



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA  
DE MÉXICO**

---

---

**FACULTAD DE CIENCIAS**

**GRECIA: EL EPICENTRO DE LA CRISIS EUROPEA**

**T E S I S**

**QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE:**

**ACTUARIO**

**P R E S E N T A :**

**ULISES NOYOLA RODRÍGUEZ**



**DIRECTOR DE TESIS:  
DOCTOR IGNACIO DE LOYOLA PERROTINI  
HERNÁNDEZ**

**Ciudad Universitaria, Abril 2017**



Universidad Nacional  
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

**Biblioteca Central**



**UNAM – Dirección General de Bibliotecas**  
**Tesis Digitales**  
**Restricciones de uso**

**DERECHOS RESERVADOS ©**  
**PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL**

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

1. Datos del alumno

Noyola

Rodríguez

Ulises

56 49 04 35

Universidad Nacional Autónoma de México

Facultad de Ciencias

Actuaría

411022882

2. Datos del tutor

Dr

Ignacio de Loyola

Perrotini

Hernández

3. Datos del sinodal 1

Dr

María Josefina

Morales

Ramírez

4. Datos del sinodal 2

Dr

Teresa Santos

López

González

5. Datos del sinodal 3

Act

Fernando

Díaz

López

6. Datos del sinodal 4

Act

Montserrat

Esquivel

López

7. Datos del trabajo escrito.

GRECIA: EL EPICENTRO DE LA CRISIS EUROPEA

66

2017

## ÍNDICE

<b>INTRODUCCIÓN GENERAL</b> .....	1
<b>CAPÍTULO 1. LA INTRETACIÓN DE LA CRISIS</b> .....	3
1.1 INTRODUCCIÓN.....	3
1.2 POSTURAS TEÓRICAS .....	5
1.3 CONCLUSIONES.....	18
<b>CAPÍTULO 2. GRECIA: LA TRAGEDIA EUROPEA</b> .....	23
2.1 INTRODUCCIÓN.....	23
2.1 EL AJUSTE FISCAL .....	25
2.2 LA COMPETITIVIDAD INTERNACIONAL .....	30
2.3 LA DEUDA PÚBLICA.....	33
2.4 EL SISTEMA FINANCIERO .....	37
2.5 CONCLUSIONES.....	40
<b>CAPÍTULO 3. LA FINANCIERIZACIÓN DE LA ECONOMÍA GRIEGA</b>	43
3.1 INTRODUCCIÓN.....	62
3.2 REVISIÓN DE LA LITERATURA.....	45
3.3 METODOLOGÍA Y DATOS .....	49
3.4 ANÁLISIS ECONOMETRICO .....	51
3.5 PRUEBAS DE RAÍZ UNITARIA .....	53
3.6 MODELOS ARDL.....	54
3.7 BIBLIOGRAFÍA GENERAL .....	56

# **GRECIA: EL EPICENTRO DE LA CRISIS EUROPEA**

## **INTRODUCCIÓN GENERAL**

Este trabajo estudiará la relación entre el ascenso de la importancia de las finanzas internacionales y la crisis europea, con el caso particular de Grecia. Lo anterior es importante, puesto que existe evidencia empírica sobre un aumento exponencial de las transacciones financieras, los activos financieros y la deuda privada que precedió a la crisis de la economía griega.

El objetivo del trabajo es demostrar la hipótesis de que la crisis de la economía griega se debe a la inserción en el proceso de la financierización adoptado por las economías avanzadas a partir del ingreso a la zona euro. La investigación tendrá un aspecto teórico sobre las teorías económicas de la financierización y también una evidencia empírica basada en un modelo econométrico.

De esta manera, el trabajo se divide en tres capítulos que incluyen:

- a) La interpretación de la crisis financiera en las economías avanzadas.
- b) Los hechos estilizados de la crisis de la economía griega.
- c) La evidencia estadística que confirma la financierización de la economía griega.

El primer capítulo estudiará la interpretación de la crisis financiera global de acuerdo a diferentes corrientes de pensamiento a fin de comprender las causas de la crisis económica actual y las repercusiones sobre la economía griega a partir del estallido de la crisis financiera de 2008. Las propuestas de las diferentes corrientes de pensamiento se señalarán con el propósito de proponer una política económica que pueda resolver la crisis de las economías avanzadas.

Además, el trabajo presenta las posturas teóricas de varios economistas (Foster, Lapavitsas, Husson, Dumenil y Levy) que tuvieron relevancia al explicar las causas de la financierización y las repercusiones sobre las economías avanzadas. También se desarrollarán los principales argumentos de los economistas mencionados sobre los cambios cualitativos de la crisis financiera de 2008, que introdujo sobre la evolución de las economías avanzadas.

El primer capítulo finalizará con las conclusiones sobre la financierización de las economías avanzadas que coincidió con la consolidación del neoliberalismo como un nuevo modo de producción, que debilitó la posición de la clase trabajadora. Enfatizamos que el período post-crisis no logró eliminar el sobreendeudamiento privado y que dio lugar a una nueva fase de sobreendeudamiento público, lo cual abrió la posibilidad de una nueva crisis financiera con una mayor envergadura que las anteriores.

El segundo capítulo presentará los hechos estilizados de la crisis de la economía griega, que se profundizó con la implementación de los tres programas de rescate firmados por el gobierno griego a partir de 2010. Retomaremos las ideas del primer capítulo de que la recuperación de la economía griega está ligada a la recuperación de la rentabilidad capitalista, por lo que la economía griega sufriría una crisis económica de envergadura en el caso de una nueva crisis financiera.

Por otro lado, los hechos estilizados de los programas de rescate exponen los errores de las proyecciones de la *troika* (Comisión Europea, Banco Central Europeo, Fondo Monetario Internacional) en todos los rubros contemplados (sector público, competitividad internacional, deuda pública, sector financiero). De este modo, el gobierno griego tiene que implementar una política económica que involucre una salida de la zona euro dada la imposibilidad de negociar un programa de rescate viable con el Eurogrupo.

En último lugar, la conclusión del segundo capítulo muestra la creciente pérdida de apoyo político de los griegos al gobierno de Syriza debido a las medidas implementadas en el marco del tercer programa de rescate, por lo que se realiza una descripción de una posible estrategia de Grecia de la eurozona de acuerdo a varios economistas (Lapavitsas, Sapir, Mavroudeas).

El tercer capítulo demuestra de forma estadística la financierización de la economía griega por medio de un modelo ARDL que explica el consumo de las familias en función de la deuda de las familias, el PIB per cápita y la tasa de desempleo durante el período 2001-2015. De este modo, el cambio desfavorable de las variables explicativas disminuyó el consumo de las familias, lo cual provocó la contracción económica de Grecia.

Escogimos el modelo ARDL por la razón de que permite la utilización de variables con distinto orden de integración en el sistema, lo cual resuelve la problemática del análisis de cointegración estándar que requiere estacionariedad de las variables. Esto fue de utilidad, ya que las variables resultaron ser de segundo orden y se pudo aplicar adecuadamente la metodología ARDL.

Paralelamente, el capítulo expone los argumentos de economistas (Lapavitsas, Milios, Maniatis y Passas) que explican la financierización de la economía griega a raíz del ingreso de Grecia en la eurozona. En consecuencia, el ingreso de Grecia a la eurozona tuvo repercusiones negativas al aumentar el consumo de las familias a costa de un incremento de la deuda privada, la reducción de la competitividad internacional y un aumento sustancial de las importaciones.

Finalmente, presentaremos los resultados econométricos del modelo ARDL donde se expondrá un primer modelo, que incluya el tipo de cambio del euro con respecto al dólar y un segundo modelo, que no incluya el tipo de cambio para observar si el tipo de cambio tuvo un papel importante en el consumo de las familias. El resultado del ejercicio fue que la deuda de las familias, el PIB per cápita, la tasa de desempleo tuvieron una significancia estadística, por lo que se comprueba que el consumo de las familias estuvo apoyado por la financierización.

En conclusión, el trabajo que está constituido por los tres capítulos comprueba la hipótesis que la economía griega atraviesa una crisis económica caracterizada por el final del proceso de la financierización adoptado a partir del ingreso de Grecia en la zona euro. La estrategia del gobierno griego debe involucrar una política económica radical que involucre una salida de la eurozona para poder salir de la recesión económica.

# CAPÍTULO I

## LA INTERPRETACIÓN DE LA CRISIS

### INTRODUCCIÓN

Este trabajo presentará la relación entre el ascenso del capital financiero y la aparición de la crisis europea con el caso particular de Grecia dada la creciente importancia de las finanzas que alteró significativamente las relaciones económicas en Europa dificultando una salida de la crisis para los países de la periferia europea.

El ascenso del capital financiero en el continente europeo se reflejó en la expansión de los activos financieros, las transacciones financieras y el endeudamiento público y privado en las economías nacionales. El sistema financiero sirvió como un espacio rentable en las economías maduras para los inversionistas internacionales que destinaron fondos a actividades especulativas con el fin de obtener ganancias altamente lucrativas en un corto plazo.

En el caso de la zona euro, el funcionamiento de los mercados financieros es diferente a las demás economías maduras dada la existencia de una moneda común y la carencia de instituciones federales para afrontar las crisis financieras. El establecimiento del euro afianzó el poder industrial de Alemania sobre los mercados europeos exportando un gran excedente de capitales para cubrir los déficits en cuenta corriente, el endeudamiento privado y la afluencia de capitales externos por parte de los países de la periferia europea.

La afluencia de capitales externos a disponibilidad de los bancos permitió que la periferia europea se insertara en la financierización percibiendo una parte de las ganancias derivadas de las actividades especulativas. Esto se comprobó con la inversión en activos titulizados en Irlanda, la crisis inmobiliaria en España y la crisis financiera en Portugal.

Sin embargo, la propagación de la crisis financiera al continente europeo desestabilizó su sistema financiero que reaccionó especulando en los mercados de deuda pública de los países europeos con el fin de atenuar las pérdidas económicas sobre sus activos financieros. De esta manera, Grecia se convirtió en la primera economía europea que no resistió los embates de los inversores internacionales y los bancos privados, aumentando los rendimientos de los títulos de deuda pública y expulsándola de los mercados financieros en 2010.

La deuda pública de Grecia se volvió insostenible al situarse en un nivel de 315,000 millones de euros (175% del PIB) en 2015, cifra que representa en gran parte las ganancias de los bancos privados que se negaron a renunciar ante la desvalorización de activos durante la crisis financiera. En este sentido, las autoridades europeas realizan mínimas concesiones a Grecia y desean hacer valer los títulos públicos con el fin de sustentar la alta rentabilidad demandada por los bancos europeos y, por ende, facilitar los pagos vinculados a la deuda pública.

Por otro lado, los planes de rescate realizados por la *troika* (Banco Central Europeo, Comisión Europea, Fondo Monetario Internacional) que comenzaron con Grecia responden a la aspiración de Alemania de remodelar el continente europeo a la

mundialización neoliberal. El triunfo político de Syriza en Grecia a principios de 2015 cambió la correlación de fuerzas en Europa al señalar la posibilidad del arribo de un gobierno progresista en la zona euro y poder negociar los términos de los planes de rescate para cambiar las políticas de ajuste en el continente europeo.

Los programas de ajuste también suscitaron una respuesta de los países europeos donde el ascenso de varios partidos progresistas (Grecia, España, Portugal) que defienden aplicar una política económica alternativa amenaza la correlación de fuerzas en el continente europeo. De este modo, la estrategia de los partidos progresistas europeos consiste en apoyar un plan económico basado en el crecimiento, creación de empleos, reestructuración de la deuda que permita mejorar la condición económica de la clase trabajadora enfrentándose al capital financiero y las grandes empresas que se benefician de los planes de ajuste.

Las autoridades europeas son conscientes de la amenaza que representan los partidos progresistas en países de envergadura económica como España y Portugal con el posible triunfo de los partidos políticos de Podemos y Socialista por lo que preparan una serie de reformas financieras para desarmar la estrategia de los gobiernos europeos. Las autoridades europeas temen que los gobiernos europeos utilicen el arma más explosiva que es llevar a cabo un *default* sobre los pagos de su deuda pública y, por lo tanto, desestabilizar el sistema financiero europeo al derrumbarse la confianza de los activos líquidos de las entidades bancarias.

En este sentido, las iniciativas impulsadas por Alemania consisten en fortalecer a los bancos para que puedan resistir *defaults* de los gobiernos europeos poniendo cláusulas de reestructuración de deuda sobre los bonos de los países sobre-endeudados y aplicando una postergación inmediata de los pagos de deuda cuando los países europeos reciban un rescate de las instituciones europeas (Shauble, 2015).

De esta manera, los bancos europeos comenzarían a deshacerse de los bonos de los gobiernos europeos y adquirirán activos con mayor confiabilidad asegurando una posición más sólida ante la posibilidad de una reestructuración de la deuda o una postergación inmediata de los pagos de los gobiernos europeos (Weidmann, 2015).

