,200 € y rebaja de un 40% en pensiones de jubilados con menos de 55 años. Es decir, los 1,000 primeros euros que cobren de pensión no sufrirán recortes, pero se reduce un 40% la porción de pensión que supere esos 1,000 €.
Reducción de los salarios públicos en un 15% y del salario mínimo en 22%.
Ahorro del gasto público de 3,300 millones de euros.
El impuesto sobre bienes inmuebles se extenderá hasta el 2014.
Se obliga a pagar impuestos a quienes cobren más de 5,000 € anuales

Fuente: Comisión Europea, Economic Adjustment Programme for Greece (http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2012/op94_en.htm)

Cuadro 3.5 Plan de Austeridad 2012
Recortes en el gasto, por valor del 1.5% del Producto Interno Bruto este año.
Recorte de 400 millones de euros de inversión pública, de 300 millones de euros del presupuesto de la defensa y de 300 millones de euros de las pensiones.
Recapitalización, con acciones con derecho a voto, a bancos con los problemas.
Recapitalización de los bancos con problemas menos graves mediante bonos convertibles en acciones con derecho a voto restringido.
Reducción del salario mínimo en un 22%. Aplicable a nuevas contrataciones y no a toda la escala salarial.
Salario inferior al mínimo para quienes obtienen su primer empleo. 30% por debajo del salario mínimo actual, que ahora asciende a unos 750 €.
Despido de al menos 15,000 funcionarios, colocados en una "reserva de mano de obra". Y reducción de la fuerza laboral del sector estatal en cerca de 150,000 personas para el 2015.

Fuente: Comisión Europea, Economic Adjustment Programme for Greece (http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2012/op94_en.htm)

3.3 Medidas tomadas por la Unión Europea

La suspensión de pagos por parte de Grecia pudo causar grandes daños a sus socios del euro, ya que la mayor parte de sus títulos emitidos estaban en manos de bancos de la Unión Europea, principalmente de Francia y del Banco Central Europeo. Sin embargo, en el 2013 y desde el 2011, la mayor parte de estos bonos se encuentra en las arcas de los bancos de Grecia. En el cuadro 3.6 se puede apreciar que de los principales 20 acreedores, 9 son bancos griegos, además, los fondos públicos helenos se han utilizado para comprar 30,000 millones de euros (aprox. 38.41 mmd) de su propia deuda, y esto los convierte en el tercer mayor propietario. El principal acreedor es el Banco Central Europeo, seguido de la Unión Europea, y esta última, por el primer rescate que otorgó a Grecia en el 2010.

Por otra parte, si el país heleno se declarara en quiebra, primero deberá emitir nuevamente su moneda, el *dracma*, el cual tendría que ser devaluado para hacer competitivo al país y poder pagar su deuda. Sin embargo, la banca griega entraría inmediatamente en una situación de insolvencia, ya que además de ser los principales tenedores de sus bonos, los inversores y depositantes querrán retirar su dinero y cambiarlo a otra moneda que no se devaluará. El gobierno se vería obligado a nacionalizar la banca y tendría que prohibir a la población la retirada de sus depósitos, de lo contrario el sistema financiero griego se hundiría aún más. O bien, aunque el gobierno no pudiera nacionalizar la banca, ya que este se encuentra en banca rota, el sistema financiero de Grecia llegaría a una quiebra inminente por la retirada de fondos. Si se hace esta retirada masiva de fondos, el *dracma* se devaluará aún más, los griegos serán todavía más pobres y el gobierno se vería en la necesidad de controlar el tipo de cambio, lo que afectará a las exportaciones y, por lo tanto, a la recuperación del país.

Cuadro 3.6 Principales tenedores de deuda griega en el 2011

Country	Name	Bonds and bills (€ bn)	Loans (€ bn)	Cumulative bonds holdings (€ bn)	Cumulative % of bonds	Cumulative Debt (€ bn)	Cumulative % of Debt	As of
1 Euro	Eurosystem SMP	49,0*	-	45	16%	45	13%	Q1 11
2 Euro	EU loans		38,0	45	16%	83	23%	Q1 11
3 Greece	Greek public sector funds	30,0	-	75	26%	113	31%	Q1 11
	RoW official institutions (probably 3-5, Asia)	25,0*	-	100	35%	138	38%	Q4 09
4 IMF	IMF loans		15,0	100	35%	153	43%	Q1 11
5 Greece	National Bank of Greece	13,7	-	114	40%	167	46%	Q4 10
6 Euro	Euro area NCBs (BoG, BdF, BoP, BoI, etc)	13,1*	-	127	44%	180	50%	Q4 09
7 Greece	Piraeus	9,4	-	136	48%	189	53%	Q4 10
8 Greece	EFG	9,0	-	145	51%	198	55%	Q4 10
9 Germany	FMS (ex Depfa/Hypo Real Estate)	6,3	-	151	53%	204	57%	Q4 10
10 Greece	Bank of Greece legacy loans		6,0	151	53%	210	58%	Q1 11
11 France	BNP	5,0	-	156	55%	215	60%	Q4 10
12 Greece	ATE	4,6	-	161	57%	220	61%	Q4 10
13 Greece	AlphaBank	3,7	-	165	58%	224	62%	Q4 10
14 Bel/Lux/France	Dexia	3,5	-	168	59%	227	63%	Q4 10
15 Greece	Hellenic Postbank	3,1	-	171	60%	230	64%	Q4 10
16 Italy	Generali	3,0	-	174	61%	233	65%	Q4 10
17 Germany	Commerzbank	2,9	-	177	62%	236	66%	Q4 10
18 France	Societe Generale	2,9	-	180	63%	239	66%	Q4 10
19 Greece	Marfin	2,3	-	182	64%	241	67%	Q4 10
20 Greece	Bank of Cyprus	2,0	-	184	65%	243	68%	Q4 10

Fuente: Barclays Capital, Bank of Greece, Unión Europea y Fondo Monetario Internacional, Principales tenedores de deuda griega en el 2011

Cuadro 3.6 Principales tenedores de deuda griega en el 2011								
Country	Name	Bonds and bills (€ bn)	Loans (€ bn)	Cumulative bonds holdings (€ bn)	Cumulative % of bonds	Cumulative Debt (€ bn)	Cumulative % of Debt	As of
22 France	CNP	2,0	-	188	66%	247	69%	Q4 10
23 France	AXA	1,9	-	190	67%	249	69%	Q4 10
24 Germany	Deutsche Bank/Deutsche Postbank	1,6	-	192	67%	251	70%	Q4 10
25 Germany	LBBW	1,4	-	193	68%	252	70%	Q1 10
26 Netherlands	ING	1,4	-	195	68%	254	70%	Q1 11
27 Germany	Allianz	1,3	-	196	69%	255	71%	Q4 10
28 France	BPCE	1,2	-	197	69%	256	71%	Q4 10
29 Belgium	Ageas	1,2	-	198	70%	257	72%	Q1 11
30 UK	RBS	1,1	-	200	70%	259	72%	Q4 10
31 Germany	DZ Bank	1,0	-	201	70%	260	72%	Q4 10
32 Italy	Unicredito	0,9	-	201	71%	260	72%	Q4 10
33 Italy	Intesa San Paolo	0,8	-	202	71%	261	73%	Q4 10
34 UK	HSBC	0,8	-	203	71%	262	73%	Q4 10
35 Austria	Erste Bank	0,7	-	204	72%	263	73%	Q4 10
36 Germany	Munich Re	0,7	-	205	72%	264	73%	Q1 11
37 Netherlands	Rabobank (gross)	0,6*	-	205	72%	264	73%	Q4 10
38 France	Credit Agricole	0,6	-	206	72%	265	74%	Q4 10
39 Belgium	KBC	0,6	-	206	72%	265	74%	Q4 10
	Others	78,5	16,0	285	100%	360	100%	
	Total	285,0	75,0	285	100%	360	100%	

Fuente: Barclays Capital, Bank of Greece, Unión Europea y Fondo Monetario Internacional, Principales tenedores de deuda griega en el 2011

Si llegara a producirse la quiebra de Grecia, el Banco Central Europeo tendría que hacer una recapitalización muy costosa a los bancos afectados, y si Portugal se viera “contagiado” con la salida de Grecia, con ello afectaría directamente al sistema financiero de España, Italia e Irlanda; por consiguiente, nuevamente la crisis llegaría a nivel mundial.

Angela Merkel, la canciller de Alemania, se pronunció en contra de la banca rota griega, pues diversos bancos alemanes y franceses eran tenedores de un gran volumen de

bonos griegos, por lo que un impago generaría turbulencias en el sistema financiero de estos países. No obstante, a pesar de que la canciller no consideraba opción declarar en banca rota a Grecia, la desconfianza de los inversionistas creció, y con ello se inició un ataque a los bonos soberanos de los GIPSI. Las tasas de interés que pagaban los bonos de estos países comenzaron a incrementarse, lo que se tradujo como una disminución de confianza para corregir el déficit y, por lo tanto, en la posibilidad de pagar la deuda. Es decir, había un efecto “contagio” en los IPSI, ya que se temía que la situación de Grecia se pudiera reflejar en sus demás socios de la zona euro.

Así, frente al riesgo de “contagio” que reflejaba el incremento en las tasas de interés de los bonos soberanos, la Unión Europea debía poner fin a la desconfianza y a los ataques especulativos, razón por la cual el Consejo Europeo creó, en Mayo del 2010, el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera. Tendrá como función principal resguardar la estabilidad financiera en Europa por medio de apoyo financiero a los Estados de la zona euro que se encuentren en crisis económica. La creación de este Fondo fue lo que dio paso al primer rescate de Grecia, tratado en el punto anterior. (Economist.com)

3.3.1 Creación del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF)

El Fondo Europeo de Estabilidad Financiera fue creado como una estructura temporal¹ el 9 de Mayo de 2010, con el objetivo de instaurar un Mecanismo de Estabilización Financiera en Europa. Para ello cuenta con una capacidad de 500 mil millones de euros (billones USA). (<http://www.consilium.europa.eu/>)

¹ Posteriormente tomó el nombre de Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (MEEF), el cual, a su vez, será sustituido por el Mecanismo Europeo de Estabilidad, creado recientemente, en Marzo de 2011, y que entró en vigor como estructura permanente el 1 Julio de 2012.

Este fondo tenía que ser lo suficientemente grande como para restablecer la confianza de los inversionistas en la zona euro, y con ello calmar los ataques especulativos que estaban sufriendo sus bonos.

Las cifras manejadas por este fondo, (o países e instituciones financieras, en general), son de tal magnitud –millones, billones, mil millones–, que resulta muy difícil, para una persona promedio, llegar a hacerse de una idea clara de ellas. Así pues, ¿qué representan? Para tener una noción, se puede hacer el siguiente experimento mental, sugerido por John Allen Paulos, en su libro “El hombre numérico”. Sin hacer el cálculo, imagínese cuánto es un millón de segundos. Ahora, trate de hacer lo mismo con mil millones de segundos. Un millón de segundos es menos de doce días; mil millones son casi treinta y dos años. Pero este ejemplo es sólo para ayudar a entender la dimensión del capital que manejan los ya mencionados países e instituciones financieras.

Ahora bien, el Mecanismo de Estabilización Europeo se instauró con base al artículo 122, párrafo segundo, del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. Este indica que se puede otorgar apoyo financiero a los miembros de la Unión Europea que se encuentren en dificultades ocasionadas por acontecimientos excepcionales que el Estado no puede controlar:

“En caso de dificultades o en caso de serio riesgo de dificultades graves en un Estado miembro, ocasionadas por catástrofes naturales o acontecimientos excepcionales que dicho Estado no pudiese controlar, el Consejo, a propuesta de la Comisión, podrá acordar, en determinadas condiciones, una ayuda financiera de la Unión al Estado miembro en cuestión. El Presidente del Consejo informará al Parlamento Europeo acerca de la decisión tomada.”