Las reformas financieras apoyadas por la potencia germana reciben la oposición de varios gobiernos europeos ya que su implementación aumentaría los rendimientos de deuda pública restringiendo su capacidad de endeudamiento e incrementando la austeridad de los planes de ajuste sobre la clase trabajadora. No obstante, la posibilidad de la implementación de las reformas financieras y la capitulación reciente de Grecia ante las instituciones europeas requiere planear nuevas estrategias para enfrentar al capital financiero con el fin de obtener un mayor margen de maniobra para aplicar una política económica alternativa.

Por lo tanto, el estudio de la financierización resulta fundamental para comprender la transformación del capital financiero y su internacionalización que termina siendo usada como un mecanismo de ataque sobre los gobiernos europeos bajo la forma de recortes de liquidez, especulación sobre los bonos de deuda pública y amenazas de una exclusión definitiva de la eurozona.

De este modo, este trabajo presentará un estudio sobre la financierización con el fin de examinar las repercusiones de la transformación de las finanzas a corto y largo plazo en

el continente europeo, de tal suerte que describiremos de manera general las principales corrientes de pensamiento económico que estudian la financierización. También presentaremos las diferentes posturas de la financierización de acuerdo a autores específicos (Foster, Husson, Lapavitsas, Dumenil y Levy). Señalaremos las diferentes causas y repercusiones que tuvo la financierización en la evolución de las economías maduras a partir de la década de 1970 como un punto de ruptura al régimen fordista que mantuvo un pacto con la clase trabajadora.

## POSTURAS TEÓRICAS

Las interpretaciones de la crisis norteamericana de 2008 y su prolongación en la crisis europea son diversas de acuerdo al marco teórico que analice las transformaciones del sistema capitalista en las últimas tres décadas. Todas las posturas teóricas críticas abordadas convergen en su rechazo a los postulados del pensamiento neoliberal de que los mercados financieros se pueden auto-regular y no necesitan la intervención de las autoridades estatales para su correcto funcionamiento.

Subrayan la contradicción del supuesto de la autorregulación de los mercados financieros con la aparición de la crisis financiera de 2008, que suscitó la participación del Estado en los rescates de los bancos para contrarrestar sus pérdidas vinculadas a sus operaciones especulativas. Cada corriente de pensamiento pone énfasis en distintos aspectos que desencadenaron los desequilibrios financieros a partir de 2007. Su distinto enfoque sobre las causas de la financierización se hace notar en sus propuestas para resolver la crisis actual en las economías maduras.

En primer lugar, la escuela de la regulación pone énfasis en el nuevo mecanismo regulador que rigió a las economías maduras a partir del neoliberalismo: el capital accionario. De esta manera, su análisis se centra en las nuevas turbulencias generadas por la desregulación financiera aplicada en las economías avanzadas (Boyer, 2009).

El primer punto de inestabilidad financiera se originó con la hiper-rentabilidad exigida por los inversores internacionales, que exigió el mayor apalancamiento de las entidades financieras para poder satisfacer el nivel de rentabilidad demandado por medio de los valores accionarios, los activos financieros y el mercado de derivados.

La segunda fuente de desestabilización se deriva de la importancia de los mercados de valores donde cotizan las grandes empresas que también están obligadas a presentar mayores rendimientos, lo que pone una mayor presión sobre el costo de la fuerza de trabajo. Esto allanó el camino para que el consumo de las economías maduras dependiera cada vez más del crédito otorgado a las familias.

Finalmente, el papel de la política monetaria se deterioró puesto que ante la aparición de burbujas especulativas, los bancos centrales postergan y dudan sobre la aplicación de aumentos de las tasas de interés por lo que optan por mantener bajos niveles durante períodos prologados a fin de evitar tendencias depresivas en las economías maduras.

Por lo tanto, los integrantes de esta corriente de pensamiento realizan propuestas con el fin de disciplinar el papel de las finanzas internacionales (Aglietta, 2009). Las políticas de regulación, según sus proponentes, deben estar centradas en tres campos: supervisores bancarios, regulación de los mercados financieros, el papel de los

accionistas en el sistema financiero internacional. Los proponentes enfatizan que las nuevas reformas deben ser impulsadas por los principales países industrializados con el papel dirigente de Estados Unidos que comanda las instituciones financieras regulatorias como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y el G-20.

La corriente post-keynesiana enfatiza la nueva modalidad de crisis financiera que provocó la desregulación de las actividades financieras. Las actividades especulativas cobraron mayor relevancia e intensificaron la inestabilidad financiera en las economías maduras. Retoman los aportes teóricos de Minsky (1992) sobre los fundamentos de inestabilidad financiera en los sistemas financieros que pasan de esquemas de financiamiento *tipo Hedge* a *tipo Ponzi* donde las instituciones financieras son incapaces de cumplir con sus obligaciones de pago y la venta de activos se vuelve inevitable con la aparición de una crisis financiera y la devaluación de los títulos financieros.

También son conscientes de la posición desfavorable que tuvo la clase trabajadora a partir de la consolidación del neoliberalismo que acentuó los niveles de desigualdad, los índices de precariedad social y la deterioración de la actividad económica en las economías avanzadas (Palley, 2010). Las causas de la crisis son explicadas con la expansión económica de las economías maduras durante la posguerra. Los bancos al observar condiciones favorables para otorgar préstamos, subestimaron los riesgos relacionados a las operaciones de crédito que fueron acrecentándose inevitablemente.

Esto provocaba una fragilidad financiera en las entidades bancarias que prestaban mayores cantidades de dinero a los deudores debido al ambiente optimista entre la comunidad financiera. De esta manera, los post-keynesianos explican que la fragilidad financiera y la desprotección de los bancos eran momentos inevitables durante el período de prosperidad económica en las economías maduras.

Enfatizan las repercusiones de la desregulación de las actividades bancarias sobre las crisis financieras, donde los bancos ya no estuvieron interesados en la confiabilidad de los deudores, sino en vender lo más pronto posible los activos titulizados a los inversores institucionales (Kregel, 2008). El nuevo rol de las finanzas es interpretado como un perjuicio para las actividades productivas, ya que las actividades especulativas no ayudan a estimular la actividad económica, sino que desembocan en crisis recesivas que terminan por afectar el empleo, la producción y las expectativas de las empresas.

Entre las propuestas de sus principales proponentes figura la recuperación de la regulación sobre las actividades financieras, la restructuración de los grandes bancos en entidades de menor tamaño y mejor funcionamiento, la obligación de los banqueros a pagar por sus pérdidas financieras y la aplicación de programas públicos para estimular el empleo (Kregel, 2010; Wray, 2012; Palley, 2007).

Por otro lado, una corriente crítica de economistas (Foster, Lapavitsas, Husson, Dumenil y Levy) observaron que la crisis económica actual representa una crisis estructural a largo plazo que fue producto de las contradicciones del capitalismo neoliberal. A pesar de sus divergencias sobre las causas de la financierización en las economías maduras (estancamiento económico, final del boom económico de la posguerra, escasez de oportunidades de inversión, crisis económica estructural), los cuatro autores están de acuerdo en que la financierización se encargó de apuntalar la rentabilidad apoyada sobre el capital financiero.

De esta manera, la parte medular a resolver para este grupo de economistas es erradicar el nuevo carácter lucrativo reforzado del sistema financiero que adquirió en la nueva era neoliberal a partir de la década de 1970. Esto lo asocian a la necesidad del sistema capitalista de sostener su rentabilidad para poder sobrevivir, por lo que sus propuestas se orientan a combatir esta tendencia del sistema a buscar indefinidamente nuevos espacios rentables.

Las propuestas que ofrece esta corriente de pensamiento incluyen la nacionalización de los bancos, el impago de la deuda pública, el rechazo a los planes de austeridad, un nuevo modelo de reparto de riqueza donde el Estado recupere su rol preponderante en las economías maduras (Lapavistas, 2012; Husson, 2010; Foster, 2008). Reconocen, a su vez, los aportes de las demás corrientes teóricas al sostener que algunas iniciativas serían un punto de partida decisivo para cambiar la correlación de fuerzas entre las clases sociales.

Las propuestas mencionadas ayudarían a empezar a corregir el rumbo de la crisis económica de las economías maduras a favor de la clase trabajadora que se ha visto imposibilitada de establecer un nuevo orden social. Sin embargo, la erradicación definitiva de la crisis actual en las economías maduras debe pasar por medidas a largo plazo que eliminen el rasgo dominante de las entidades bancarias de buscar la rentabilidad de manera permanente como principio fundamental que rige su funcionamiento actualmente.

Estas medidas no sólo deben poner en cuestión la regulación de las actividades financieras, la obligación de los banqueros a pagar por sus pérdidas, sino deben cambiar el control y la propiedad de los bancos para que su funcionamiento se oriente principalmente de acuerdo a fines públicos y sociales y se aleje de su función de hiperrentabilidad exigida por los inversores internacionales. También las medidas de redistribución del ingreso, los programas de inversión pública y los estímulos para promover la inversión privada se enfrentan a que los ciclos de expansión económica retornan solamente cuando la rentabilidad se restaura lo suficiente para que el capital privado realice inversiones significativas.

El cambio de rol del Estado en las economías maduras se vuelve necesario con lo cual su regreso en varios sectores productivos resulta clave para que las inversiones del sector público tengan un impacto sustantivo para mejorar el desempeño de la actividad económica. La adopción de las medidas mencionadas sólo será tomada bajo la movilización de fuerzas sociales que demanden un nuevo orden social fundado en principios diferentes a la financierización. Este nuevo orden es imposible de prever y solamente el curso de la crisis determinará sus nuevos fundamentos en el futuro.

### **EL CAPITAL MONOPOLISTA**

La teoría del capital monopolista se encarga de estudiar las consecuencias de la centralización y concentración en las economías avanzadas durante la posguerra. Esta nueva corporación gigante la describen en *El Capital Monopolista* de la siguiente manera (Sweezy, et al., 1988):

- a) El control descansa en la dirección, o sea el consejo directivo más los principales funcionarios ejecutivos. Los intereses externos con frecuencia, están

representados en el consejo para facilitar la armonía de intereses y la política de la corporación con los de sus clientes, proveedores, banqueros, etc., pero el verdadero poder lo retienen los que están dentro, aquellos que dedican todo el tiempo a la empresa y cuyos intereses y carreras están ligadas a sus fortunas.

- b) La dirección la constituye un grupo que se auto perpetua. Cada generación de directores recluta a sus propios sucesores, los entrena, cuida y promueve, de acuerdo con sus propias normas y valores.
- c) Cada corporación aspira y generalmente logra su independencia financiera mediante la creación interna de fondos de los que pueda disponer libremente la dirección. Por lo tanto, la corporación gigante está en condiciones de evitar la dependencia del control financiero.

Con esta nueva corporación se elimina la competencia de precios que estaba presente en la fase competitiva del capitalismo lo que engendró dos nuevos rasgos en la etapa monopolista.

En primer lugar, la gran corporación evade sistemáticamente los riesgos ya que no contrae un compromiso si no ha llevado a cabo las investigaciones y preparaciones pertinentes. En vez de esto, aprovecha la debilidad de las pequeñas empresas que se aventuren en las nuevas tecnologías y modos de producción de la que pueden salir con éxito o fracaso. El modo de operación de las corporaciones gigantes es entrar y comprar a las pequeñas empresas que tuvieron éxito.

En segundo lugar, la corporación gigante reconoce la fuerza de las demás y evita provocarlas por medio de la competencia de precios. La etapa monopolista del capitalismo ya no está caracterizada por la empresa que tomaba el precio del mercado, sino ahora las grandes corporaciones realizan estudios pormenorizados para determinar el precio que maximiza sus ganancias. Además, el capitalismo monopolista está caracterizado por un estancamiento a largo plazo, debido al problema del subconsumo, que no logra generar la demanda suficiente para las mercancías producidas.

De esta manera, los grupos monopolistas no ocupan el excedente producido para la inversión endógena, sino buscan constantemente nuevas salidas rentables para invertirlo como la inversión extranjera, los gastos de ventas, el gobierno civil.

No obstante, se tienen que generar estímulos para la demanda dentro de la economía estadounidense para no generar un estado parecido a la depresión de 1929. Por lo tanto, tres mecanismos fueron creados para cubrir la demanda insuficiente que incluyen: 1) la demanda generada por la inversión extranjera; 2) la demanda generada por el gobierno y el endeudamiento público; 3) el endeudamiento privado generado por las empresas y los hogares (Sweezy, et al., 1972).

Estos problemas de la economía monopolista no son nuevos, sino que fueron coadyuvados debido a la existencia de fuerzas externas que lograron una ocupación plena de la capacidad existente. Estas fuerzas impulsoras se enuncian en los siguientes puntos (Sweezy, 1977):

- a) Grandes innovaciones tecnológicas, lo que implica nueva tecnología, nuevos productos y cambios a largo plazo en las actividades económicas.
- b) Las guerras entre las potencias imperialistas.

- c) La reconstrucción después de grandes guerras y la preparación de nuevas guerras.

La ausencia de fuerzas externas en la mayoría de las economías maduras a partir de la década de 1970 condujo a una época de estancamiento económico que señaló una etapa donde las fuerzas expansivas de la posguerra se habían agotado ya que su naturaleza era auto-limitada.