Los 27 miembros de la Unión Europea acordaron comprometerse a prestar asistencia a través de un fondo garantizado por los Estados Miembros (con duración de tres años), hasta por 440 mil millones de euros (aproximadamente 570 mil millones de dólares).

La ayuda financiera puede ser a través de un **préstamo** o de una **línea de crédito**, que consiste en una autorización que se concede a un Estado miembro para retirar fondos hasta un límite determinado, durante un período dado. Y la otorga la Comisión, que determina el periodo de tiempo, el número de tramos y el importe total. Además, debe incluir, como requisito, un programa de ajuste económico y financiero del Estado, sujeto a revisiones periódicas. (http://europa.eu/legislation_summaries/)

3.3.2 Aprobación del rescate

Una vez que el Consejo Europeo consideró adecuado el Plan de reformas en Grecia, para el saneamiento del déficit y de la deuda, se dio paso a la creación del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, que otorgó un primer rescate a Grecia.

Ante las duras condiciones de financiación a las que se enfrentó Grecia, el 2 de Mayo de 2010 los miembros de la zona euro, junto con el FMI, acordaron un programa de préstamos por un total de 110 mil millones de euros, 80 mil millones de Euros (aproximadamente 106 mil millones de dólares), en préstamos bilaterales con los miembros de la zona euro; junto con el Acuerdo Stand-by de tres años, por 30 mil millones de euros (40 mil millones de dólares aprox.), por parte del Fondo Monetario Internacional. (http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/greek_loan_facility/)

Cuadro 3.7 Descripción general de los desembolsos, miles de millones de euros a partir de diciembre de 2011				
Tramo	Desembolsos	La zona del euro	FMI	Total
1	Mayo 2010	14.5	5.5	20.0
2	Septiembre 2010	6.5	2.6	9.1
3	10 de diciembre a 11 de enero de 2011	6.5	2.5	9.0
4	Marzo 2011	10.9	4.1	15.0
5	Julio 2011	8.7	3.2	11.9
6	Diciembre 2011	5.8	2.2	8.0
	<i>Total</i>	52.9	20.1	73.0

Fuente: Comisión Europea, Descripción general de los desembolsos

(http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/greek_loan_facility/index_en.htm)

El 14 de Marzo de 2012 la Comisión aprobó el segundo programa de ajuste económico para Grecia, encaminado a ubicar la deuda por debajo del 117% del PIB en el 2020. El programa va acompañado por la intensificación en el seguimiento de la aplicación de las reformas en Grecia. Los estados miembros de la zona del euro, en conjunto con el FMI, aprobaron una financiación, hasta el 2014, por 130 mil millones de euros (170 mil millones de dólares aproximadamente), incluida una contribución del FMI de 28 mil millones de euros por cuatro años (37 mil millones de dólares), en respuesta al segundo programa de ajuste económico griego. (The Second Economic Adjustment Programme for Greece, March 2012)

El FEEF liberó ya la primera entrega, con un monto de 39.4 mil millones de euros (51.5 mil millones de dólares), el cual se otorgó en varios tramos, condicionados a la decisión del Consejo, y el Memorando de Entendimiento, firmado el 14 de Marzo. En él,

Grecia se compromete a reducir su déficit a 3% en el 2014. No obstante, en el Memorando de Entendimiento firmado en Octubre de 2012, la Unión Europea concede una prórroga de dos años a Grecia para sanear su economía. Es decir, el objetivo de déficit que se tenía previsto para el 2014, ahora se cumplirá hasta el 2016. Además, también se le otorgó más tiempo para aplicar las reformas que se pactaron en el segundo rescate –como las reformas al mercado laboral, y las reformas para llevar a cabo el plan de privatizaciones con el cual se pretendía recaudar 19,000 millones de euros (aproximadamente 24,325.70 millones de dólares), muy por encima de los 8,800 millones de euros (11,268.40 millones de dólares aprox.) que ahora se pretenden percibir–. Por otra parte, los acreedores de Grecia se comprometieron a desembolsar la ayuda por 31,500 millones de euros (40,335.75 millones de dólares).

3.3.3 Condonación de la deuda

Los ataques especulativos no cesaron, ni aun con los préstamos bilaterales otorgados por los miembros de la zona euro y el Fondo Monetario Internacional. La prima de riesgo de los bonos griegos se disparó hasta 29.24% en Febrero, frente al 1.85% de Alemania. Es decir, las condiciones de financiamiento de la deuda fueron cada vez más severas para Grecia, y los mercados cobraban altas tasas de interés por la compra de los bonos. Lo que significa que los inversionistas, a pesar de las reformas implementadas por Grecia y de la ayuda financiera otorgada, aún apostaban por la quiebra, razón por la que consideraron una renegociación de la deuda.

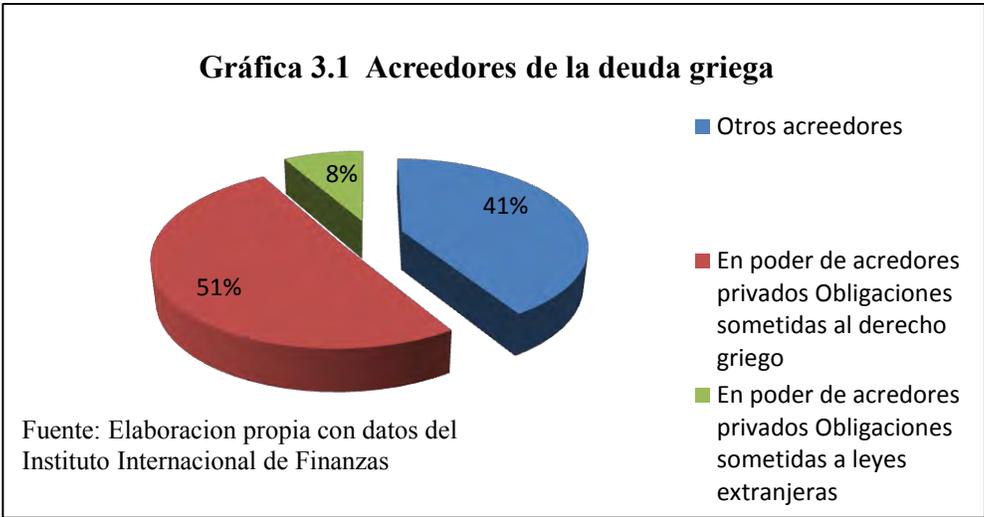
Los inversores privados aceptaron asumir una pérdida sobre sus títulos de deuda helena el 9 de Marzo de 2012, lo que recortó la deuda de Grecia en aproximadamente **107,000 millones de euros** (aproximadamente 137,013.5 md). La comisión Europea publicó:

“La elevada participación del sector privado (PSI) en la oferta de canje de la deuda de Grecia hará una contribución significativa a la mejora de la sostenibilidad de la deuda griega. De un total de 205.6 mil millones de euros en bonos elegibles para la oferta de intercambio, aproximadamente 197 mil millones de euros, o 95,7% se han intercambiado.”

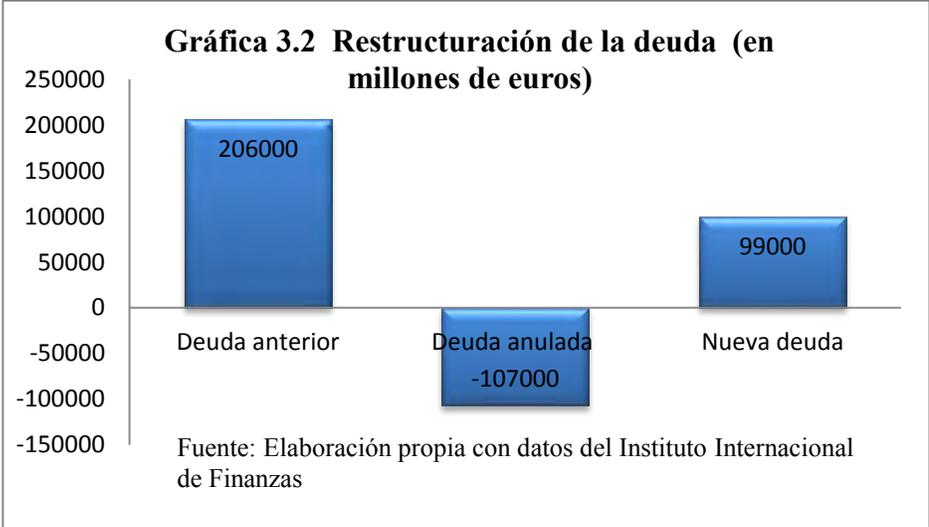
Entonces, de un total de 350 mil millones de euros (aprox. 448.175 mmd), se pensaba reestructurar, o intercambiar, los bonos en manos de acreedores privados, por un valor aproximado de 205.6 mil millones de euros (aprox. 263.2708 mmd). Se lograron intercambiar 197 mil millones de euros (252.2585 mmd aprox.), lo que equivale a 95.6% del total de la deuda, superando el objetivo del 90%, fijado por el gobierno griego para concretar esta operación. En el cuadro 3.8 se muestra la composición de la deuda por acreedor. Se puede visualizar la cantidad de restructuración de deuda en manos de acreedores privados (bancos, aseguradoras, fondos de inversión y fondos de pensión).

Otros acreedores	En poder de acreedores privados		Deuda total
	Obligaciones sometidas al derecho griego	Obligaciones sometidas a leyes extranjeras	
	177,000	29,000	
144,000	206,000		350,000

Fuente: Elaboración propia con datos de Instituto Internacional de Finanzas



Los acreedores privados aceptaron asumir una pérdida del 53.5% sobre el valor nominal de los bonos, lo cual se traduce en una reducción de la deuda en aproximadamente 107 mil millones de euros (aproximadamente 137.0135 mmd) y en una nueva deuda de 99 mil millones de euros (aproximadamente 126.7695 mmd), tal como se observa en la siguiente gráfica.



3.4 Impacto en el desempleo de Grecia y los IPSI

La macroeconomía básica dice que los ingresos de un país son equivalentes a sus gastos, por lo que una reducción del gasto gubernamental equivale a un descenso en el PIB. Esto, a su vez, provoca que las familias gasten menos, lo que se traduce en menores ingresos.

El camino que se eligió para disminuir el déficit y la deuda de Grecia fue mediante la reducción del gasto gubernamental, con lo que se incrementó el desempleo y se redujeron los salarios, provocando un bajo crecimiento del PIB y, por lo tanto, un incremento en los recortes para poder pagar los intereses de la deuda.

En la gráfica 3.3 se puede observar que la tasa de desempleo en Grecia comenzó a incrementarse a partir de la crisis hipotecaria del 2008. Y como consecuencia de los duros recortes implementados ha llegado a ubicarse en 23.8% del total de la fuerza laboral en el 2012. No obstante, según cálculos del Fondo Monetario Internacional, dicha tasa continuará incrementándose hasta llegar, en el 2014, al 24.4%.

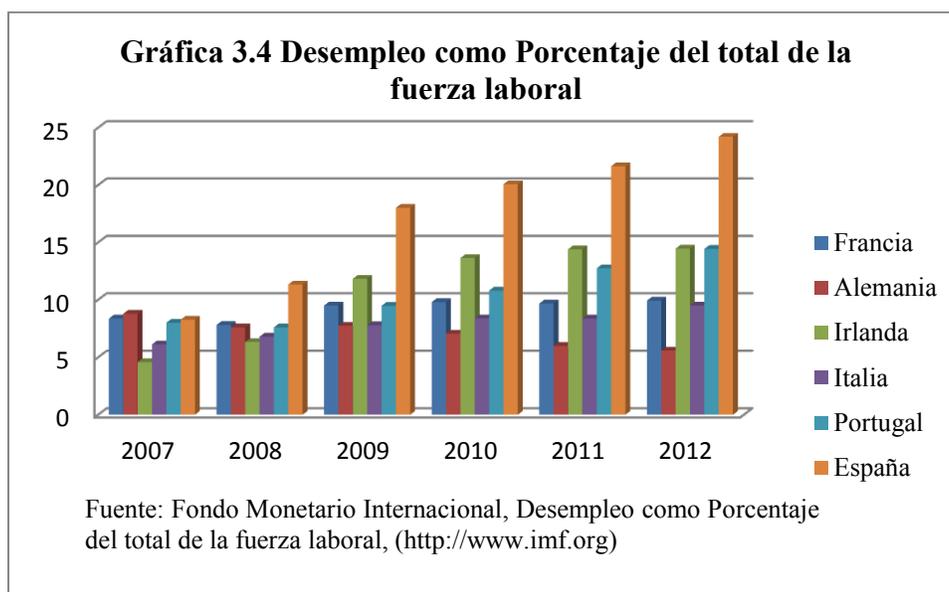


Las políticas de austeridad no sólo se aplicaron en Grecia, sino también a los demás países de la zona euro que tenían problemas de déficit y deuda, lo que produjo un incremento generalizado del desempleo.

En la gráfica 3.4 se puede observar cómo la tasa de desempleo ha ido incrementándose desde la crisis del 2008, especialmente en España, ubicándose en 24.9% en el 2012. En los demás países también se ha dado el mismo fenómeno, aunque a tasas menores, con excepción de Alemania, ya que su tasa de desempleo se reduce desde el 2007, ubicándose en 5.21% en el 2012.

Paul Krugman, en su libro “¡Detengamos esta crisis ya!” dice:

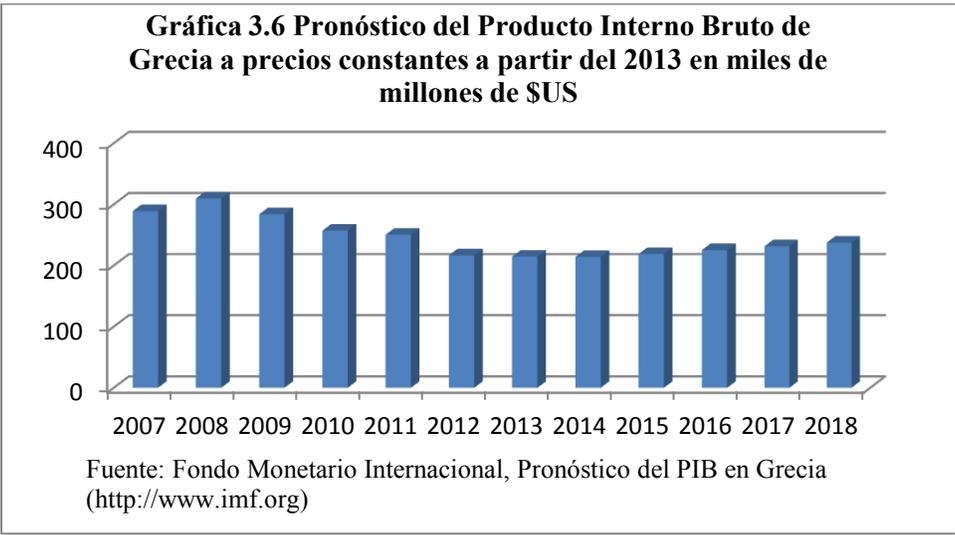
“En Irlanda, Grecia, España, Italia, los problemas con la deuda y los programas de austeridad que supuestamente debían restaurar la confianza no sólo abortaron cualquier clase de recuperación, sino que produjeron nuevas depresiones y multiplicaron el desempleo”



En la gráfica 3.5 se muestra el pronóstico de la tasa de desempleo que se espera en Grecia a partir del 2012. En el mejor de los casos, en el año 2017, se ubicará en 16.6%, casi nueve puntos porcentuales aún por encima de la tasa que obtuvo en el 2008, la cual se ubicó en 7.6%.



En la siguiente gráfica se muestra el pronóstico del PIB de Grecia, a partir del año 2013. Según el FMI, en el 2018, este país no habrá recuperado los niveles de PIB que tenía en el 2008 y apenas crecerá .59% del 2013 al 2014. Se necesitarán más de 10 años para que Grecia retorne a los niveles de empleo y PIB que tenía antes de la crisis.



CAPÍTULO CUARTO

**PROFUNDIZACIÓN DE LA CRISIS: INESTABILIDAD Y FRAGILIDAD EN LOS
MERCADOS DE LOS GIPSI**

Los chinos utilizan dos pinceladas para escribir la palabra "crisis".

Una pincelada significa "peligro" la otra "oportunidad".

En una crisis toma conciencia del peligro pero reconoce la oportunidad

John F. Kennedy

PROFUNDIZACIÓN DE LA CRISIS: INESTABILIDAD Y FRAGILIDAD EN LOS MERCADOS DE LOS GIPSI

La posibilidad de una quiebra en Grecia, por una parte, mermó la confianza en algunos países, como Irlanda, Italia, Portugal y España, ya que se temía que tuvieran problemas similares de déficit y deuda; y por otra, naciones como Alemania y Francia se vieron beneficiados con esta situación, puesto que, al tener una economía más estable, se convirtieron en el refugio de los inversionistas, por lo que pagaban menos por su financiamiento. Esta situación se vio reflejada en algunas variables como, la prima de riesgo de los bonos soberanos, el tipo de cambio euro-dólar, los índices bursátiles representativos de cada país o bien en los Credit Default Swaps.

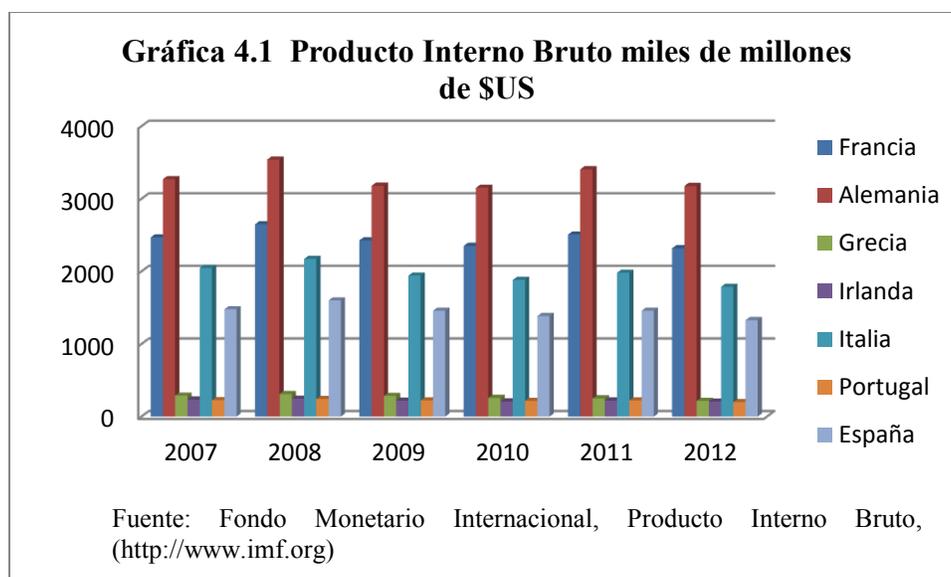
La prima de riesgo es un indicador importante para medir las tensiones en el mercado de deuda, pues, cuando existe mayor nerviosismo con respecto a la quiebra de un país, se incrementa el coste de financiación de dicha nación debido a que los inversores piden un sobreprecio por comprar la deuda del país en cuestión –y no, por ejemplo, la alemana, cuyo precio es el que se utiliza como referencia al ser considerado el Estado más seguro, por estar menos expuesto a variaciones de déficit, deuda o crecimiento–De manera que, la causa por la que el inversor exige mayor rentabilidad al comprar la deuda de un Estado con problemas de estabilidad es porque, de no ingresar dinero suficiente a las arcas de éste, no habrá fondos para pagar a quienes adquirieron su deuda.

Finalmente, otra variable que refleja la debilidad económica de un país, es la cotización de su moneda frente al dólar. La debilidad se manifiesta en una continua depreciación de la moneda como consecuencia de un déficit en su balanza de pagos, por lo

que el Banco Central debe frenar la caída de la moneda vendiendo divisas o incrementando el tipo de interés de su país, con el fin de incrementar sus entradas de capital extranjero.

4.1 PIB, déficit y deuda en Portugal, Irlanda, Italia, España y Grecia

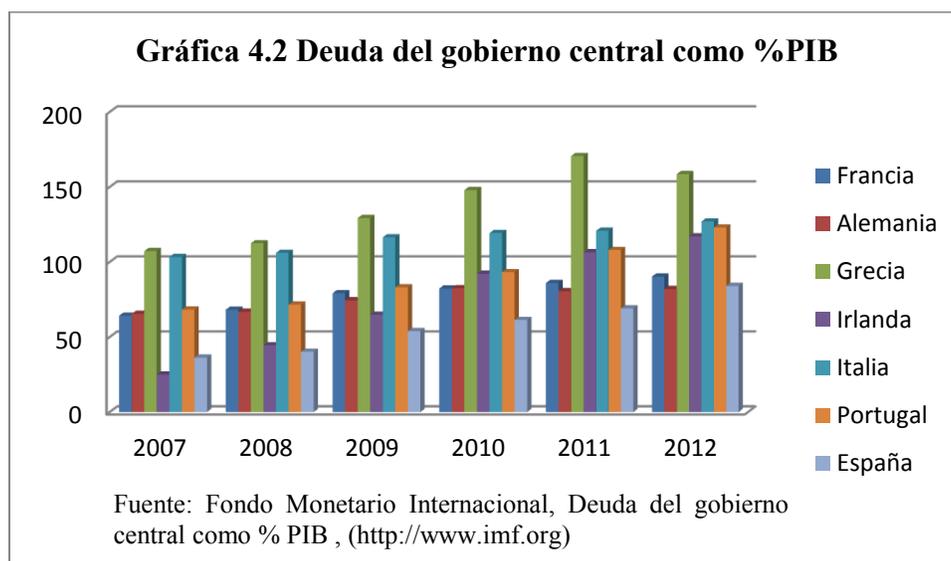
Los problemas de crecimiento, déficit y deuda en Grecia originaron que la desconfianza de los inversionistas se propagara en más países de la zona euro, especialmente en Portugal, Irlanda, Italia y España. Este “contagio” se produjo por el temor de que países con una economía mucho más grande, como la de España, se encontraran también con problemas de esta índole, pues esto tendría un impacto negativo mucho más significativo en el sistema financiero, y en general, en toda la economía de la Unión Europea.



En la gráfica anterior se puede notar que Grecia, Irlanda y Portugal tienen un PIB mucho más pequeño con respecto al de Alemania, Francia, Italia y España. Es por eso que

la idea de que España o Italia tengan serios problemas de déficit y deuda crea mayor inestabilidad en los mercados financieros, pues las perdidas serían mucho mayores y se necesitarían demasiados recursos para solventarlas.

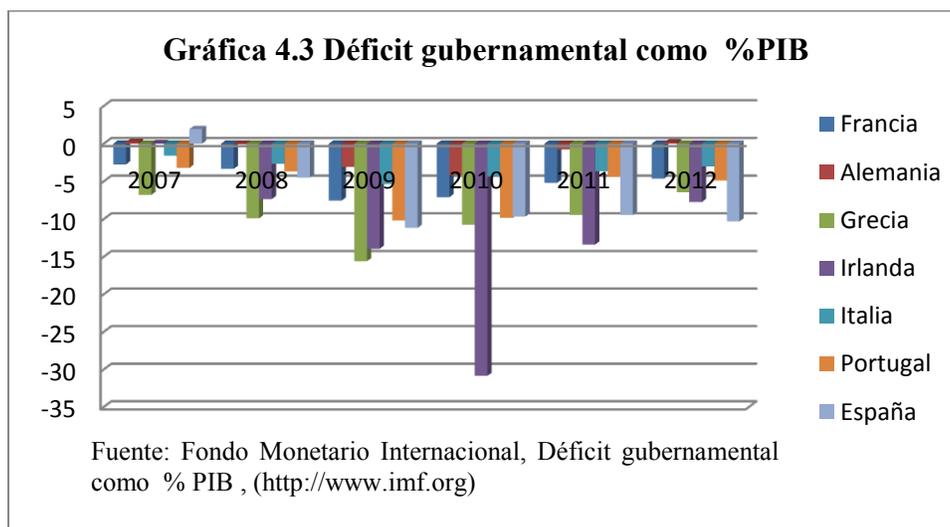
En la siguiente gráfica se muestra el nivel de endeudamiento. Grecia es el país más endeudado, con más de 150% de su PIB, seguido de Italia, Portugal, Irlanda España, Francia y Alemania.