El ascenso del capital financiero fue interpretado por primera vez por Paul Sweezy en un artículo titulado “La Explosión Financiera” publicado en la revista *Monthly Review* en 1985 donde analizaba las repercusiones de la transformación del sector financiero sobre la economía mundial. En dicho trabajo explicaba que el sistema financiero tenía un enorme potencial de expansión por lo que facilitaba una gran cantidad de préstamos a las empresas y los gobiernos nacionales que realizaban inversiones rentables y además aportaban ganancias en la esfera financiera estimulando el consumo.

De este modo, las actividades del sector financiero aumentaron significativamente con el fin de contrarrestar la tendencia hacia el estancamiento producto de la estructura monopolista en las economías maduras, obligando a los gobiernos nacionales a respaldar de forma creciente las entidades bancarias.

Las preocupaciones de Sweezy sobre la expansión del sector financiero crecieron con las enormes ganancias generadas de las actividades especulativas, por lo que concluyó que el capital financiero había superado su subordinación al sector productivo. El capital financiero no solamente se dedicaba a financiar a las empresas y los gobiernos nacionales, sino se encargó de movilizar la mayor parte del excedente producido dado el estancamiento en las economías nacionales inaugurando una nueva etapa caracterizada por el triunfo del capital financiero (Sweezy, 1992).

En consecuencia, la financierización en las economías avanzadas dio lugar al ascenso del *capital monopolista financiero* reemplazando al antiguo capital monopolista, categoría que expresó la alianza entre las grandes corporaciones monopólicas y el capital financiero. Esta nueva asociación intensificó la internacionalización de las empresas monopolistas en la economía mundial apoyada por las corporaciones financieras que facilitaron los créditos suficientes para llevar a cabo las fusiones y adquisiciones en los países periféricos.

El resultado fue el aumento de la rentabilidad de las grandes empresas monopolistas que aprovecharon la mano de obra sobreexplotada en los países subdesarrollados y paralelamente ejercieron el control de los mercados para obtener ganancias monopólicas extendiendo el problema del estancamiento en las economías nacionales. La financierización acentuó la distribución desigual en las economías avanzadas expandiendo los ingresos de los altos estratos y estimulando el consumo que se expandió a pesar de la tendencia decreciente de la participación de los salarios en el PIB.

También el endeudamiento del sector financiero se expandió a partir de la segunda década de 1990 a fin de apoyar las operaciones de los bancos en los mercados financieros que sólo pueden satisfacer la rentabilidad de los inversores internacionales con altos índices de apalancamiento. Por lo tanto, el sector financiero desarrolló nuevas actividades que se tradujeron en burbujas especulativas en distintos bienes y activos que

desembocaron en crisis económicas recurrentes derivadas de las contracciones de crédito en las economías nacionales durante varias décadas.

El resultado de las crisis financieras fue el regreso al estancamiento económico en las economías maduras que volvían a estar caracterizadas por un exceso de capacidad y niveles de subempleo y desempleo elevados sin tener efectos depresivos que amenazaran la rentabilidad global (Foster, et al., 2009). Sin embargo, las crisis financieras son cada vez más difíciles de administrar ya que el monto de las obligaciones continúa creciendo y pueden llegar a superar la capacidad de los gobiernos nacionales para cubrir las pérdidas económicas de las entidades bancarias.

De esta manera, la aparición de una nueva crisis financiera no implicaría un regreso al estancamiento en las economías maduras como las anteriores, sino que podría provocar una depresión global poniendo fin al régimen basado en la financierización en las economías maduras (Foster, 2009).

## **EL CAPITALISMO FINANCIARIZADO**

La financierización fue un proceso que se originó tras la crisis del petróleo de 1973-1974 que indicó el final del boom económico de la posguerra, que provocó importantes transformaciones en el funcionamiento de las grandes corporaciones industriales y los bancos. La crisis norteamericana de 2008 fue entonces producto de la crisis de la financierización que sufrió constantes desequilibrios durante las tres últimas décadas que incluyeron entre varios ejemplos, la crisis mexicana de 1982, la crisis japonesa de 1990 y la crisis asiática de 1997 (Lapavitsas, 2009).

En primer lugar, las grandes corporaciones monopólicas redujeron su dependencia financiera con las entidades bancarias. Esto lo han conseguido por medio de la retención de ganancias complementado con el financiamiento externo en los mercados financieros que obtienen con diversas facilidades y costos bajos (Lapavitsas, 2011). De esta manera, las grandes corporaciones construyeron nuevas técnicas de financiamiento, convirtiéndose en entidades independientes en los mercados financieros internacionales pero no implicó un distanciamiento de las operaciones financieras.

La mayor participación de las grandes corporaciones industriales en los mercados financieros se llevó a cabo a través de las operaciones sucesivas de fusiones y adquisiciones, con lo cual reforzó el predominio que poseen estas corporaciones en los flujos de inversión y comercio globales. El rol de los bancos también cambió de manera significativa con la aparición de la financierización. El principal cambio fue la forma de obtención de beneficios que anteriormente estaba dominada por los préstamos otorgados a las empresas industriales y comerciales.

El sector financiero empezó a obtener ganancias por medio de los ingresos de los trabajadores y otras capas sociales, situación que reflejó el distanciamiento de los bancos del capital industrial y comercial. Este cambio en el funcionamiento de las entidades bancarias que dirigen cada vez más su atención en los ingresos de los particulares para obtener beneficios crecientes se conoce como *expropiación financiera* (Lapavitsas, 2011).

Los beneficios procedentes de la *expropiación financiera* crearon una nueva estructura social constituida por administradores y funcionarios de las finanzas tales como

abogados, contadores, y analistas técnicos que captaron las nuevas ganancias del capital financiero. Por lo tanto, los bancos crearon innovaciones financieras en distintos mercados y activos donde obtienen nuevos ingresos de sus actividades de emisión e intermediación en los mercados financieros internacionales.

Los bancos aprovechan el carácter ficticio de los títulos negociables en los mercados financieros, especulando en los mercados de valores, el mercado de bonos y el mercado de derivados, por lo que los precios de los activos financieros que se negocian en los mercados financieros se alejaron crecientemente de las perspectivas de producción e inversión de las empresas. En los mercados de valores donde se negocian las acciones de las empresas con mayor capital, los títulos financieros sólo representan un derecho para apropiarse de las ganancias futuras. Las turbulencias financieras de los mercados de valores son muchas veces generadas por rumores, falsas expectativas, manipulaciones de los compradores que los bancos ocupan para especular y obtener enormes ganancias.

Por otra parte, el mercado de bonos es una fuente de financiamiento a corto plazo para las empresas, los bancos y los gobiernos nacionales. Los países en desarrollo desarrollaron sustancialmente sus mercados de bonos en las últimas décadas con efectos negativos que intensificaron la volatilidad de los rendimientos de los títulos financieros aumentando los ingresos de los bancos en razón de sus actividades especulativas.

De este modo, las innovaciones en el proceso de trabajo suscitadas por la financierización fueron la creación de nuevos métodos estadísticos y manejo de información para calcular la exposición de riesgo de las entidades bancarias, de tal suerte que el impacto sobre la productividad de las economías maduras fue demasiado débil. Esto no implica que el capital financiero sea un conjunto de rentistas que desalientan las inversiones productivas, pero no considera que las entidades bancarias se encargan de movilizar el dinero ocioso de las empresas y cuentan con diversas actividades como préstamos, intermediación en los mercados financieros, transacciones monetarias y especulación.

Por otro lado, la transformación de la banca conllevó el auge de la banca de inversión en las economías maduras. La regulación que separaba la banca de inversión de las funciones de la banca comercial fue suprimida con el fin de incrementar la rentabilidad de estas entidades que consiguieron mayores dividendos con el cobro de comisiones, inversión en títulos y actividades de intermediación (Lapavitsas, 2008). El papel del Estado fue redefinido a raíz de las transformaciones de los bancos, por lo que el viraje del rol de los gobiernos en las actividades financieras estuvo representado en el cambio del funcionamiento de los bancos centrales donde el Estado se encarga de respaldar al sector financiero como prestamista de última instancia (Lapavitsas, 1999).

En primer lugar, los bancos centrales proclamaron su independencia con respecto a cualquier poder público lo que provocó poner sus acciones bajo la sumisión de intereses privados fuera de cualquier sanción por parte del Estado. En segundo lugar, el objetivo de los bancos centrales se centró solamente en el control de la inflación para resguardar el valor del dinero. De forma deliberada, los bancos centrales ignoraron la especulación y aligeraron los controles de capital impuestos sobre las entidades bancarias. Finalmente, la retirada del Estado en la provisión de servicios públicos a partir de la era neoliberal abrió nuevos espacios de rentabilidad para el sector financiero comprobado

con la financierización en los sectores de las viviendas, pensiones, seguros, materias primas que privan su acceso para las mayorías sociales.

Las relaciones internacionales entre el centro y la periferia cambiaron también a raíz de la consolidación de la financierización ya que la expansión económica de los países en desarrollo a partir de mediados de la década del 2000 sirvió para acumular un mayor nivel de reservas internacionales. Este flujo de capitales hacia los países en desarrollo fue en gran parte reinvertido en títulos públicos en las economías desarrolladas donde Estados Unidos es el mayor deudor internacional y aprovecha su rol como emisor del principal medio de pago. Los países centrales se convirtieron en deudores de los países periféricos con lo que terminó inflando aún más la burbuja inmobiliaria con la liquidez proporcionada.

La crisis norteamericana no fue producto de una crisis de producción pero creó las condiciones necesarias para la aparición de graves problemas en la esfera productiva, demostrando que la crisis financiera fue resultado de la penetración del sector financiero en las transacciones económicas cotidianas (Lapavistas, 2010).

El mercado de viviendas fue el centro de la nueva especulación sustentada por los préstamos masivos hipotecarios, con lo cual la probabilidad de impago aumentó cuando se empezaron a otorgar hipotecas de baja calidad otorgadas a sectores de baja remuneración a una tasa de interés variable. Sin embargo, el otorgamiento de hipotecas no fue lo suficientemente grande como para amenazar al sector financiero, sino fue la titulización de los activos financieros el elemento fundamental para que la crisis financiera tuviera un gran impacto en el resto del mundo.

Los bancos pudieron mantener confianza en sus balances con la aplicación de operaciones fuera de hoja de balance que les permitieron deshacerse de los activos titulizados vendidos a los inversionistas institucionales y respaldaron su confianza comercializando productos derivados financieros. El desinflamiento de las burbujas especulativas señaló la vulnerabilidad de los bancos ante el relajamiento de la regulación en las transacciones financieras. La solvencia del sector bancaria estuvo afectada puesto que los bancos sostuvieron activos menos líquidos para afrontar una crisis de solvencia en sus obligaciones.

La política monetaria fue el instrumento más utilizado para afrontar las crisis financieras incluyendo operaciones de mercado abierto, préstamos en la ventanilla de descuento, programas de provisión de liquidez y disminuciones de las tasas de interés. El estallido de la última crisis financiera con la quiebra de los bancos de inversión en Estados Unidos suscitó la compra de las entidades bancarias insolventes, con lo cual aumentó la concentración del sector financiero y la pérdida de las inversiones de los poseedores de sus pasivos.

La crisis financiera se extendió al resto de los países y se gestaron grandes desequilibrios económicos con repercusiones en la producción y empleo mundiales. Lo anterior confirmó la transformación de las economías maduras que basan su rentabilidad en el sistema financiero, lo cual alteró la forma de extracción de beneficios a raíz de la financierización.

## LA MUNDIALIZACIÓN NEOLIBERAL

El régimen neoliberal se estableció después de los treinta años gloriosos que experimentaron las economías maduras durante la posguerra. El neoliberalismo respondió a la necesidad de mantener la rentabilidad ante la pérdida de ganancias derivadas del aumento de la productividad.

El período fordista consistió en el crecimiento paralelo de la productividad y los salarios en las economías maduras hasta mediados de la década de 1970. Esta estrategia aseguraba una alta rentabilidad debido a la evolución favorable de la productividad y la expansión del mercado derivado del aumento de los salarios (Husson, 2013).

Sin embargo, las continuas recesiones económicas en las economías avanzadas reflejaron la desaceleración de la productividad a partir de la década de 1970. Los gobiernos nacionales aplicaron políticas keynesianas que fracasaron con la aparición de recesiones en la década de 1980. De este modo, el neoliberalismo se consolidó por medio de tres factores: 1) La baja de la parte de los salarios y aumento de la tasa de ganancia; 2) Separación entre ganancia e inversión; 3) Aumento de los dividendos (Husson, 2013).

El primer factor se expresó con la mayor desaceleración de los salarios que el descenso de la productividad en la década de 1980. De esta manera, la menor participación de los salarios en el valor producido se tradujo en una mayor explotación de la clase trabajadora y la recuperación de la rentabilidad en las principales economías como Estados Unidos, Alemania y Japón.

No obstante, el incremento de la ganancia no fue reinvertido en la esfera productiva, fenómeno observado en las bajas tasas de inversión de las economías avanzadas a partir de la mitad de la década de 1980, debido a la escasez de oportunidades de inversión rentables. Por último, hubo un incremento importante en los dividendos en esas economías que han venido a representar cada vez una mayor proporción del PIB por el ascenso del capital financiero que ha creado la mayor parte de esas ganancias.