Es importante destacar que los países que han solicitado ayuda financiera no han sido los más endeudados, sino los que tienen un PIB más pequeño: Grecia, Irlanda, Portugal y España, pues significa que tienen menos recursos para hacer frente a sus obligaciones. Tal es el caso de Grecia, que necesitó aproximadamente el 75% de su PIB para ser rescatada, Irlanda el 50% y Portugal el 32%. En España, el rescate ronda el 10% del PIB, sin embargo, este país depende directamente del fondo de reestructura de la banca española.

Por otra parte, el problema de solvencia no sólo radica en la elevada deuda de los países; Italia, a pesar de ser una economía con un endeudamiento superior al de España, tiene problemas menores de déficit. No obstante, también ha visto mermado su nivel de confianza para inversión, por lo que ha implementado medidas de austeridad con el objetivo de disminuir su nivel de endeudamiento.

En la gráfica siguiente se muestra el déficit gubernamental como porcentaje del PIB. Se observa que el déficit de todos los países se incrementó a partir de la crisis del 2008. Irlanda y Grecia, a partir de ese año, son los países con más alto déficit, seguidos por España y Portugal. Nuevamente, los países con un menor PIB son los que también tienen problemas de déficit.



4.2 Movimientos de los índices bursátiles más representativos y de las tasas de interés de los bonos soberanos a 10 años de los GIPSI

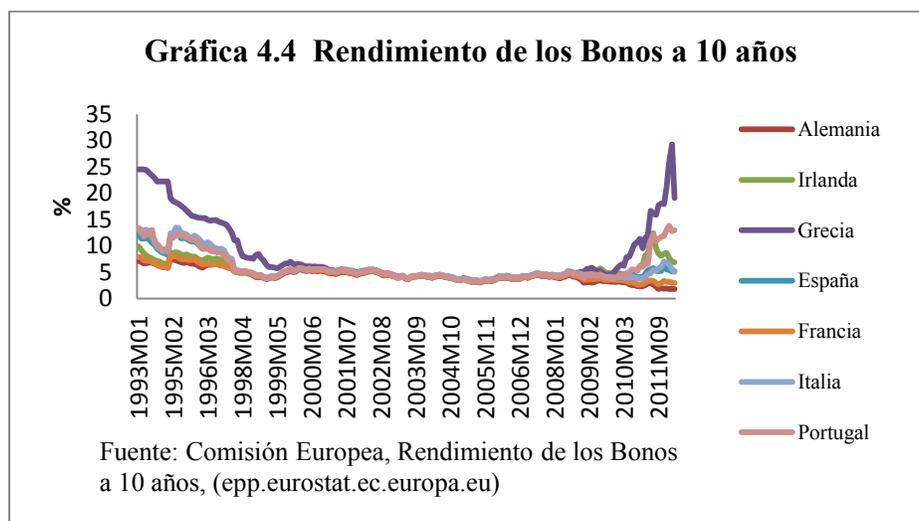
En el Tratado de Maastricht se estableció la tasa de interés para los bonos públicos de largo plazo (10 años) como un criterio para la convergencia de la Unión Económica y Monetaria. De esta manera, los países integrantes de la zona euro trataron de unificar las condiciones de mercado para su financiamiento. Con fundamento jurídico en el artículo 121 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y el Protocolo sobre los criterios de convergencia.

Ahora bien, la prima de riesgo muestra la reacción de los inversionistas ante la incertidumbre de una quiebra, y es el diferencial en las tasas de interés que pagan los estados pertenecientes a la zona euro por su deuda, con respecto a la tasa de interés que paga Alemania (se toma como referencia a Alemania debido a que es el país más fuerte, y por tanto, el menos volátil en cuanto a la tasa de interés que paga por su deuda). De esta manera, podemos decir que cuando un país está pagando altas tasas para financiar su deuda, se traduce en un mayor riesgo para los inversionistas, razón por la cual exigen mayor rentabilidad.

Asimismo, la prima de riesgo puede explicarse como el dinero necesario para que los inversionistas compren los bonos y asuman el riesgo de impago, en Grecia, por ejemplo, o cualquier otro país, por problemas de déficit y bajo crecimiento, pues si en el Estado no ingresa el dinero suficiente para cubrir su gasto, tampoco podrá cumplir con sus obligaciones o pagos a los inversionistas que adquirieron su deuda.

A continuación se presenta una gráfica de los rendimientos de los bonos a 10 años de Alemania, Francia, Italia, España, Irlanda, Portugal y Grecia. En ella se puede observar

que con la introducción del euro, en 1999, los rendimientos de los bonos de los respectivos países comenzaron a unificarse, exceptuando Grecia, que se unió al euro en el 2001.



A partir del 2001, y hasta comienzos del 2008, los rendimientos de los bonos permanecieron sin volatilidad, fueron casi constantes. Sin embargo, en años posteriores al 2009, comenzaron a existir mayores diferenciales en las tasas de los bonos de estos países, en comparación a los alemanes, principalmente en el caso de Grecia, pues como se observa, la rentabilidad de éstos aumentó como consecuencia de la crisis del 2008.

Entonces, cuando la prima de riesgo de Grecia se elevó a niveles inusuales por el temor de un impago, se incrementó la desconfianza en otros países, como Portugal, Irlanda, España e Italia, debido al incumplimiento de los límites de déficit, deuda y bajo crecimiento. Con esto, países de la talla de Alemania se vieron beneficiados, ya que son el refugio de los inversores, y por tanto, pagan menos por su deuda al implicar menos riesgo. (En las gráficas 4.12, 4.13, 4.14, 4.15 y 4.16 se muestran los movimientos de la tasa de interés de los bonos soberanos a 10 años de cada país con respecto a los alemanes).

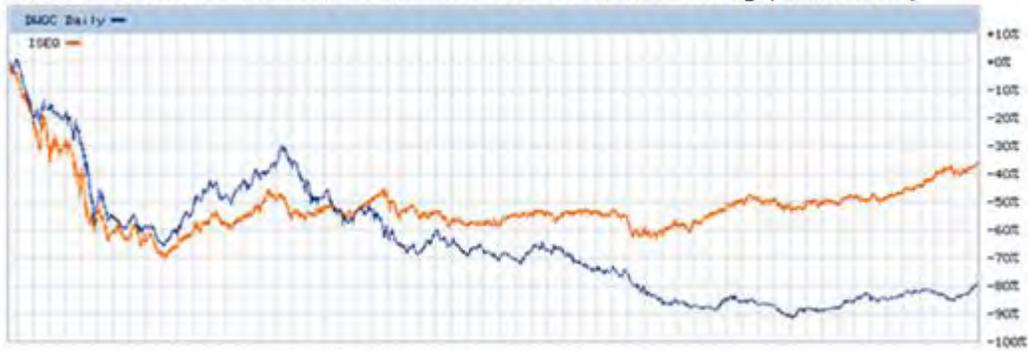
El 9 de Diciembre de 2009, cuando la tasa de interés de los bonos a 10 años de Grecia se elevó hasta el 5.34%, la deuda de Portugal, Italia e Irlanda también elevó la rentabilidad de sus bonos entre dos y cinco puntos. España, de momento, se libró del “contagio”, sin embargo, el diferencial con Alemania empeoró, ya que la deuda alemana sirvió de refugio y bajó la rentabilidad.

El 4 Febrero de 2010, la falta de detalles del rescate a Grecia, y el temor de que España se encontrara en problemas similares, originó una pérdida en las bolsas de Italia, Francia y Alemania, por mencionar algunas, además, el euro cedió frente al dólar, cotizando en 1.39 dólares, y a la baja, porque en Marzo llegó a 1.33 dólares.

Ante la incertidumbre de una quiebra en Grecia, aunado a la fragilidad económica de los países de la periferia, los principales índices bursátiles europeos representativos de los GIPSI sufrieron grandes caídas. En las gráficas 4.5, 4.6, 4.7, 4.8, 4.9 y 4.10 se muestran los movimientos del Athex (índice bursátil representativo de Grecia) con respecto a los movimientos del ISEQ, PSI20, IBEX35, FTSE/MIB, CAC40 y el DAX (índices bursátiles representativos de Irlanda, Portugal, España, Francia y Alemania, respectivamente). Se puede observar una caída generalizada durante el 2008 y una relación muy estrecha entre los movimientos de estos índices, siendo los más alejados el DAX y el CAC40, ya que presentan menos decrecimientos a lo largo del periodo.

En la gráfica 4.5 se puede ver que el comportamiento del índice ISEQ de Irlanda se asemeja más al ATHEX debido a la perspectiva de que Irlanda fuese la segunda economía de la eurozona a rescatar tras Grecia. Con respecto a esto, el premio nobel de economía, Paul Krugman declaró en Mayo del 2011 que Irlanda, Portugal y Grecia no podrían pagar sus obligaciones en su totalidad por lo que necesitarían una restructuración de su deuda (<http://elpais.com>)

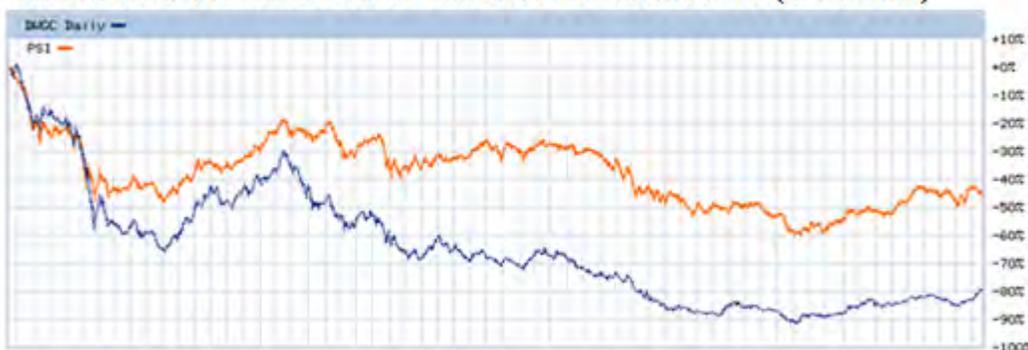
Gráfica 4.5 Movimientos de los índices: ATHEX vs ISEQ (2008-2012)



Fuente: The Wall Street Journal, Principales índices europeos, (online.wsj.com)

El 30 de Enero del 2012 las bolsas de valores europeas nuevamente cerraron sus operaciones bursátiles con caídas importantes debido a la incertidumbre sobre las negociaciones del gobierno de Grecia para renegociar su deuda con la Unión Europea, teniendo el PSI20 una caída del -2.45%, el IBEX35 -1.62% y el FTSE/MIB de-1.21%. En la gráfica 4.6 se observan movimientos similares del ATHEX y el PSI20 de Portugal, aunque con diferentes magnitudes en sus caídas.