Estos tres factores pudieron ser alcanzados por el papel de la financierización que logró superar las barreras que enfrentó la etapa neoliberal. La principal barrera que enfrentó la etapa neoliberal fue la reducción de la demanda efectiva provocada por la disminución de los salarios. Dicha barrera fue superada con el creciente endeudamiento de los hogares, la reducción de la tasa de ahorro y el consumo de los ingresos no salariales. Este fenómeno implicó una mayor polarización entre los asalariados y la nueva capa de rentistas que obtienen ingresos del sector financiero.

La segunda barrera que enfrentó el modelo neoliberal fue encontrar donde invertir el excedente producido. Lo anterior fue superado con la desregulación financiera que hubo en estos países lo cual creó burbujas financieras representadas en el ascenso continuo de las bolsas bursátiles. Estos ascensos bursátiles finalizaron en crisis financieras internacionales como el crash bursátil de 1987, la crisis del sudeste asiático y la quiebra de los fondos de inversión de Estados Unidos vinculados con Rusia.

Finalmente, la disciplina de la clase trabajadora se obtuvo por medio de la deslocalización productiva. De este modo, la inversión adquirió importancia en los países emergentes donde la mano de obra posee un menor costo, lo cual intensificó la

presión sobre la clase trabajadora mundial (Husson, 2009). De forma paralela, los países emergentes representaron un mercado atractivo al convertirse en los nuevos centros dinámicos de producción de la economía mundial. Esto provocó una mayor distancia entre el monto de las exportaciones y el mercado interno en varias economías avanzadas como en el caso de Alemania.

De este modo, se produce un beneficio creciente que no depende de la inversión productiva, situación que caracterizó a la financierización durante las tres últimas décadas. Por lo tanto, el papel de las finanzas no es un cuerpo parasitario del capitalismo, sino que creó las condiciones necesarias para la era neoliberal. Sin embargo, el estallido de la crisis financiera en las hipotecas *subprime* evidenció las contradicciones de la financierización. La contradicción de la financierización consiste en que las remuneraciones del capital financiero terminan por estar basadas en la economía productiva.

La crisis financiera de 2008 fue desencadenada por la imposibilidad de extraer el valor de los títulos financieros en la economía real comprobado con los crecientes impagos de las familias en el sector inmobiliario en Estados Unidos (Husson, 2013). En consecuencia, los sucesivos rescates de los bancos por los gobiernos nacionales sirvieron para transferir la deuda privada hacia la deuda pública. Las pérdidas de los bancos comenzaron a ser transferidas hacia los contribuyentes.

Las políticas de austeridad se aplicaron con el fin de obtener las remuneraciones de los títulos financieros que el capital financiero se niega a renunciar. El resultado inevitable es el ejercicio de una mayor violencia sobre la clase trabajadora (Husson, 2013). Por añadidura, la austeridad también es aplicada para recuperar la rentabilidad de las empresas en los períodos de crisis (Husson, 2015). Esto conlleva varias contradicciones que son las siguientes:

En primer lugar, el mayor desempleo y la congelación de los salarios en las economías maduras amenazan con la aparición de nuevas recesiones con mayores repercusiones en Estados Unidos que representa un mercado importante para las economías del resto del mundo. En segundo lugar, los gobiernos nacionales están siendo forzados a reducir los déficits presupuestarios, situación que acentúa las tendencias recesivas por medio de mayores recortes del gasto público. Finalmente, el rechazo del capital financiero a la mutualización de la deuda pública y la reestructuración de las finanzas conducen también a recesiones que amenazarían la rentabilidad en las economías maduras.

Los elementos anteriores llevan a la conclusión de que resulta imposible la salida de la crisis por medios sostenibles. El crecimiento económico apoyado por la acumulación de deuda ya no es un mecanismo viable para gestionar la crisis económica actual. Por otra parte, la debilidad del crecimiento en las economías maduras se extendió a las economías emergentes. La caída del precio de las materias primas y la contracción del comercio mundial pusieron en evidencia la fragilidad del crecimiento de dichas economías basado en las exportaciones.

Por lo tanto, las economías emergentes ya no pudieron compensar la desaceleración económica de las economías avanzadas y tuvieron un efecto de retorno hacia estas economías que vieron reducidas sus exportaciones (Husson, 2015). La crisis económica actual señala la imposibilidad que el capitalismo neoliberal pase por un desarrollo progresista. La posibilidad de relanzar la actividad económica global por medio de

innovaciones tecnológicas es bastante limitada y se prologará con un crecimiento económico débil (Husson, 2015).

Los gobiernos nacionales optaron por apoyar el capital financiero y descartaron la aplicación de políticas sociales que apoyaran la inversión pública, la demanda interna y la reducción de las desigualdades. Las autoridades nacionales sólo se limitaron a ampliar el crédito a las entidades bancarias que seguramente alimentarán la próxima burbuja.

Por otra parte, las políticas de nacionalización sólo fueron nacionalizaciones parciales que tienen como objetivo restaurar la rentabilidad de las entidades bancarias para volverlas a privatizar cuando alcancen su recuperación. Las autoridades nacionales se negaron a reformar y sustituir el neoliberalismo a pesar del riesgo de una depresión mundial. De este modo, la etapa actual del neoliberalismo es incompatible con la satisfacción de las necesidades de la sociedad.

### **LA CRISIS DEL NEOLIBERALISMO**

El neoliberalismo apareció como una respuesta a la crisis estructural en las economías avanzadas durante las décadas de 1960 y 1970. La pérdida de velocidad de crecimiento, el progreso técnico, la multiplicidad de recesiones, la aceleración de la inflación, las crisis monetarias y financieras fueron la expresión de una crisis estructural de largo plazo (Dumenil, et al., 2007).

De esta manera, el neoliberalismo fue un proyecto de clase con la finalidad de restablecer el poder de las clases pertenecientes a los altos estratos en alianza con el sector financiero para expandirse y reforzar su hegemonía globalmente (Dumenil y Levy, 2012). El neoliberalismo pasó por tres etapas caracterizadas por mecanismos que crearon nuevos espacios de rentabilidad y minaron la prosperidad económica estadounidense con la aparición de crisis recurrentes que se extendieron al resto del mundo.

La primera fase del neoliberalismo (1980-1991) comenzó con el retroceso del progreso salarial, las cotizaciones sociales, el desempleo. Esto fue producto de la caída de la rentabilidad que provocó el descenso de la inversión, la desaceleración del progreso técnico y el decrecimiento de la creación de empleos. De forma subsiguiente, el aumento de las tasas de interés en 1979 restableció el dominio de las finanzas que ejerció el control de la crisis. El cambio de las políticas estatales a favor del capital financiero se debió a la aceleración de la inflación que disminuía los ingresos y el patrimonio del sector financiero.

Las tasas de interés débiles en las décadas anteriores favorecieron a las empresas deudoras lo que compensó los pagos de sus deudas con la alta inflación y las tasas negativas reales. La nueva política profundizó los efectos negativos de la crisis ya que obtenía una mayor porción de las ganancias generadas socavando aún más la rentabilidad de las empresas. Lo anterior provocó la quiebra de las empresas inproductivas que no pudieron seguir cumpliendo sus obligaciones crediticias.

Sin embargo, el aumento de las tasas de interés no solamente afectó a las empresas sino que también alteró las deudas del Estado y las familias. La deuda de los estados aumentó significativamente debido a los mayores intereses pagados, imposibilitando el

aumento de los gastos estatales para la recuperación económica de las economías avanzadas. La contención salarial redujo también los ingresos de las familias, situación que se agravó con el impago de los créditos vinculados a mayores intereses.

Además, la crisis económica se extendió a las economías periféricas que no pudieron seguir pagando su deuda externa por las crecientes turbulencias financieras. El epicentro de la crisis en la periferia se presentó en América Latina con la declaración de impago del gobierno mexicano en 1982. Las crecientes tensiones financieras provocaron la baja de las tasas de interés en Estados Unidos en 1984. De esta manera, las bajas tasas de interés estimularon la provisión de crédito a las familias con el fin de resolver la crisis de subconsumo presente en las economías avanzadas.

De este modo, esta primera etapa restableció la rentabilidad apoyada por la enorme presión sobre la clase trabajadora. Las grandes empresas pudieron aumentar la cuota de beneficios que necesitaría nuevos espacios rentables de inversión para mantener la reproducción del ciclo económico.

La segunda fase del neoliberalismo (1991-2001) comenzó con la recuperación de la recesión norteamericana de 1991. La recuperación económica estadounidense fue seguida por la ola de inversión en el sector de tecnologías de información que fue sostenida por la inversión externa. La creación de nuevos espacios rentables fue posible por la liberalización financiera iniciada en Estados Unidos que removió sus controles de capital en 1974, Gran Bretaña en 1979 y Japón en 1980. En el caso europeo, el Tratado de Maastricht estableció la libre movilidad de capitales dentro de la Unión Europea en 1992.

Estas medidas aumentaron la concentración del sector financiero, provocando la quiebra de numerosas instituciones financieras durante las décadas de 1980 y 1990. Por lo tanto, las actividades financieras rentables estuvieron circunscritas en las grandes entidades bancarias de los países centrales (Dumenil, et al., 2011). En consecuencia, el mayor flujo de capitales transfronterizos aceleró la globalización financiera protagonizada por las grandes entidades financieras que monopolizaron la banca internacional. Esta banca internacional perteneció únicamente a los países desarrollados puesto que el 79% de los activos transfronterizos se encontraron en dichos países.

Los países subdesarrollados concentraron solamente el 7% de los activos transfronterizos permaneciendo en un status inferior en la expansión de la banca internacional que controla las ganancias de las nuevas actividades financieras. Sin embargo, los efectos negativos fueron devastadores para los países subdesarrollados ya que soportaron enormes fugas de capitales durante las crisis financieras.

La parte restante de los activos transfronterizos se encuentra en los centros off-shore con el fin de circular el capital sin la intervención de regulaciones que dificulten la realización de ganancias. De esta manera, las islas Caimán son un ejemplo representativo de cómo las instituciones financieras colocan sus fondos para aprovechar la falta de regulación, la opacidad y la evasión de impuestos.

Las nuevas actividades financieras fueron altamente atractivas para los inversionistas dados los altos dividendos que generaban a corto plazo. El ascenso del patrimonio del sector financiero propició el desarrollo de nuevos productos y actividades que generaron la burbuja especulativa del sector de información centrada en Estados Unidos. Lo

anterior resolvió las crecientes contradicciones de la economía estadounidense resumidas en cinco componentes: 1) el déficit creciente de la balanza comercial o en cuenta corriente; 2) el correspondiente financiamiento de la economía estadounidense por el resto del mundo; 3) el aumento de la demanda de las familias; 4) el creciente endeudamiento de las familias; 5) la tendencia decreciente de la inversión doméstica.

El déficit comercial de Estados Unidos representó la pérdida de competitividad de las empresas de capital nacional que presentaron dificultades para la exportación de sus productos en el mercado mundial. Este déficit en cuenta corriente fue cubierto con la inversión extranjera recibida exponencialmente por Estados Unidos desde 1980. La creciente tendencia importadora de la economía norteamericana fue sostenida por el endeudamiento de las familias, creando un mercado suficientemente grande para el resto del mundo. El alto endeudamiento de las familias disminuyó la tasa de ahorro, factor que compensó el descenso de la deuda gubernamental a mediados de la década de 1990.

El efecto inmediato sobre la economía estadounidense fue la creciente distancia entre las ganancias retenidas e invertidas en la esfera productiva. De esta forma, la inversión nacional en la esfera productiva no se recuperó a los niveles precedentes de las décadas de 1960 y 1970. En contrapartida, la inversión en los activos financieros aumentó significativamente creando la burbuja especulativa en el sector de tecnologías de información.

Este cambio del destino de la inversión produjo una nueva distribución de ingreso entre las clases sociales, situación que favoreció a los nuevos sectores relacionados a las altas remuneraciones del capital financiero. No obstante, el estallido de la burbuja especulativa desembocó en la recesión de la economía norteamericana en 2001. Por lo tanto, el final del ciclo rentable de la burbuja acabó la segunda etapa neoliberal, forzando al gobierno norteamericano a utilizar la política monetaria para salir de la recesión económica.

La tercera fase neoliberal (2001-2011) comenzó con la recuperación de la recesión económica de 2001 que experimentó tasas de crecimiento moderadas durante los años anteriores a la crisis financiera de 2008. Este nuevo ciclo de expansión fue sostenido por el nuevo endeudamiento de las familias que especularon sobre el precio de las viviendas. La nueva burbuja especulativa no solamente estuvo relacionada con los préstamos a los sectores de bajos ingresos, sino que la mayor parte estaba vinculada a los sectores de medianos y altos ingresos. Estos préstamos fueron empaquetados con otros activos financieros para crear nuevos productos atractivos para los inversionistas.

Por otro lado, las entidades bancarias crearon nuevas formas para esconder la exposición a los activos riesgosos relacionados con las hipotecas *subprime*. Los vehículos de inversión tales como los *hedge funds* fueron los compradores de los instrumentos financieros que quedaban eliminados de la hoja de balance de las entidades bancarias. Las agencias estadounidenses de calificación terminaron por asegurar la credibilidad de los nuevos instrumentos financieros, asignándoles una buena nota que certificaba la calidad de los activos vendidos. De este modo, la confianza de los inversionistas en las ganancias ficticias alimentó aún más el desarrollo de la burbuja financiera.

El estallido definitivo de la burbuja especulativa fue el colapso del mercado interbancario en agosto de 2007. El efecto inmediato fue la contracción del crédito al

sector productivo que comenzó a sufrir los efectos de la crisis financiera norteamericana. La respuesta de la FED fue disminuir la tasa de los fondos federales, lo que se tradujo en un aumento de los créditos al sector bancario para aliviar la crisis de liquidez. Sin embargo, las pérdidas de los bancos no pusieron ser evitadas, situación que mostró las limitaciones de la política monetaria para enfrentar la crisis estadounidense.

Los principales medios de contagio al resto del mundo fueron los siguientes: 1) la desvalorización de los productos financieros; 2) la fragilidad de las instituciones financieras del exterior; 3) el avance de la globalización financiera. La FED incrementó sus créditos al sector financiero entre septiembre y diciembre de 2008, lo que empezó a animar la confianza en el capital financiero. La colaboración entre los bancos centrales fue decisiva para apuntalar la confianza del sector financiero que poseía más pérdidas de las previstas.

Esta colaboración se tradujo en la aplicación de la una política monetaria expansiva pero también exigió operaciones de *swaps* de divisas efectuadas por parte de la FED hacia los demás bancos centrales para cubrir las pérdidas de los activos denominados en dólares. La estabilización de las variables macroeconómicas, la utilización de la capacidad del sector manufacturero y el comercio mundial fue aparente durante 2009. Sin embargo, la crisis experimentó un nuevo desarrollo con el endeudamiento público excesivo producido por los rescates sucesivos de las entidades bancarias (Dumenil, 2012).

En la agenda política de las organizaciones internacionales para afrontar la crisis se encuentra: 1) mayor transparencia; 2) menor toma de riesgo; 3) el control del endeudamiento; 4) la moderación de los altos ingresos; 5) la redefinición de la relación entre el sector financiero y la economía real.

## CONCLUSIONES

La financierización es el proceso por el cual la rentabilidad del sistema capitalista está apoyada por el capital financiero. Dicho proceso implica la expansión de los activos financieros, el endeudamiento y las transacciones financieras en las economías nacionales. Las causas sobre el origen de la financierización se remontan a la crisis de rentabilidad de la década de 1970 en las economías maduras. De esta manera, la financierización apareció como una respuesta para apuntalar la rentabilidad del sistema capitalista debido a la escasez de oportunidades de inversión en las economías avanzadas.

La rentabilidad se recuperó a pesar de la debilidad de crecimiento en las economías avanzadas desde la década de 1970, pero la novedad del período fue que el retorno de inversiones significativas del capital privado no tuvo lugar en las economías maduras a pesar de la recuperación de la rentabilidad en las grandes empresas. La razón de la continuidad de la precariedad social fue la adopción de un nuevo modo de producción que se basó en la mayor explotación del trabajo, la precarización laboral y el desempleo apoyados por la deslocalización productiva de las firmas centradas en las economías maduras.

Las consecuencias fueron la regresión económica interna de los sectores industriales que operaban en las economías avanzadas al orientar sus inversiones hacia las economías emergentes con menores costos de su fuerza de trabajo. Esto tuvo efectos

devastadores para los sectores del capital nacional que obtenían beneficios principalmente de la expansión del mercado interno.

En contrapartida, el capital transnacional adquirió un mayor protagonismo al expandir sus operaciones internacionales con la creciente movilidad de mercancías, flujos de inversión y la anexión de nuevas regiones al mercado mundial como los países ex-socialistas de la URSS y China. En este sentido, la concentración y centralización del capital se intensificaron de tal suerte que los intercambios comerciales y los flujos de inversión estuvieron dominados por las grandes empresas transnacionales (Chesnais, 2015).

La conformación de empresas gigantes no erradicó el carácter competitivo del sistema capitalista dado que la competencia es la principal fuente de creación de innovaciones tecnológicas sin las cuales el sistema sufriría una caída de rentabilidad y un largo período de regresión económica generalizado. La competencia entre las grandes empresas por el acceso a nuevos mercados, el abastecimiento de materias primas y la reducción de costos siguió estando presente por lo que la irrupción de China aportando una enorme fuerza de trabajo con bajos costes fue la principal evidencia de la renovada competencia.

Por lo tanto, el nuevo modo de producción no resultó en un estancamiento generalizado de la producción en las economías nacionales. El estancamiento de las economías avanzadas contrastó con la pujanza económica de las economías emergentes con el caso representativo de China. Es cierto que la concentración y centralización del capital no fueron factores que impulsaran la competencia en el plano local y regional, pero las grandes empresas estuvieron expuestas con la creciente eliminación de barreras comerciales sometándose a nuevos parámetros de competencia a nivel global.

De esta manera, la caracterización del sistema financiero dominado por la renta improductiva es totalmente incorrecta ya que financió el traslado de las fábricas, las innovaciones en los nuevos procesos de trabajo y la expansión de las grandes empresas transnacionales. El capital financiero se encarga de movilizar el dinero ocioso producido durante el proceso de la circulación del capital y lo invierte en actividades productivas expandiendo su cartera de préstamos y de esta forma impulsando los ciclos de expansión económica. La internacionalización del capital financiero también cobró una mayor fuerza con la expansión de las operaciones de las grandes empresas transnacionales por lo que obtuvieron una enorme cantidad de beneficios en la financiación de sus actividades productivas.

Por otra parte, la relación entre banqueros e industriales no fue la sumisión del sector productivo a los intereses del sector financiero como lo fue en Alemania en la época de pre-guerras donde el capital financiero dominaba todas las fuentes de financiamiento por medio del control del crédito, el manejo de las sociedades anónimas y la administración de las bolsas (Hilferding, 1985). Las grandes corporaciones industriales poseen una red de empresas filiales y subsidiarias donde obtienen remisiones de utilidades y diversifican sus fuentes de financiamiento complementándolo con los recursos obtenidos en los mercados financieros a bajos costos.

Por lo tanto, la internacionalización del capital industrial y financiero implicó una relación de interdependencia y asociación que hizo posible expandir sus operaciones y apuntalar su rentabilidad globalmente. De este modo, la expansión del capital industrial

y financiero se benefició de las privatizaciones en las economías maduras, la desposesión de activos en los países del Tercer Mundo y la apertura económica de los antiguos países socialistas de la URSS y China.

La nueva mundialización no benefició a todos los países en proporciones equiparables dado el carácter desigual del sistema capitalista que impone una división internacional del trabajo generando mayores beneficios a los países industrializados que monopolizan las técnicas de producción, las fuentes de financiamiento y la emisión de los principales medios de pago.

El rol de Estados Unidos como garante global del sistema capitalista situó a la primera potencia en la cúspide de los sistemas financieros nacionales obteniendo la mayor parte de los beneficios y encargándose de reorganizar el funcionamiento de las finanzas internacionales (Panitch y Gindin, 2005). Por lo tanto, la financierización depende del papel de Estados Unidos en mantener la desregulación de los mercados financieros, la seguridad del dólar como reserva de valor y la capacidad de administrar las crisis financieras que se vuelven inevitables con la preservación del marco regulatorio.

Los países centrales sustentaron la reorganización de las finanzas e hicieron posible la insostenibilidad de la economía norteamericana que tiene grandes desequilibrios con altos niveles de déficit en cuenta corriente, endeudamiento público y privado y desinversión en la economía nacional. La gran afluencia de capitales que recibe Estados Unidos del exterior solamente es comprensible con el rol que tiene de preservar y asegurar las ganancias invertidas por las clases dominantes en las economías nacionales por medio de las acciones de sus instituciones internacionales como el FMI, el Banco Mundial y el G-20.

También los países industrializados apoyaron el nuevo modo de producción implementando programas de ajuste, retirando la participación del Estado en varios sectores productivos y apoyando la internacionalización de las empresas multinacionales. La mundialización neoliberal privilegió la deslocalización de los sectores de producción de bienes de bajo valor agregado y estandarizados con el fin de producirlos a gran masa para los países periféricos, mientras que los sectores de tecnología de punta continuaron siendo monopolizados por los países centrales.

En este sentido, los países de la periferia fueron observados por los países centrales como proveedores de materias primas, nuevos mercados y privatizaciones con una fuerza de trabajo sobreexplotada aprovechada por las grandes empresas multinacionales sin generar transferencias tecnológicas significativas. El resultado fue la persistencia de las estructuras productivas, la deterioración de la competitividad y la continuidad de la precariedad social en la clase trabajadora donde las empresas multinacionales se beneficiaron de productos estandarizados a costos más bajos incrementando sus utilidades en el exterior. Por otra parte, el funcionamiento de la banca transnacional se transformó financiando también actividades especulativas y crediticias que terminaron reflejándose en las turbulencias de los mercados financieros y el ascenso de los principales índices de las bolsas bursátiles.

El retroceso de los avances sociales de la clase trabajadora en las economías avanzadas planteó el problema de generar la demanda efectiva necesaria para la venta de mercancías por las empresas multinacionales. Las emisiones masivas de crédito fueron utilizadas para financiar el consumo de las familias en las economías maduras, factor

que redujo sustancialmente la tasa de ahorro de las familias a partir de la década de 1980. También las ganancias derivadas de las actividades especulativas en los mercados financieros aumentaron los ingresos de los altos estratos creando una demanda para los bienes de consumo y resolviendo el problema de subconsumo en las economías maduras. Por lo tanto, el estancamiento económico en las economías maduras no fue debido al subconsumo ya que pudo ser compensado por medio del aumento de las emisiones de crédito, la expansión del consumo de los altos estratos y el incremento de ventas en las economías emergentes.

Por otro lado, la banca transnacional también se encargó de llevar a cabo operaciones especulativas, factor que requirió un cambio radical en la regulación financiera incluyendo la adopción de nuevas reglas sobre el sector financiero, la apertura de las cuentas de capital y la creación de innovaciones financieras. Las consecuencias fueron que las ganancias del sector financiero crecieron inflando burbujas especulativas en distintos bienes y activos que terminaron en crisis financieras como la crisis financiera de 1987, la crisis del sudeste asiático, la crisis puntocom de Estados Unidos y la crisis financiera de 2008.

Las sucesivas crisis financieras mostraron que el sector financiero no es autónomo al sector productivo ya que sólo representa capital ficticio que se apropia del valor producido en la esfera productiva. En consecuencia, el capital industrial es el único actor que puede producir valor y trabajo que a su vez puede ser distribuido entre los diferentes sectores de las economías nacionales, de tal suerte que no se puede distribuir una mayor cantidad de valor del que se produjo durante un período específico.

Las actividades del sector financiero fueron entonces elegidas como el campo preferido para sostener la rentabilidad del capitalismo neoliberal por lo que introdujo un desajuste profundo entre las finanzas y producción. De esta manera, las burbujas especulativas que aparecieron en las economías maduras siempre terminaron en crisis financieras que cada vez tienen consecuencias económicas negativas más graves y tienen un mayor alcance geográfico ya que no se puede satisfacer el nivel de hiper-rentabilidad demanda por los inversores internacionales.

Por otra parte, la banca transnacional también expandió sus actividades especulativas a los países periféricos que implementaron las reformas de desregulación financiera lo cual implicó una mayor apropiación de recursos por parte de los países centrales. La apropiación de recursos por parte de los países centrales ya no quedó circunscrito solamente en la inversión extranjera, el comercio inequitativo y el sometimiento de las economías nacionales, sino que también incluyó la obtención de ganancias por medio de la especulación de los bonos de deuda pública, el tipo de cambio y las tasas de interés.

Esta apropiación de recursos fue efectuado principalmente por las instituciones financieras que aprovechan el estrecho margen de maniobra de los países periféricos ante los embates especulativos de los inversores internacionales. De este modo, los países de la periferia sufren con una mayor dureza los efectos negativos de las crisis financieras ya que se ven presionados a someterse a planes de ajuste dirigidos por las instituciones financieras con el fin de estabilizar el nivel del tipo de cambio, los rendimientos de la deuda pública y la fuga de capitales.

La transferencia de recursos de las economías periféricas a las economías centrales persiste con la apertura de inversión en nuevos sectores, sucesivas privatizaciones y el

acrecentamiento de los pagos de la deuda, con lo cual las relaciones de dependencia de los países de la periferia se profundizaron con la financierización. Finalmente, las dificultades derivadas de las crisis financieras aumentan en las economías centrales y periféricas dadas las mayores repercusiones económicas y financieras de la financierización que reducen el margen de maniobra de las políticas aplicadas por los gobiernos nacionales.