Gráfica 4.6 Movimientos de los índices: ATHEX vs PSI20 (2008-2012)



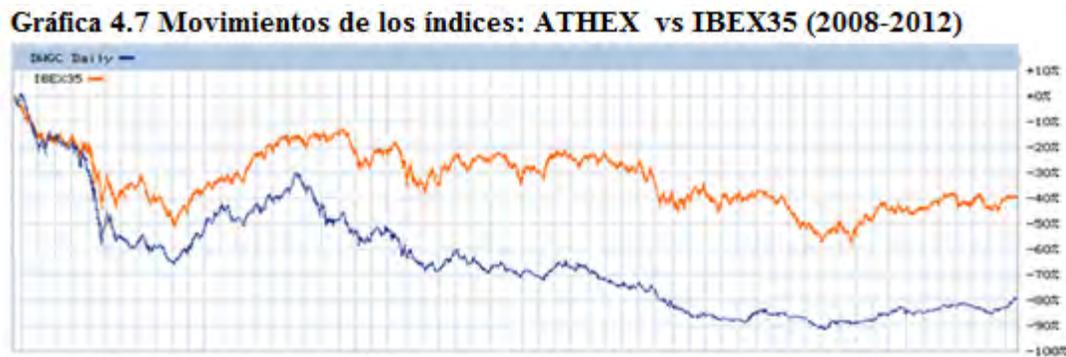
Fuente: The Wall Street Journal, Índices bursátiles europeos, (online.wsj.com)

En Noviembre del 2011 el Ibex-35 de la bolsa española cerró con un descenso mayor al 4%, arrastrado por los bancos en medio de la incertidumbre generada por el

anuncio de Grecia de celebrar un referéndum sobre un nuevo acuerdo de rescate de la Unión Europea.

El 6 de Febrero del 2012 nuevamente las principales bolsas europeas cerraron sus operaciones con bajas ante la incertidumbre sobre las negociaciones de la deuda griega. El CAC40 cayó 0.66 % seguida por el FTSE/MIB con 0.30 %, el IBEX35 con .29% y el PSI20 con 17%.

El 6 de agosto de este mismo año el IBEX35 cerró la sesión bursátil con una caída del 0.79% debido a las dudas sobre el futuro de Grecia y sobre las condiciones que implicará la ayuda internacional al gobierno Español. En la gráfica 4.7 podemos observar como el IBEX35 ha ido en retroceso de una manera similar al ATHEX, no obstante, a finales del 2010 ya se observan magnitudes cada vez mas alejadas en sus caídas.

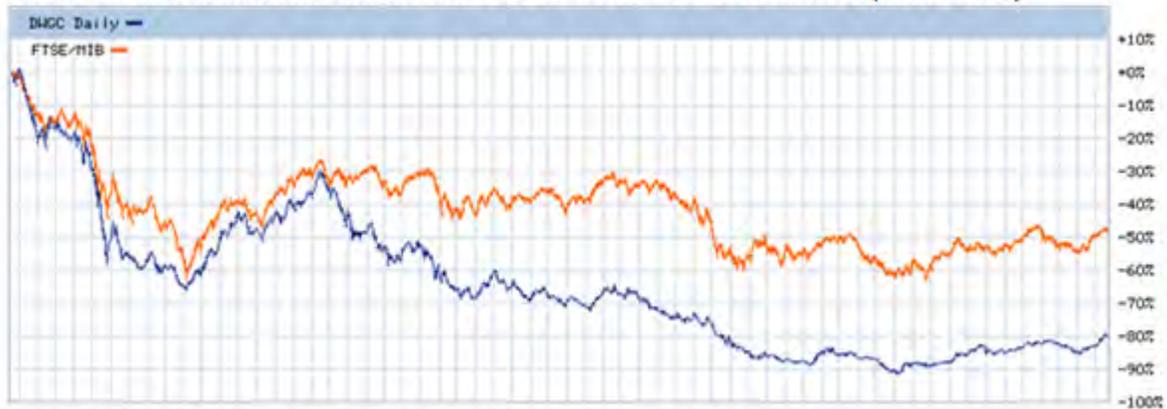


Fuente: The Wall Street Journal, Índices bursátiles europeos, (online.wsj.com).

El 4 de Agosto del 2011 el índice FTSE/MIB retrocedió un 5.16%, debido a la inquietud de los inversores sobre la evolución de la crisis de la deuda griega y su posible contagio a economías de gran peso como la de España o Italia. A este descenso se le sumo el anuncio hecho por el presidente del Banco Central Europeo (BCE), Jean-Claude Trichet, sobre la decisión de mantener el programa de compra de deuda pública, así como sobre la operación extraordinaria de inyección de liquidez mediante préstamos a la banca comercial.

En la siguiente gráfica se pueden observar también tendencias similares del ATHEX y el FTSE/MIB especialmente en el 2008.

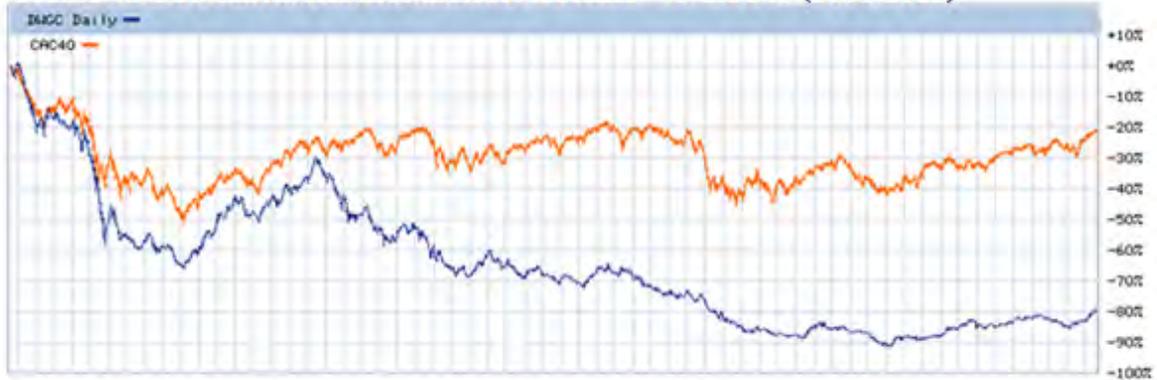
Gráfica 4.8 Movimientos de los índices: ATHEX vs FTSE/MIB (2008-2012)



Fuente: The Wall Street Journal, Índices bursátiles europeos, (online.wsj.com)

Así mismo la decisión de someter a un referendo el acuerdo con la UE para resolver la crisis en Grecia, generó incertidumbre entre los inversores en Noviembre del 2011 ya que el índice FTSE/MIB perdió 6.63%, el CAC-40 de París cedió 4.98% mientras que el DAX 30 finalizó con un descenso del 4.94%.

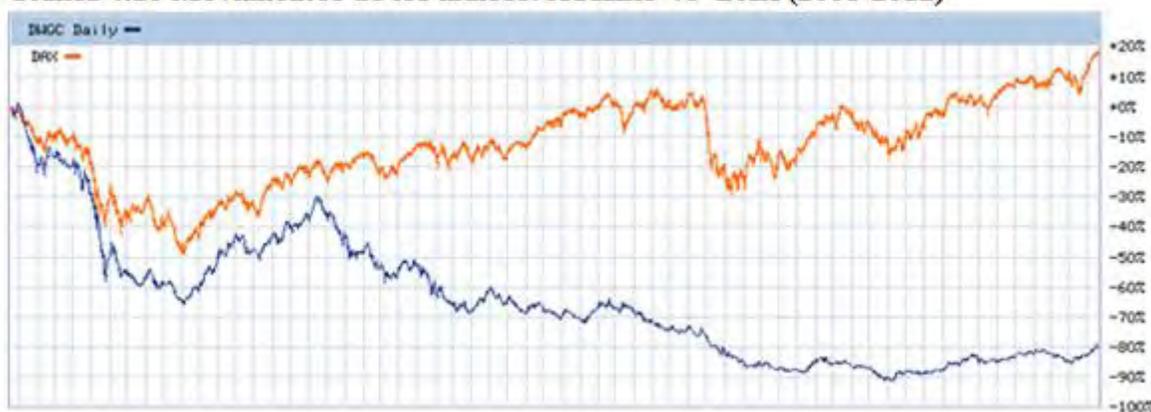
Gráfica 4.9 Movimientos de los índices: ATHEX vs CAC40 (2008-2012)



Fuente: The Wall Street Journal, Índices bursátiles europeos, (online.wsj.com)

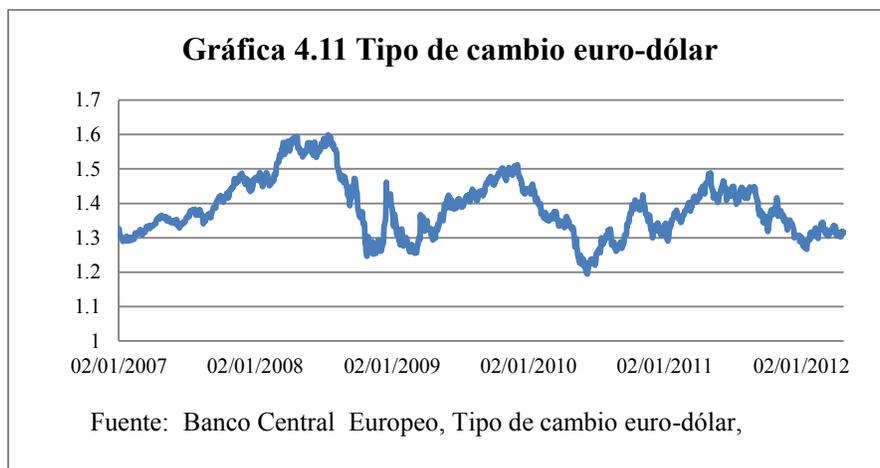
Alemania es el país que menos se ve afectado de manera negativa ante los sucesos que causan incertidumbre en Grecia, pues como se observa en la gráfica 4.10 existe una brecha significativa y comportamientos muy distintos entre los decrementos del DAX alemán y ATHEX griego, sin embargo en la gráfica 4.9 y 4.10 se observa como en el 2008, el DAX y el CAC40 de Francia siguen comportamientos similares al ATHEX, ya que estos países eran los principales tenedores de la deuda griega.

Gráfica 4.10 Movimientos de los índices: ATHEX vs DAX (2008-2012)



Fuente: The Wall Street Journal, Índices bursátiles europeos, (online.wsj.com)

En cuanto a la tasas de interés de los bonos soberanos, a finales de Abril de 2010, y debido al incremento de déficit en Grecia con respecto al esperado, la rentabilidad de los títulos de Portugal subió hasta el 4.92%; Irlanda, que tuvo un déficit superior al de Grecia por el apoyo al sector financiero, también registró un incremento en la tasa de interés de sus bonos; y en España, el “contagio” fue menor, pero el costo por sus bonos aumento a 3.93%. El euro por su parte continuó a la baja en este mismo mes. (ver la gráfica 4.11)