La estrategia norteamericana que fue adoptada por los demás países centrales de salvaguardar la confianza del sector financiero por medio de la provisión masiva de liquidez y el rescate de las entidades bancarias produce graves consecuencias económicas difíciles de resolver en un corto plazo. Pero existe todavía un sobreendeudamiento en las economías nacionales ya que las deudas mundiales pasaron de 142 billones de dólares a 200 billones de dólares durante el período 2007-2014; es decir, tuvo un incremento de 269% a 286% del PIB mundial en el mismo período (McKinsey Global Institute, 2015).

El incremento de la deuda tuvo lugar en el sector de las empresas no financieras, lo que refleja la adquisición de obligaciones por parte de las empresas de los países emergentes que cuadruplicaron sus obligaciones denominadas en dólares en el período 2007-2014. Esto abrió la posibilidad de una crisis financiera por medio del impago de las empresas de los países emergentes, que se verán afectados con el aumento de la tasa de interés en Estados Unidos al aumentar los costos de financiamiento a corto plazo a partir de 2015.

También los bancos continuaron especulando en los mercados financieros con la enorme liquidez que proporcionaron los bancos centrales a tasas de interés de referencia extremadamente bajas en las economías maduras, por lo que el estallido de una burbuja especulativa podría provocar la quiebra de un banco sistémico que desestabilizaría el sistema financiero internacional (Husson, 2015). Sin embargo, los gobiernos nacionales han agotado sus políticas convencionales (política monetaria expansiva, modificaciones laxas en la regulación de los mercados financieros, nacionalizaciones parciales del sistema financiero y sanciones económicas poco significativas sobre los banqueros) como una forma eficaz para resolver la crisis actual.

En este sentido, la nueva fase de la crisis marca un nuevo período caracterizado por la debilidad de las finanzas públicas, el crecimiento exponencial de la deuda pública y privada y la persistencia de la precariedad social de la clase trabajadora en las economías maduras, lo cual revela la imposibilidad de utilizar los mismos mecanismos como un medio efectivo de afrontar una nueva crisis financiera. Las propuestas del grupo de economistas críticos (Foster, Lapavitsas, Husson) son las que tendrían un mayor impacto al cambiar el control y la propiedad de los bancos y redefinir completamente el rol del Estado en las economías nacionales de tal suerte que podrían empezar a cambiar el rumbo de la crisis en un contexto donde el capital financiero pudo derrotar los intentos reformistas de su regulación, pago de pérdidas económicas y redefinición de su funcionamiento sin cambiar las relaciones de propiedad.

## **CAPÍTULO II**

### **GRECIA: LA TRAGEDIA EUROPEA**

#### **INTRODUCCIÓN**

La prolongación de la crisis griega derivada de la firma de un tercer programa de rescate por parte del gobierno griego a mediados de 2015, alteró la correlación de fuerzas en el continente europeo con la derrota del primer gobierno progresista de la eurozona que parecía indicar la posibilidad de un cambio progresista a favor de la clase trabajadora.

La capitulación del gobierno de Syriza exige una revisión de la crisis griega con el propósito de diseñar nuevas estrategias para enfrentar al capital financiero y las grandes empresas, que se benefician de los programas de ajuste y obstruyen la obtención de un mayor margen de maniobra para la aplicación una política económica alternativa por parte del gobierno griego.

En primer lugar, una corriente heterodoxa de economistas argumenta que la crisis griega fue producto de los problemas de la integración de la eurozona dada la ausencia de instituciones federales que pudieran resolver los desequilibrios y las disparidades económicas entre los países miembros de la eurozona (De Grauwe, 2011; Stiglitz, 2016; Krugman, 2011; Varoufakis, 2015a). Por lo tanto la crisis financiera solamente mostró la vulnerabilidad del proyecto europeo que no cuenta con los mecanismos colectivos que pudieran amortiguar los efectos recesivos de la crisis financiera global sobre las economías europeas.

De esta manera, las propuestas del grupo enfatizan la importancia de las transferencias fiscales, la mutualización de la deuda pública, la creación de un fondo común de depósitos, la coordinación de la política económica implementada por los gobiernos europeos (De Grauwe, 2011; Krugman, 2011; Varoufakis, et al., 2013; Stiglitz, 2016) que sería posible con la creación de diversos instrumentos de coordinación económica aplicados a nivel regional con el propósito de resolver la crisis económica de los países miembros de la zona euro.

Por otro lado, un grupo de economistas explica que además de la carencia de instrumentos de coordinación económica a escala regional en la zona euro, la crisis de la eurozona está enmarcada en un contexto en que la rentabilidad del sistema capitalista no se recuperó después de la crisis financiera de 2008, de suerte que un aumento sustancial de la inversión privada todavía no tiene lugar en la economía griega con el fin de apoyar la recuperación económica (Carchedi, 2012; Maniatis y Passas, 2013; Mavroudeas, 2015).

De este modo, la recesión económica resulta determinante para la recuperación de la rentabilidad de la economía griega, por medio de la destrucción de capital y la explotación de la fuerza de trabajo con menores salarios (Carchedi, 2012; Maniatis y Passas, 2013; Marouvdeas, 2015). La recuperación de la rentabilidad en la economía griega se efectuaría por medio de la concentración económica en la formación de monopolios y la precarización económica de la clase trabajadora.

También resaltan que la crisis financiera no destruyó el capital ficticio representado en la deuda pública y privada de las economías avanzadas (Carchedi y Roberts, 2013). Los bancos privados se negaron a renunciar al capital ficticio durante la crisis financiera a través de la provisión de los programas de rescate que mantuvieron los pagos del gobierno griego a los acreedores privados.

El advenimiento de una crisis financiera provocaría la destrucción del capital ficticio con el impago de una parte sustantiva de obligaciones para facilitar un nuevo ciclo de expansión económica en las economías avanzadas (Carchedi y Roberts, 2013). La crisis financiera induciría el impago del gobierno griego y facilitaría la negociación de una reestructuración de la deuda pública con los acreedores públicos dada la incapacidad del gobierno griego de cumplir con los pagos de deuda pública, lo cual reduciría el elevado endeudamiento público de Grecia.

La posibilidad de que una crisis financiera facilite la reestructuración de la deuda pública de Grecia ya fue enunciada por las autoridades del Fondo Monetario Internacional (FMI) en una conversación entre Paul Thomsen y Delia Velculescu en la que se mencionó que “la amenaza de una catástrofe financiera inminente es necesaria para forzar a los otros jugadores en un punto de decisión” (Wikileaks, 2015). Esto provocaría la implementación de la reestructuración de la deuda pública junto con las reformas estructurales que rechaza aplicar el gobierno griego como una demanda del FMI para poder participar en el financiamiento del tercer programa de rescate.

En consecuencia, el rechazo de las instituciones de la *troika* (Comisión Europea, Banco Central Europeo, Fondo Monetario Internacional) a la negociación de un programa con el gobierno griego que sustentara el crecimiento de la economía griega se debe principalmente a razones políticas para impedir cualquier cambio progresista que pudiera beneficiar a la clase trabajadora en los países miembros de la eurozona.

El rechazo a cualquier cambio en la zona euro se manifestó en la propuesta del gobierno alemán sobre la salida temporal de Grecia de la eurozona, que resultó apoyada por la mayoría de los países miembros de la eurozona en una reunión del Eurogrupo, donde solamente Francia, Italia y Chipre se opusieron a la propuesta del gobierno alemán (Ekathimerini, 2015). La salida forzada de Grecia de la eurozona apoyada por el gobierno alemán tenía como objetivo disciplinar a los demás países europeos y mostrar la imposibilidad de cualquier cambio progresista en la zona euro (Varoufakis, 2015b).

Por otra parte, el gobierno griego elaboró un Plan B en el caso de la resistencia de las instituciones europeas de negociar un programa económico viable que apoyara el crecimiento de la economía griega, que preveía: la creación de un sistema de pagos paralelo, el impago de los bonos griegos del Banco Central Europeo (BCE) y el cambio del funcionamiento del Banco de Grecia (Varoufakis, 2015c).

La implementación del Plan B podría darle al gobierno griego unas semanas para poder negociar sobre una base sólida, al verse afectados los bonos de deuda pública adquiridos por el BCE como parte del programa de flexibilización cuantitativa con una desvalorización de los bonos de deuda pública (Varoufakis, 2015c).

Sin embargo, las autoridades europeas podrían conseguir la sumisión del gobierno griego por medio de la restricción de liquidez del BCE sobre los bancos griegos, que podría provocar la salida definitiva de Grecia de la eurozona ya que la creciente emisión del dinero paralelo acercaría a tener una moneda nacional ante la incertidumbre de una salida de la zona euro, lo cual volvió el Plan B un plan alternativo de carácter provisional (Munevar, 2015; Tsipras, 2015; Galbraith, 2016).

La posibilidad de concretar un plan económico que apoye el crecimiento de la economía griega demanda la elaboración de una estrategia que involucre la salida de Grecia de la eurozona debido a la imposibilidad de negociar un programa favorable. En este sentido, los intereses del capital financiero y las grandes empresas se verían seriamente afectados con las repercusiones adversas de la salida de Grecia de la zona euro y podría cambiar la correlación de fuerzas a favor de la implementación de un plan económico alternativo.

La siguiente sección del trabajo pretende demostrar que los programas de rescate afectaron seriamente a la economía griega, exhibiendo los errores de las proyecciones económicas de las instituciones de la *troika* sobre la economía griega en todos los rubros contemplados (sector público, competitividad internacional, deuda pública, sector financiero), de tal suerte que el tercer programa de rescate mantendrá los problemas económicos de Grecia y podría desembocar en la elaboración de un nuevo programa de rescate.

En último lugar, presentaremos los puntos esenciales que un programa económico debe incluir para que la economía griega pueda salir de la crisis económica actual de acuerdo a varios economistas (Lapavitsas y Flassbeck, 2015; Sapir, 2015; Mavroudeas, 2016) que realizaron una propuesta pormenorizada de las iniciativas económicas implementadas por el gobierno griego en el caso de una salida de Grecia de la zona euro.

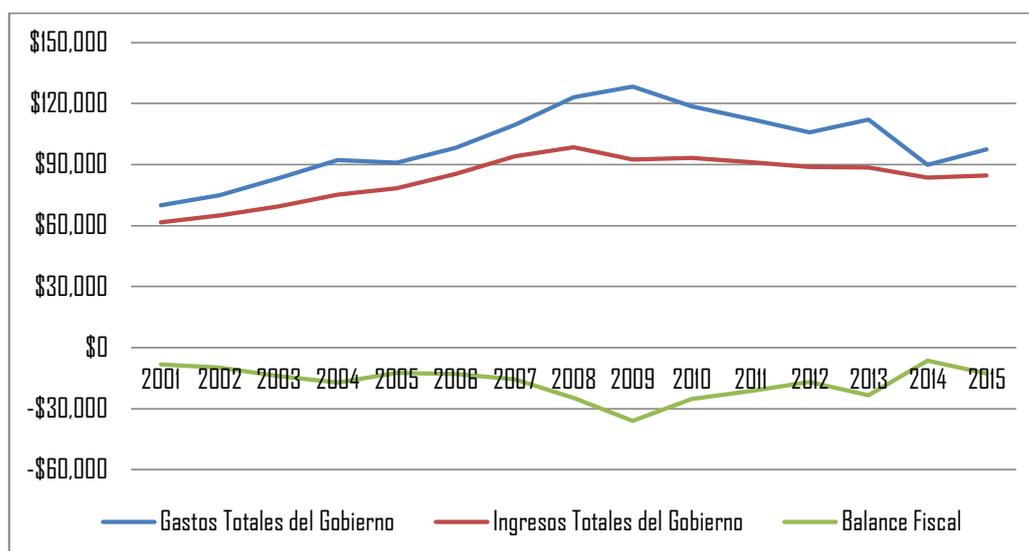
## **EL AJUSTE FISCAL**

La prioridad de los programas de rescate se enfocó en reducir el déficit fiscal por medio de una política de austeridad por parte del gobierno griego, que todavía no logra obtener un superávit fiscal a pesar de las drásticas medidas implementadas a partir de la aplicación del primer programa de rescate en 2010 (ver Gráfica 1).

La reducción del déficit fiscal por medio de una política de austeridad estuvo respaldada por economistas neoliberales (Alesina y Ardagna 1997; Alesina y Perotti, 1995), quienes defendían que una política económica con un ajuste fiscal por parte del sector público implicaría una expansión económica. El análisis teórico del FMI siguió un análisis teórico similar, puesto que subestimó la influencia de los multiplicadores fiscales sobre la economía griega. Las proyecciones del FMI se basaron en un multiplicador fiscal de 0.5, lo que implicaba que una consolidación presupuestaria de 1% del PIB provocaría solamente una contracción en la economía griega de 0.5% del PIB.

La incongruencia de los argumentos sostenidos por la corriente neoliberal (Alesina y Ardagna, 1997) fueron señalados por varios economistas que sostuvieron la inconsistencia de períodos de expansión económica para los casos estudiados por la corriente neoliberal (Jayadev y Konczal, 2010). De esta manera, el estudio de los economistas neoliberales no involucraba períodos de crisis económicas donde demostraran la consistencia de una expansión económica con una política de ajuste fiscal. La implementación de un ajuste fiscal con una envergadura significativa después de la crisis financiera de 2008, por tanto, tendría consecuencias negativas para la economía griega.