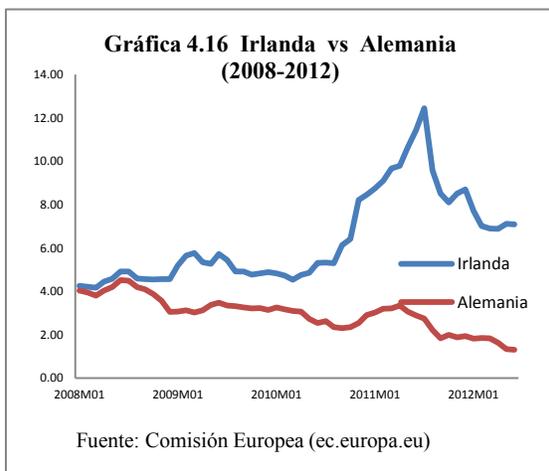
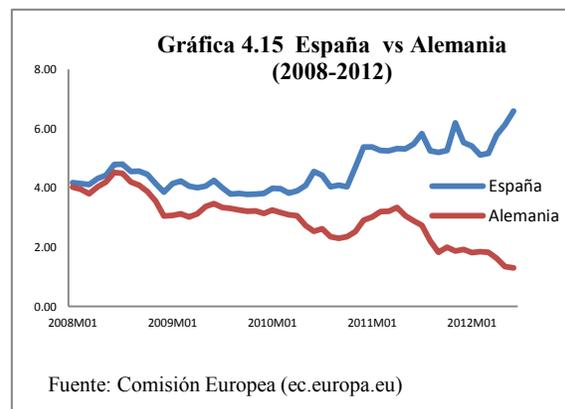
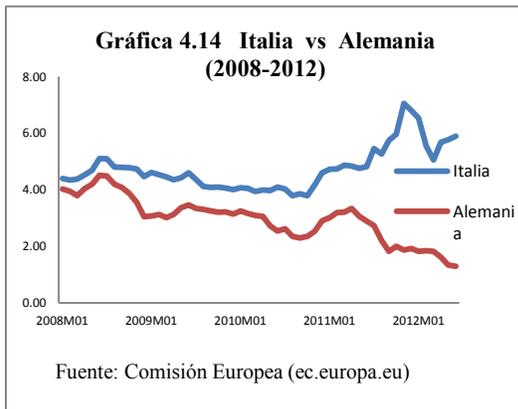
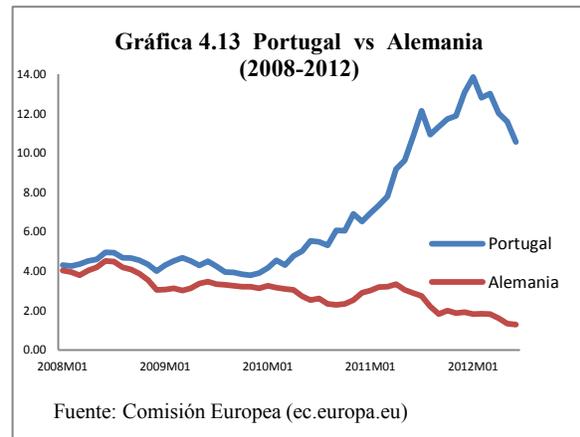
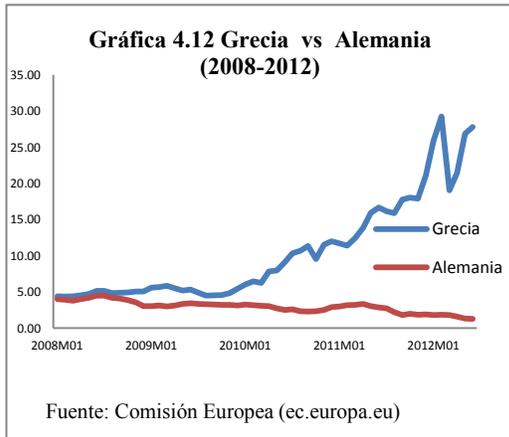


Luego, cuando la agencia calificadora Moody's rebajó, una vez más, la calificación de los bonos de Grecia hasta B1 (bonos basura), en Marzo de 2011, la desconfianza en Portugal e Irlanda se reanudó, incrementando el costo de su deuda en un 7.5 y 9%, respectivamente. De igual manera, la prima de riesgo de España e Italia se incrementó gravemente en Julio de 2012: 5.26% y 6.42%, respectivamente, como consecuencia de los duros recortes implementados en España y por resultados negativos en la reducción del déficit y deuda en Grecia.

Todos estos acontecimientos reflejan el “contagio” que se dio a partir de la crisis del 2008 y de la situación en Grecia. Principalmente en los países con bajo crecimiento: Irlanda, Portugal, España e Italia, pues sus bonos se encarecieron por el deterioro de sus finanzas públicas y por la posibilidad de una quiebra en Grecia; pues ésta representaría grandes pérdidas a sus acreedores y reflejaría las debilidades del sistema político europeo, poniendo en duda las intenciones de apoyo entre los países miembros.

En los siguientes gráficos se presenta el diferencial de los rendimientos de los bonos alemanes con respecto a los de los GIPSI. Se observa como a partir del 2008 los

rendimientos de los bonos de Grecia, Portugal e Irlanda se encarecieron, y con ello empeoraron sus condiciones de financiamiento, mejorando, por otro lado, las de Alemania.



4.3 *Credit Default Swaps* sobre los bonos soberanos de los GIPSI

Los *Credits Default Swaps*, o permutas de incumplimiento crediticio, son otro indicador que refleja la desconfianza de los inversionistas en los países con problemas de solvencia. Estos instrumentos son parecidos a un seguro, sólo que, a diferencia de este, se puede hacer sobre un bien que puede o no ser propiedad del que contrata los CDS.

Los CDS se realizan a través de un *swap* sobre un instrumento de crédito, ya sean bonos o préstamos, en el que el comprador de los CDS realiza una serie de pagos, denominados *spread*, al vendedor. A cambio, recibe un pago, regularmente una prima que refleja parte del valor del activo subyacente, y en caso de un incumplimiento en el pago de este activo, el vendedor de los CDS toma posesión del crédito o préstamo en mora. La mayoría de los CDS se encuentra con vencimiento entre uno y 10 años, siendo el de cinco años el más típico en madurez.

Un incumplimiento se refiere a un "evento de crédito", e incluye eventos como la falta de pago, la restructuración y la quiebra. De esta manera, cuando Grecia se encontraba ante la posibilidad de una quiebra o restructuración de su deuda, los CDS se incrementaron en volumen y precio.

En la gráfica se puede observar que el monto de CDS sobre los bonos soberanos griegos creció notablemente en el 2012; como consecuencia de la restructuración de la deuda muchos de los tenedores temían un "evento de crédito" por lo que buscaron respaldarse o vender los bonos. Por ejemplo, en Marzo del 2012, el ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*) anunció que se llevaría a cabo una subasta para liquidar \$3 mil millones de dólares en contratos ligados a Grecia después de que el país heleno hiciera uso del CAC (*Collective Action Clauses*), para obligar a los inversores a

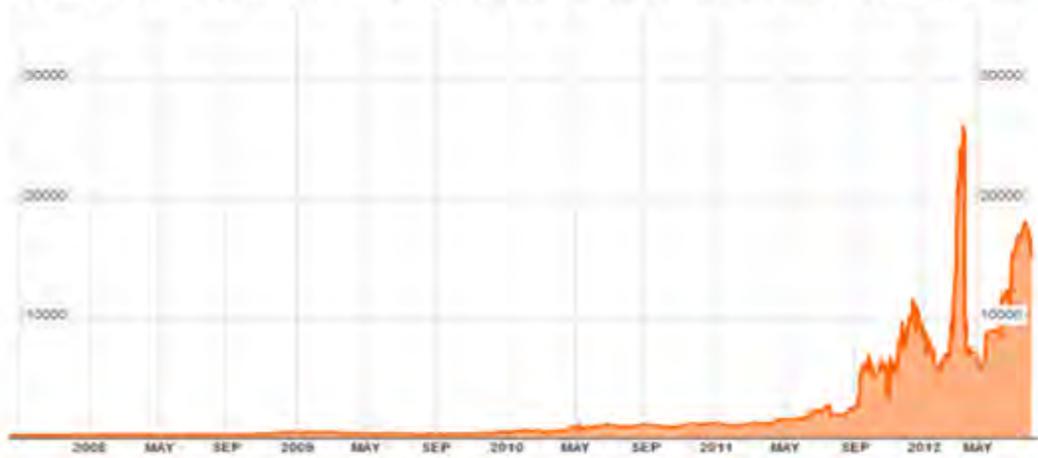
participar en la restructuración de su deuda soberana. No obstante, esta misma institución, el ISDA, fue quien acordó con Grecia que no se haría efectivo el default si lograba convencer al 95% de los tenedores de bonos de reestructurar su deuda (quita, menor cupón, vencimiento más largo).

Según Bloomberg, en el primer trimestre del 2012, el costo de cinco años de los *swaps* griegos subió a un nivel récord de 7.68 millones dólares por adelantado y 100.000 anuales, para asegurar 10 millones de deuda; y en Marzo de 2012, los CDS griegos cubrían \$3.16 mil millones de dólares, frente a los \$6 millones que cubrían en el 2011 (<http://www.bloomberg.com/news/>).

Con respecto a estos hechos, Alessandro Giansanti, estratega financiero en ING Groep NV, en Amsterdam, recalcó la importancia de mantener la confianza de los inversores en los CDS, pues ello influye en la capacidad y decisión de las naciones en la emisión de bonos soberanos. Además, los inversionistas buscan un instrumento para cubrir su exposición al riesgo, y para eso consideran a los CDS el mejor instrumento. (<http://www.bloomberg.com/news/>)

En la siguiente gráfica, el eje de la izquierda esta representado en puntos básicos, y un nivel de 1,000 significa que cuesta 1 millón de dólares para proteger a 10 millones de dólares de la deuda de cinco años.

Gráfica 4.17 Credit Default Swaps de los bonos soberanos de Grecia a 5 años



Fuente: Bloomberg, CGGB1U5:IND, (<http://www.bloomberg.com/quote/cggb1u5:ind>)

El incremento de los precios de los CDS sobre los bonos soberanos de Portugal se dio en el periodo en que Grecia realizó el canje, ya que los tenedores temían que el gobierno intentara copiar este tipo de acuerdos. Y los *swaps* de riesgo crediticio, que aseguraban 10 millones de dólares de la deuda soberana portuguesa de cinco años, se elevaron a un máximo histórico de 3.95 millones dólares por adelantado y 100,000 anuales a finales de Enero del 2012. (<http://www.bloomberg.com/news/>)

Gráfica 4.18 Credit Default Swaps de los bonos soberanos de Portugal a 5 años



Fuente: Bloomberg, CPGB1U5:IND, (<http://www.bloomberg.com/quote/CPGB1U5:IND>)

El precio de los CDS sobre los bonos soberanos irlandeses comenzó a crecer a partir de 2010, una vez que se dieron a conocer las finanzas públicas griegas, puesto que los inversionistas temían también una situación similar en este país. Sin embargo, su precio se incrementó menos con respecto a los CDS de Portugal.

El mayor repunte en el precio de los CDS Irlandeses se dio el 14 de Julio de 2011, cuando Moody's rebajó la calificación de los bonos de nivel, degradándolos a bonos basura, debido a las grandes inyecciones de capital a sus bancos, financiadas con deuda pública. Posteriormente, el precio de los CDS de este país se redujo debido a la aprobación de los rescates por parte de la Comisión Europea, ya que Irlanda, a pesar de estos sucesos, registró un crecimiento en su PIB. La restructuración de la deuda en Grecia no afectó de manera notable a este producto durante el 2012.

Gráfica 4.19 Credit Default Swaps de los bonos soberanos de Irlanda a 5 años



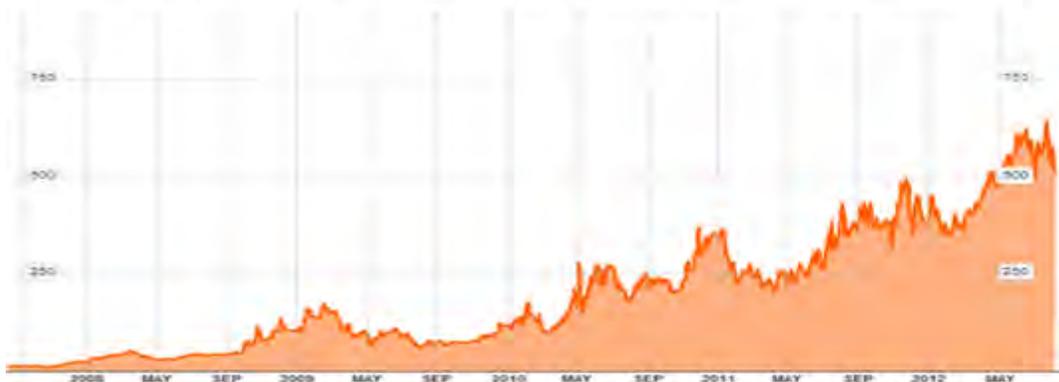
Fuente: Bloomberg, CT777651:IND, (<http://www.bloomberg.com/quote/CT777651:IND>)

En cuanto al precio de los CDS sobre los bonos soberanos italianos y españoles, no subieron demasiado en comparación con los de Grecia o Portugal, pero también experimentaron un crecimiento a partir del 2010.

Los CDS de España mostraron una subida casi continua, siendo su punto más alto a finales de Julio de 2012, debido al incremento de su deuda pública, como consecuencia de los rescates a la banca y a las comunidades autónomas emprendidos por el gobierno. Y ya desde el 17 de Mayo, Moody's había procedido a rebajar la calificación de 16 bancos españoles. De igual manera, bajó la calificación a la deuda de la región de Murcia y Cataluña a bono basura. (<http://economia.elpais.com/economia/2012/05/17>)

En el mismo mes de Julio, de 2012, la Comunidad Valenciana solicitó ayuda para pagar sus deudas, así como la Región de Murcia y Cataluña (<http://eleconomista.com.mx>). Además, el 25 de Julio, el rendimiento de los bonos soberanos a 10 años de este país se incrementó hasta 7.75%, nivel considerado dentro del rango de aquellos países que requieren un rescate financiero.

Gráfica 4.20 Credit Default Swaps de los bonos soberanos de España a 5 años



Fuente: Bloomberg, CSPA1U5:IND, (<http://www.bloomberg.com/quote/CSPA1U5:IND>)

En lo que se refiere a Italia, el crecimiento más significativo de sus CDS se dio a partir del 1 de Julio de 2011, en respuesta a los recortes propuestos durante el gobierno de Silvio Berlusconi, cotizados en 47,000 millones de euros durante cuatro años (1,800 millones en 2011; 5,500 millones en 2012; 20,000 millones en 2013 y el resto en 2014). Esto reflejó un agravamiento de la situación económica, que a su vez se tradujo en un mayor riesgo, por lo que la calificadora Moody's rebajó la nota de Italia de "Aa2" a "A2", y después hasta "Baa2", apenas dos niveles por encima de ser considerados basura; por el debilitamiento del perfil crediticio de este país, al haber un crecimiento débil y un incremento del desempleo.

El 4 de Agosto del 2012, otra agencia calificadora, la Standard & Poor's (S&P), rebajó la calificación de quince bancos italianos, por lo que el precio de los CDS sobre este país ha continuado a la alza. Aunado a esto, la recesión de Italia se profundizó en el segundo trimestre del mencionado año, pues la economía se contrajo un 2.5% a tasa anual, como consecuencia de la implementación de las medidas de austeridad, para ahorrar más de 20,000 millones de euros y así contener la crisis.



El incremento en el precio de los *Credit Default Swaps* sobre los bonos soberanos de estos países refleja la creciente desconfianza de los inversionistas en los países con problemas fiscales, aun a pesar de las políticas de austeridad implementadas en ellos con el objetivo de restaurar dicha confianza.

Los CDS sobre bonos soberanos mas sensibles ante la incertidumbre de una quiebra en Grecia son los de Portugal e Irlanda pues se teme que estos países copien estrategias como la reestructuración de la deuda.

CONCLUSIÓN

En vez de esto trabajemos duro.

*Acabemos de una vez con la única crisis amenazadora
que es la tragedia de no querer luchar por superarla*

Albert Einstein

Conclusión

Se ha expuesto de una manera breve el origen y desarrollo de la crisis en la que esta sumido el país heleno, una crisis que se encuentra ya en su quinto año de duración y que no refleja signos de mejora o culminación, sino por el contrario, se ha expandido por la región, llegando a países de mayor envergadura.

Diversos factores dieron origen a la crisis de Grecia, entre ellos las reformas que tuvieron que implementar para ser miembros de la zona euro y los rescates emprendidos al sistema financiero tras la crisis del 2008. No obstante, este país fungió como catalizador para que esta problemática pronto se viera reflejada, y alcanzara, a los IPSI, (principalmente a Portugal e Irlanda) a través de los circuitos financieros y la pérdida de confianza expresada en el incremento de las tasas de interés de los bonos soberanos y los precios de los *Crédit Default Swaps*, ya que las tasas de interés de sus comenzaron también a elevarse, pues los compradores temían que alguno de estos países tuviera problemas similares a los de Grecia y que, además, se copiaran estrategias como la “reestructuración de la deuda”.

Grecia, como uno de los países más frágiles de la zona euro, fue el primero que resultó duramente afectado tras la crisis hipotecaria del 2008. Se vio envuelto en problemas de solvencia debido a los rescates emprendidos a su sistema financiero, y que resultaron en niveles altos de deuda y déficit, aunado a un financiamiento en el mercado a tasas de interés muy elevadas.

Sin duda la crisis de deuda en los países periféricos de la zona euro ha sido una de las mas graves a los largo de la historia pues, pese a que se han implementado algunas soluciones expuestas por Hyman Minsky en “Ondas Largas en las relaciones financieras:

Factores Financieros en las depresiones más severas II” como los déficits gubernamentales y el incremento de la liquidez, los recursos solo han sido canalizados para el pago de deudas y rescates financieros, lo que hará mas tardado la salida de la crisis. No obstante, si el gobierno no hubiese intervenido, tal vez habría ocurrido lo que Irving Fisher menciona en “La Teoría de la Deuda-Deflación en las Grandes Depresiones”, se habría producido una serie de quiebras de las instituciones financieras, municipios y estados, originando una crisis de mayor envergadura, ya que por la interconexión de los circuitos financieros esta se habría trasladado rápidamente no solo a los miembros de la zona euro, sino a todo el mundo.

El Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, creado con el objetivo de otorgar préstamos a los países en crisis, logró mitigar especulaciones sobre los bonos de los GIPSI, que sólo endurecían las condiciones de financiamiento. Sin embargo, para el caso de Grecia, los préstamos no se han otorgado a tiempo o bien el monto no es suficiente para restaurar la confianza; pues la tasa de interés de sus bonos soberanos continúa en niveles muy elevados, a pesar de que dichos recursos son destinados únicamente para el pago de intereses.

Por otra parte, algunas otras soluciones implementadas por la Troika han profundizado aún más la crisis. Por ejemplo, las políticas de austeridad, que se pusieron en marcha con el objetivo de restaurar la confianza de los inversionistas, no tuvieron el efecto esperado, tal como se observa en las gráficas tanto de la prima de riesgo como en las de los CDS sobre los bonos soberanos de los GIPSI.

Con la reducción de gasto gubernamental lograron incrementar el desempleo, reducir el PIB, y con ello, profundizar todavía más la crisis, porque el ratio deuda/PIB no se reducirá en el corto plazo.

Además, es preciso reconocer que déficit y deuda son dos variables que no deben significar un peligro; siempre y cuando los recursos se utilicen en programas de inversión orientados al crecimiento económico, y que se hagan en una buena proporción con respecto al PIB, pues este último refleja la capacidad de solvencia del país y con ello proporciona confianza a los inversionistas.

La solución ahora, en tiempos de recesión, no se encuentra en tratar de disminuir el déficit y la deuda por el camino de la austeridad, hacerlo drásticamente, como se ha estado llevando a cabo, sólo hará más difícil, y más tardada también, la recuperación económica. Se deben implementar programas que contemplen un incremento del gasto público que genere incrementos en el empleo y la productividad, para que con ello se eleve el PIB, es decir, la capacidad de pago, y se restaure sólidamente la confianza.

De no cambiar el enfoque actual, por políticas de estímulo, a los GIPSI, y especialmente a Grecia, les esperan más años de rescisión económica, de grandes tasas de desempleo, de bajo crecimiento, de más rescates y, por lo tanto, de más políticas de austeridad. La respuesta elegida por los mandatarios ha sido dolorosa para los ciudadanos. Pero sólo hace falta voluntad política para resolver esta crisis.

GLOSARIO

Eurozona: Es el conjunto de Estados, miembros de la Unión Europea, que han adoptado el euro como moneda oficial, formando así una Unión monetaria. Su creación data del 1 de enero de 1999.

La autoridad monetaria que controla la Eurozona es el Eurosistema; la autoridad económica y política reside en el Eurogrupo y en la Comisión Europea.

(<http://www.ecured.cu/index.php/Eurozona>).

Eurogrupo: Es la unión institucionalizada de los ministros de Economía y Finanzas de los Estados de la Unión Europea (cuya moneda es el euro): el presidente del Banco Central Europeo, el Comisario europeo de Asuntos Económicos y Monetarios, y su presidente.

Eurosistema: Sistema de bancos centrales compuesto por el Banco Central Europeo (BCE) y los bancos centrales nacionales (BCNs) de los Estados miembros que adoptaron el euro.

Troika: Término que hace referencia al Banco Central Europeo (BCE), al Fondo Monetario Internacional (FMI) y a la Comisión Europea (CE).

Banco Central Europeo: Institución que vela por el buen funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria dirigiendo el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC). Su misión principal es mantener la estabilidad de los precios mediante la definición de la política monetaria de la Unión. Fue creado el 1 de junio de 1998 y está dotado con personalidad jurídica, además de gozar de independencia total frente a las instituciones nacionales y europeas. (http://europa.eu/legislation_summaries/).

Déficit: Son los ingresos (incluidas las donaciones), menos gastos, menos la adquisición neta de activos no financieros.

Deuda: Es el saldo total de obligaciones contractuales directas a plazo fijo del Gobierno a otros pendientes en una fecha determinada. Incluye los pasivos internos y extranjeros: dinero, depósitos a la vista, valores, excepto acciones, y préstamos. Es el volumen bruto de pasivos del Gobierno menos el monto de acciones y derivados financieros en manos del Gobierno. Como la deuda es un saldo y no un flujo, se mide en una fecha determinada; por lo general, el último día del ejercicio.

Deflación: Caída mantenida y generalizada de los precios de los bienes y servicios durante un determinado tiempo. Es el término contrario a inflación.

Titulización: Es una técnica financiera en donde un emisor endosa un bien no líquido a una empresa administradora que se encargará de su gestión. Ésta crea un patrimonio separado y, con respaldo del emisor, emite bonos, es decir, valores negociables. Estos bonos se venden a inversores que asumen parte, o la totalidad, del riesgo inherente a los activos titulizados, y a cambio, reciben pagos por los derechos de crédito en forma de interés y reembolso del *principal*.

Referéndum: Procedimiento jurídico con el que se someten a voto popular leyes o actos administrativos. Se propone que el pueblo ratifique dichas leyes o actos administrativos.

Tecnocracia: Sistema político, característico de los países industriales, que propone que los puestos dirigentes en el gobierno de un país sean ocupados por técnicos o especialistas en las diversas materias correspondientes a los distintos ministerios o gerencias.

(<http://servicios.elpais.com/diccionarios/castellano/tecnocracia>).

Calificadoras: Las Sociedades Calificadoras de Valores son compañías especializadas que se dedican fundamentalmente a analizar las emisiones de renta fija, con el fin de evaluar la certeza de pago puntual y completo de capital e intereses de las emisiones, así como la existencia legal, la situación financiera del emisor y la estructura de la emisión, para establecer el grado de riesgo de esta última. A principios del siglo XX, con el desarrollo de la industria ferroviaria, las empresas de ese sector se convirtieron en las principales emisoras de obligaciones (bonos), hecho que dio pie a la creación de otras empresas dedicadas a estudiar la calidad de dichos instrumentos. En la medida en que el mercado se desarrollaba y la oferta de instrumentos crecía, las agencias calificadoras evolucionaban también, calificando todo tipo de emisiones ofrecidas en el mercado doméstico e internacional. Las calificadoras más importantes son: Standard & Poor's, Moody's Investors Service y Fitch Ratings.