**Gráfica 1. Gastos Totales / Ingresos Totales / Balance Fiscal (Millones de euros)**



Fuente: Eurostat.

Por otro lado, el déficit fiscal no se derivaba de un exceso del gasto público, ya que el gasto público de Grecia se situaba en un nivel similar con respecto al promedio de los países miembros de la eurozona (Markantonatou, 2013). La causa principal del déficit fiscal se encontraba en los ingresos del sector público, donde el capital transnacional contribuye con mínimas cargas fiscales y realiza masivas operaciones de evasión de impuestos. Además, los gastos militares también representaban una carga importante para el sector público de Grecia, que tenía la segunda mayor proporción de gasto militar (2.38%) con respecto al PIB en la Organización del Tratado del Atlántico Norte (Ekathimerini, 2016c).

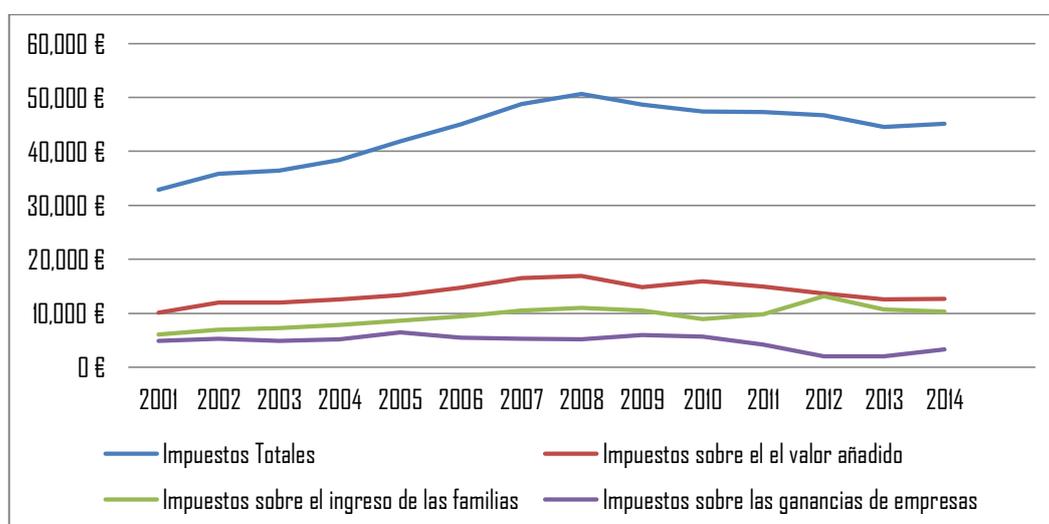
Sin embargo, los programas de rescate incluyeron medidas de ajuste fiscal con respecto a la reducción del gasto público que tuvieron un carácter pro-cíclico en la economía griega. La reducción del gasto público provocó una reducción de la demanda agregada, lo cual suscitó una contracción económica, que a su vez reducía los ingresos públicos y demandaba mayores medidas de ajuste fiscal para alcanzar los objetivos de superávit primario (Weisbrot, 2012). Por lo tanto, la contracción económica volvió cada vez más insostenible la reducción del gasto público, puesto que incrementaba la proporción de las medidas de ajuste fiscal con respecto al PIB (OCDE, 2011).

La política de austeridad disminuyó considerablemente los gastos sociales de Grecia, situándose entre los países europeos que realizan menores contribuciones y beneficios sociales en la eurozona (Weisbrot, 2012). Lo anterior tuvo repercusiones sociales importantes para la población griega, ya que la población activa desocupada se encuentra en un nivel de 24.8% donde menos del 10% de la población desocupada recibe un beneficio de desempleo (Varoufakis, 2015d).

El tercer programa de rescate involucró medidas de ajuste fiscal enfocadas a la reducción de los beneficios en las pensiones del sector público en el que congela las pensiones en términos nominales, desincentiva los retiros tempranos y elimina gradualmente las contribuciones solidarias a las pensiones mínimas (Comisión Europea, 2015b). Pero el nuevo ajuste fiscal si dificultara el cumplimiento de los objetivos de superávits primarios establecidos en programa de rescate, sería complementado con un mecanismo de contingencia que contempla medidas adicionales por un monto de 3,000 millones de euros (2% de PIB) (Godin, 2016a). La perspectiva económica de Grecia prevé nuevos ajustes en el futuro, puesto que el FMI respalda el desmantelamiento completo del sistema de pensiones del sector público con el fin de mantener un superávit primario en el largo plazo (Thomsen, 2016).

Por otra parte, el gobierno griego incrementó los ingresos públicos por medio de la ampliación de la base impositiva sobre los ingresos personales de la población griega sin resolver el problema de la evasión de impuestos. Esto se puede comprobar examinando la composición de los impuestos totales recibidos por el gobierno griego, donde los impuestos sobre los ingresos de las familias y el valor añadido, fueron superiores a los impuestos sobre las ganancias de las empresas (ver Gráfica 2).

**Gráfica 2. Impuestos Totales (Millones de euros)**



Fuente: Eurostat.

El incremento de la base impositiva sobre los ingresos personales también comenzó a enfrentar limitaciones, dado que los índices de pobreza se extendieron a una parte significativa de la población griega restringiendo los fondos recaudados de la aplicación

de nuevos impuestos (Matsaganis, 2013). De esta manera, la carga sustantiva de impuestos convirtió a Grecia en uno de los países que impone una mayor carga impositiva sobre los ingresos personales entre los países miembros de la OCDE según las estadísticas de la organización (OCDE, 2015).

El tercer programa de rescate prevé aumentar la carga fiscal sobre los ingresos de los agricultores, los negocios situados en las islas del Egeo y las ganancias de las empresas, afectando sustantivamente a las pequeñas y medianas empresas. De este modo, la carga fiscal se impondrá principalmente en los impuestos indirectos de la población griega, lo cual incrementará las tendencias recesivas y los niveles de desigualdad dado que la carga fiscal se aplicará sobre sectores sociales vulnerables (agricultores, pensionados, pequeñas y medianas empresas) (Lapavitsas, 2015a).

Además, el gobierno griego intentó aumentar los ingresos públicos a través de la implementación de un programa de privatizaciones que pretendía recaudar 50,000 millones de euros para 2015, lo cual reemplazaba el objetivo original de 7,000 millones de euros durante el período 2010-2013. Las condiciones adversas del mercado, sin embargo, provocaron que los activos públicos fueran vendidos a precios reducidos con el fin de atraer el capital foráneo en las privatizaciones (OCDE, 2013). También la contracción de la economía griega volvió poco atractivos los activos públicos para los inversores internacionales, lo cual disminuyó aún más el precio ofrecido en el programa de privatizaciones (Varoufakis, 2015e).

Por añadidura, el programa de privatizaciones enfrenta prolongados retrasos dado que varias propiedades públicas poseían numerosas irregularidades legales, lo cual impedía el comienzo del proceso de privatización de los activos públicos. El gobierno griego comenzó la revisión de las propiedades públicas contempladas en el programa de privatizaciones, que retrasaría la venta de los activos públicos y dificultaría el cumplimiento de los objetivos de los programas de rescate (FMI, 2014). El balance general del programa de privatizaciones fue negativo, debido a que la venta de los activos involucró a pocos ofertantes por los activos públicos (Varoufakis, 2014). De esta manera, la privatización de los activos públicos no cumplió los objetivos de recaudación inscritos en los programas de rescate (ver Tabla 1).

**Tabla 1. Privatizaciones**

<b>Año</b>	<b>Monto recaudado (Millones de euros)</b>	<b>Monto previsto (Millones de euros)</b>
<b>2012</b>	100	3,200
<b>2013</b>	1,000	4,300
<b>2014</b>	530	4,400
<b>2015</b>	400	5,700
<b>Total</b>	2,030	17,600

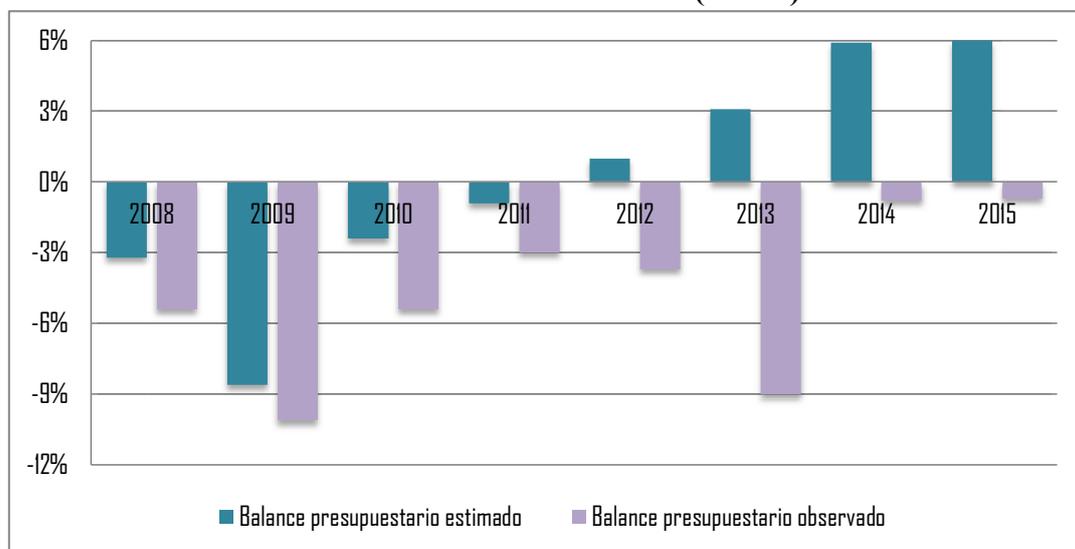
Fuente: Comisión Europea.

Los fondos recaudados del programa de privatizaciones también contribuirían a reducir la deuda pública. Dada la inferioridad de los fondos del programa de privatizaciones a los objetivos de los programas de rescate, solamente se alcanzaron a cubrir las obligaciones de corto plazo del gobierno griego, sin cubrir las obligaciones a largo plazo (Gros, 2011). De este modo, la incertidumbre de los inversores internacionales sobre la solvencia de Grecia influyó en la incapacidad del gobierno griego para retornar definitivamente a los mercados financieros en 2014.

El tercer programa de rescate finalmente extendió la duración del programa de privatizaciones que contempla una recaudación de fondos por un monto de 50,000 millones de euros durante un período de 32.5 años (Comisión Europea, 2016). La utilización de los fondos será para la recapitalización de los bancos griegos (25,000 millones de euros), el pago de la deuda pública (12,500 millones de euros) y programas de inversión (12,500 millones de euros) (Comisión Europea, 2016). El riesgo de las privatizaciones en curso es que el gobierno griego está perdiendo grandes obras públicas (el Puerto del Pireo, la Lotería OPAP, el Aeropuerto de Ellenikon) por un precio reducido, que podrían representar una fuente importante de riqueza para apoyar el desarrollo nacional en el futuro.

En último lugar, la política de ajuste fiscal obedece a obtener un superávit primario para destinarlo al pago de la deuda pública. Desde el primer programa de rescate, los objetivos de superávit primario estuvieron fuera de la realidad, ya que demandaban la reconversión de un déficit primario de 10% a un superávit primario de 6% en solamente cinco años (ver Gráfica 3). De esta manera, el ajuste fiscal aplicado por el gobierno griego posicionó a Grecia como el país occidental que realizó el mayor ajuste fiscal en términos de PIB después de la crisis financiera de 2008, con Irlanda solamente acercándose en la eurozona (Darvas y Hüttl, 2016).

**Gráfica 3. Balance Primario (%PIB)**



Fuente: FMI, Eurostat.

El ajuste fiscal aplicado por el gobierno griego, sin embargo, aumentó la inestabilidad de la deuda pública de Grecia, que resultó demasiado elevada en comparación con los demás países miembros de la eurozona. Lo anterior lo podemos comprobar con los estudios de Domar (1944) y Pasinetti (1997) sobre la sostenibilidad de la deuda pública expresada en el ratio deuda-PIB ( $d$ ) en función de la tasa de interés. En el estudio de Pasinetti (1997) se derivaron tres posibilidades dependiendo de la diferencia entre el crecimiento económico ( $g$ ) y la tasa de interés ( $i$ ). En un primer caso, si  $g > i$ ,  $d$  tenderá a cero; si  $g = i$ ,  $d$  permanecerá constante; finalmente si  $g < i$ ,  $d$  aumentará constantemente (Pasinetti, 1997).

Siguiendo el mismo análisis de Pasinetti (1997), De Grauwe (2015) calcula la diferencia entre  $i$  y  $g$  en varios países miembros de la eurozona (Portugal, Italia, Irlanda, Grecia, España) donde el país helénico obtuvo la mayor cifra en la diferencia ( $i - g$ ) en los países seleccionados en 2015. El resultado se debió a la contracción económica de Grecia que contrarrestó la reducida tasa de interés que paga actualmente por la deuda pública (De Grauwe, 2015). La conclusión de De Grauwe (2015) es que las políticas de ajuste deben ser abandonadas por el gobierno griego, para que pueda estabilizar el nivel de endeudamiento público con respecto al PIB.