Calificación: Una calificación crediticia de emisor es una opinión prospectiva sobre la calidad crediticia general de un deudor para pagar sus obligaciones financieras. Esta opinión se centra en la capacidad y voluntad del emisor para cubrir sus compromisos financieros en su vencimiento. No aplica a ninguna obligación financiera específica ya que no considera la naturaleza de las disposiciones de la obligación, su situación de bancarrota o liquidación, sus preferencias estatutarias, o la legalidad y obligatoriedad de la misma. Las calificaciones soberanas también son formas de calificaciones crediticias de emisor y pueden ser de largo o corto plazo

Calificaciones de emisor:

AAA: Representa una capacidad extremadamente fuerte para cumplir con sus compromisos financieros. Es la calificación crediticia de emisor más alta.

AA: Representa una capacidad muy fuerte para cumplir con sus compromisos financieros, difiere solamente en un pequeño grado de los que tienen la calificación más alta.

A: Representa una capacidad fuerte para cumplir con sus compromisos financieros, pero es un poco más susceptible a condiciones y situaciones económicas adversas.

BBB: Representa una capacidad adecuada para cumplir con sus compromisos financieros. Sin embargo, condiciones económicas adversas o cambios coyunturales probablemente conducirán al debilitamiento de su capacidad para cumplir con sus compromisos financieros.

BB, B, CCC, y CC: Los emisores calificados en estas categorías son considerados como poseedores de características especulativas importantes. La categoría „BB“ indica el menor grado de especulación y la de „CC“ el mayor grado. Aunque tales emisores probablemente tendrán algunas características de calidad y protección, éstas podrían verse superadas en caso de una elevada incertidumbre o de importantes exposiciones a condiciones adversas.

BB: Un emisor calificado así es menos vulnerable a corto plazo que otros emisores con calificaciones más bajas, aunque enfrenta constante incertidumbre y exposiciones ante situaciones adversas del negocio financieras o económicas, lo que puede hacer que su capacidad sea inadecuada para cumplir con sus compromisos financieros.

B: Es más vulnerable a un incumplimiento de pago que los emisores con calificaciones 'BB', pero actualmente presenta capacidad para cumplir con sus compromisos financieros.

Condiciones adversas del negocio, financieras o económicas probablemente perjudicarían la capacidad o voluntad del emisor para cumplir con sus compromisos financieros.

CCC: Es vulnerable y depende de condiciones favorables de negocio, financieras y económicas para cumplir con sus compromisos financieros.

CC: Un emisor calificado con „CC“ es en extremo vulnerable.

R: Un emisor que recibe esta calificación se encuentra supeditado a supervisión regulatoria debido a sus condiciones financieras. Durante la vigencia de ese proceso, los reguladores podrían tener la facultad de favorecer a una clase de obligaciones por sobre otras o cumplir con el pago de una obligación y no de otras.

SD y D: Un emisor con calificación 'SD' o 'D' no ha cumplido con el pago de una o más de sus obligaciones financieras (calificadas o no). La calificación 'D' también se emplea tras la solicitud de bancarota, o en caso de una acción similar, si los pagos de una obligación financiera están en riesgo de no ser cubiertos. Se asigna una calificación de „D“ cuando una Calificadora considera que un incumplimiento de pago será general y que el deudor no pagará puntualmente ninguna, o casi ninguna, de sus obligaciones. Asimismo, atribuye una calificación 'SD' cuando considera que se trata de un incumplimiento en relación con una emisión específica o clase de obligaciones, pero que el emisor continuará honrando otras emisiones o clases de obligaciones dentro de los plazos establecidos.

Un incumplimiento selectivo incluye los canjes de deuda desventajosos mediante los cuales una parte, o toda la emisión, es recomprada por un monto de efectivo o reemplazada por otros instrumentos con un valor total inferior a la par.

NR: Estas siglas indican que no se le ha asignado ninguna calificación al emisor. (<http://www.standardandpoors.com>).

BIBLIOGRAFÍA

Banco Mundial, *Deuda del gobierno central %PIB*, Edición de internet, <http://datos.bancomundial.org/indicador/GC.DOD.TOTL.GD.ZS>, Consultado el 01 de Marzo del 2012

Comisión Europea, *Asuntos económicos y financieros, Procedimiento de déficit excesivo*, Edición de Internet, http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/deficit/index_en.htm, Consultado el 3 de Marzo del 2012

Comisión Europea, *Economic and Financial Affairs, The Greek loan facility*, Edición de internet, http://ec.europa.eu/economy_finance/eu_borrower/greek_loan_facility/index_en.htm, Consultado el 26 de Marzo del 2012

_____, *Diccionario el País*, Edición de internet, <http://servicios.elpais.com/diccionarios/castellano/tecnocracia> Consultado el 5 de Octubre del 2012

_____, *Del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea*, Edición de internet, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2010:083:0047:0200:es:PDF>, Consultado el 10 de Marzo del 2012

_____, *Economic and Financial Affairs*, Edición de internet, http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/114324.pdf, Consultado el 23 de Marzo del 2012

_____, *Ecured: Artículos certificados*, Edición de internet, <http://www.ecured.cu/index.php/Eurozona> Consultado el 02 de Febrero del 2012

FISHER, Irving (1933), “*La Teoría de la Deuda-Deflación en las Grandes Depresiones*” artículo traducido por Arturo Guillén publicado en la Revista *Problemas del Desarrollo. Revista Latinoamericana de Economía* (México: IIEC-UNAM) Vol 30, No. 119.

GIRON, Alicia y Alma Chapoy, 2011, “*Sistema Financiero desequilibrios globales y regulación*” (México: IIEC-UNAM)

MINSKY, Hyman, “*The Financial Instability Hypothesis*”, Working Paper No. 74 The Levy Economics Institute, Bard College, NY.

MINSKY, Hyman (1999), “*Ondas Largas en las Relaciones financieras: factores financieros en las depresiones más severas*” artículo traducido por Arturo Guillén

publicado en la Revista Problemas del Desarrollo, Revista Latinoamericana de Economía. Vol 30, No 119

RUIZ, Clemente, “Crisis financiera de principios del siglo: variedades de capitalismo, respuestas territoriales en la economía global”, ECONOMIAUnam Vol.8 No.24

_____, *Síntesis de la legislación de la UE*, Edición de internet, http://europa.eu/legislation_summaries/economic_and_monetary_affairs/institutional_and_economic_framework/o10001_es.htm
Consultado el 9 de Septiembre del 2012

STIGLITZ JOSEPH, “*La Union Europea no esta rescatando a Grecia sino a los bancos Alemanes*”, El País, Sección Economía, Edición de internet, http://www.elpais.com/especial/35-aniversario/economia/_la_union_europea_no_esta_rescatando_a_grecia_sino_a_los_bancos_alemanes_.html

TOPOROWSKI, Jan, “*Una visión sobre la actual crisis de la crisis en la Zona-euro*”, Economía Informa No. 372, Enero-Febrero 2012

_____, *Versión consolidada del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea*, TERCERA PARTE: POLÍTICAS Y ACCIONES INTERNAS, TÍTULO VIII: LA POLÍTICA ECONÓMICA Y MONETARIA - Capítulo 1: Política económica - Artículo 121, Edición de internet, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:12008E121:EN:NOT>,
Consultado el 4 de Marzo del 2012

_____, *Versión consolidada del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea - TERCERA PARTE: POLÍTICAS Y ACCIONES INTERNAS - TÍTULO VIII: LA POLÍTICA ECONÓMICA Y MONETARIA - Capítulo 1: Política económica - Artículo 126*, Edición de internet, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:12008E126:EN:NOT>,
Consultado el 4 de Marzo del 2012

HEMEROGRAFÍA

_____, *Alemania advierte que cualquier ayuda se dará con condiciones*, El País, Sección Economía, Edición de internet, 10 de Febrero del 2010

http://elpais.com/diario/2010/02/10/economia/1265756403_850215.html,

Consultado el 20 de Marzo del 2012

_____, *Bruselas apoya el plan de austeridad griego pero lo evaluará cada trimestre*, El País, Sección Economía, Edición de internet, 02 de Febrero del 2012

http://elpais.com/diario/2010/02/02/economia/1265065208_850215.html,

Consultado el 20 de Marzo del 2012

_____, *¿Cuáles son los ajustes exigidos a Grecia?*, El Economista, Sección Internacional, Edición de internet,

<http://eleconomista.com.mx/economia-global/2012/02/09/cuales-son-ajustes-exigidos->

Consultado el 20 de Marzo del 2012

_____, *Drástico Plan de Austeridad*, El País, Sección Economía, Edición de internet, 20 de Diciembre del 2009,

http://elpais.com/diario/2009/12/20/economia/1261263609_850215.html,

Consultado el 16 Marzo del 2012

_____, *Desplome de la Bolsa y los bonos de Grecia por la elevada deuda del país*, El País, Sección Economía, Edición de internet, 09 de Diciembre del 2009,

http://elpais.com/diario/2009/12/09/economia/1260313204_850215.html,

Consultado el 14 de Marzo del 2012

_____, *El 60% de la deuda griega, en manos europeas*, El País, Sección Economía, Edición de internet, 12 de Febrero del 2010

http://elpais.com/diario/2010/02/12/economia/1265929203_850215.html,

Consultado el 20 de Marzo del 2010

_____, *European Financial Stability Facility, the special-purpose vehicle (SPV) set up to support ailing euro-zone countries, is even being run by a former hedgie. But this is one fund that will never short its investments*, The Economist, Edición de Internet

<http://www.economist.com/node/16485600>,

Consultado el 23 de Marzo del 2012

_____, *Grecia anuncia más medidas de ajuste si son necesarias*, El País, Sección Economía, Edición de internet, 27 de Febrero del 2010,

http://elpais.com/diario/2010/02/27/economia/1267225204_850215.html,

Consultado el 17 de Marzo del 2012

_____, *Grecia presenta un drástico plan de ajuste para "salvar el país"*, El País, Sección Economía, Edición de internet, 4 de Marzo del 2010,
http://elpais.com/diario/2010/03/04/economia/1267657205_850215.html,
Consultado el 20 de Marzo del 2012

_____, *Greek Credit Swaps Payouts to Be Expedited After Trigger Ruling*, Bloomberg, Sección Personal Finance, Edición de internet, 09 de Marzo del 2012,
<http://www.bloomberg.com/news/2012-03-09/greek-debt-deal-might-trigger-3-billion-of-default-swaps-under-isda-rules.html>,
Consultado el 01 de Abril del 2012

_____, *La reforma fiscal griega desconcierta a los ciudadanos*, El País, Sección Economía, Edición de internet, 12 de Febrero del 2010,
http://elpais.com/diario/2010/02/12/economia/1265929206_850215.html,
Consultado el 17 de Marzo del 2012

_____, *Mody's rebaja a Cataluña y Mauricio a "bono basura" por sus problemas de déficit*, El País, Edición de internet, 17 de Junio del 2012,
http://economia.elpais.com/economia/2012/05/17/actualidad/1337274941_240916.html
Consultado el 7 de Agosto del 2012

_____, *Portugal Default Swaps at Record as Greece Spurs Loss Concern*, Bloomberg, Sección News, Edición de internet, 27 de Enero del 2012,
<http://www.bloomberg.com/news/2012-01-27/sovereign-corporate-bond-risk-rises-credit-default-swaps-show.html>
Consultado el 14 de Abril del 2012

_____, *Standard & Poor's amenaza con bajar la nota a Grecia*, El País, Sección Economía, Edición de internet, 8 de Diciembre del 2012,
http://elpais.com/diario/2009/12/08/economia/1260226801_850215.html,
Consultado el 14 de Marzo del 2012

_____, *Valencia, primera regio en pedir rescate*, El Economista, Sección Economía, Edición de internet, 20 de Julio del 2012,
<http://eleconomista.com.mx/economia-global/2012/07/20/valencia-primera-region-pedir-rescate-espana>
Consultado el 7 de Agosto del 2012