No obstante, el tercer programa de rescate continúa orientando la política fiscal de Grecia al cumplimiento de los pagos de la deuda pública, puesto que demanda un superávit primario de 3.5% del PIB en 2018. Por lo tanto, el tercer programa de rescate mantiene la contracción económica de la economía griega que se muestra con una contracción del PIB en los dos primeros trimestres de 2016 con respecto al año anterior (Ekathimerini, 2016a), por lo que la inestabilidad de la deuda pública continuará con un elevado ratio deuda-PIB.

## **LA COMPETITIVIDAD INTERNACIONAL**

Los economistas que apoyaron la devaluación interna supusieron que reduciría los costos laborales unitarios y, por tanto, podría incrementar la competitividad internacional por medio de la disminución de los precios de exportación (Blanchard, 2012). De esta manera, el incremento de las exportaciones de acuerdo a Blanchard (2012), compensaría la contracción económica derivada de la reducción de la demanda interna por el ajuste fiscal implementado por el gobierno griego.

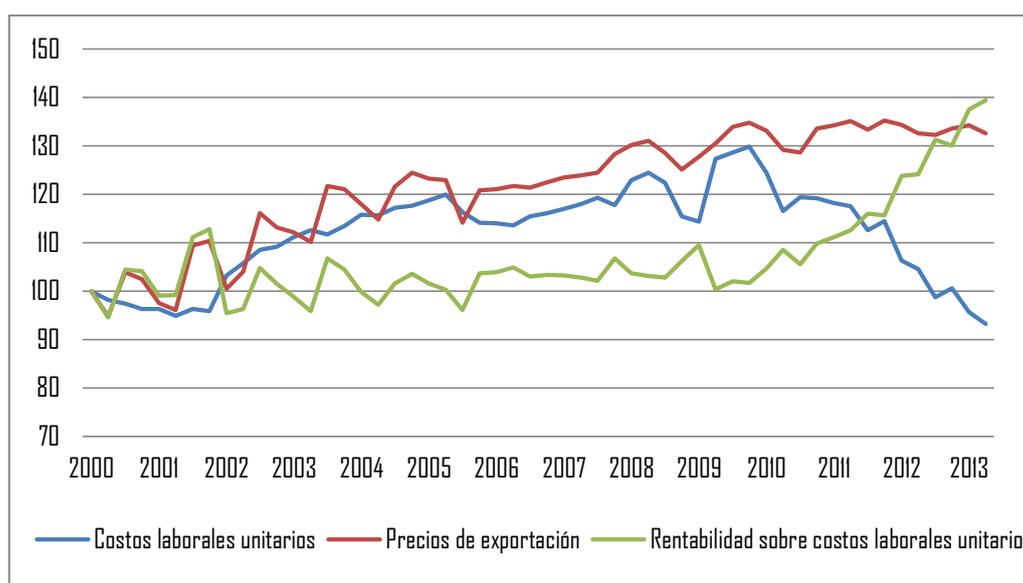
No obstante, la competitividad internacional enfrentaba varias dificultades para expandir las exportaciones debido a la permanencia de Grecia en la zona euro. De acuerdo a Marouvdeas y Paitaridis (2015), la permanencia de Grecia en la eurozona impide al gobierno griego implementar una política económica autónoma en el plano comercial, monetario y fiscal que resultan indispensables para apoyar la competitividad internacional.

También el déficit comercial de Grecia tenía una raíz de dependencia estructural de las importaciones dado que en la mayoría de los sectores productivos tenían una estructura altamente importadora donde los servicios vinculados al transporte y el turismo representan la mayor parte de las exportaciones (Husson, 2015a). Por lo tanto, la

reducción de los costos laborales unitarios tendría un impacto poco significativo sobre las exportaciones griegas.

El resultado de la devaluación interna fue que la disminución de los costos laborales unitarios por 25.2% durante 2010-2013 no tuvo ninguna incidencia sobre los precios de exportación que mantuvieron niveles elevados en los mercados internacionales (Comisión Europea, 2014). La disminución de los costos laborales unitarios, en lugar de reducir los precios de exportación, incrementó los márgenes de ganancia en los sectores transables a partir de 2011 (ver Gráfica 4).

**Gráfica 4. Precios / Costos laborales unitarios / Rentabilidad de exportaciones**



Fuente: OCDE. Base 100: 2000.

Por lo tanto, la reducción del déficit en cuenta corriente tuvo lugar principalmente por la disminución de las importaciones derivada de la recesión económica, con lo cual se redujeron las necesidades de financiamiento del exterior (ver Gráfica 5). Las causas de la falta de dinamismo en las exportaciones fueron explicadas con la excesiva regulación que dificulta la entrada de nuevos competidores para impulsar las exportaciones (Comisión Europea, 2014). Sin embargo, la devaluación interna agrava la contracción económica que repercute negativamente sobre la producción, la inversión y el empleo, lo cual dificulta la entrada de nuevos inversionistas en las actividades transables para incrementar las exportaciones (De Grauwe, 2012).

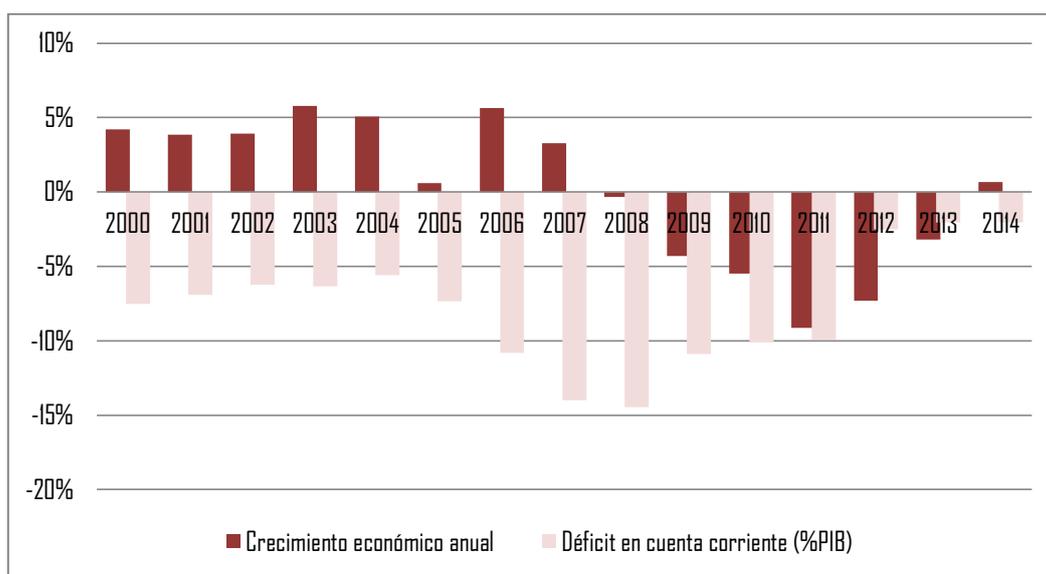
Por otro lado, la revalorización de los costos laborales unitarios no tuvo lugar en los países centrales europeos que experimentaron un ligero aumento de los costos laborales unitarios, lo cual imposibilitó el apoyo de las exportaciones de los países miembros de la eurozona por medio del incremento de la demanda interna en los países centrales europeos (De Grauwe, 2012).

Tampoco se aplicaron las sanciones económicas que conllevarían exceder el superávit en cuenta corriente permitido por la Comisión Europea de 6% sobre Alemania que obtuvo

un superávit en cuenta corriente de 8.8% en 2015 (Financial Times, 2016a). La presión del gobierno alemán sobre la Comisión Europea para aplicar las sanciones económicas sobre Alemania que pudieran corregir las asimetrías dentro de la eurozona mantiene, por tanto, las asimetrías de los países miembros de la zona euro en perjuicio de los países de la periferia europea.

De manera similar, el gobierno alemán se negó a recurrir al endeudamiento público con una reducida tasa de interés con el fin de incrementar la demanda agregada a través de la inversión pública (De Grauwe, 2016). La crisis de las economías europeas estableció una nueva tendencia de un rendimiento negativo en los bonos del gobierno alemán a largo plazo que se consolidó como un refugio de capitales ante la incertidumbre de los inversores internacionales (WSJ, 2016a).

**Gráfica 5. Crecimiento económico anual / Déficit en cuenta corriente**



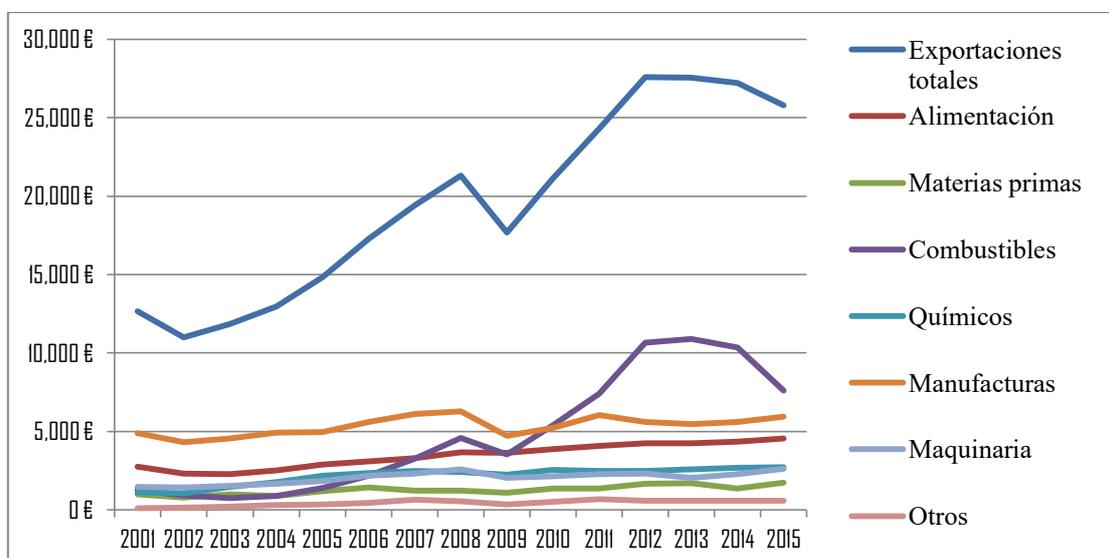
Fuente: Eurostat.

De esta manera, la disciplina salarial se impuso en los países miembros de la eurozona, factor que cambió la estructura comercial de Grecia dada la ausencia de crecimiento económico en los países de la zona euro. En primer lugar, el incremento de las exportaciones griegas se concentró en el sector de combustibles que se caracteriza por un nivel reducido de productividad e imposibilita la creación de empleos suficientes para compensar la contracción económica (ver Gráfica 6).

La participación de los países miembros de la eurozona como destino de las exportaciones griegas pasó de 41.4 a 29.7% entre 2010 y 2014 (Cámara de Comercio e Industria de Atenas, 2014). De esta manera, los beneficios económicos de la permanencia de Grecia en la eurozona se reducen crecientemente al disminuir el potencial de crecimiento de las exportaciones, mientras que los países extracomunitarios aumentan su participación como: Turquía, Gran Bretaña, Estados Unidos, Arabia Saudita.

Por otra parte, el plan de inversión de 35,000 millones de euros para apoyar a la economía griega, propuesto por el presidente de la Comisión Europea, Jean Claude Juncker, avanza con demasiada lentitud y no financia significativamente las actividades productivas, ya que previó solamente proporcionar 800 millones de euros para 2015 y 1,400 millones de euros para 2016 (Comisión Europea, 2015a).

**Gráfica 6. Composición de Exportaciones por Producto**



Fuente: Eurostat.

Similarmente, el Plan Juncker que financiaría una inversión total por un monto de 315,000 millones de euros para combatir la falta de inversión en los países miembros de la Unión Europea, solamente proporcionó 667 millones de euros al gobierno griego para apoyar la inversión productiva (Godin, 2016b).

Por lo tanto, el gobierno griego se encuentra incapacitado de apoyar la inversión pública con el fin de sustentar la recuperación económica en el marco institucional de la eurozona dado el desinterés de las instituciones europeas para vigorizar los mecanismos europeos de inversión pública que podrían impulsar la actividad económica en la Unión Europea.

## LA DEUDA PÚBLICA

La sostenibilidad de la deuda pública fue una cuestión debatida entre las instituciones de la *troika*, en la cual el FMI (2016) demostró en una publicación sobre el análisis de la deuda griega la insostenibilidad de la deuda pública, ya que el servicio de la de la deuda alcanzaría un nivel de 70% del PIB sin la realización de una reestructuración de la deuda, lo cual superaría el umbral de 20% aceptado por el FMI. De este modo, el FMI realizó una propuesta de reestructuración de la deuda griega que involucrara la extensión de los pagos de la deuda pública referentes a los préstamos de las instituciones europeas (Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera, Gobiernos Europeos) para el período 2040-2080, mientras que el tipo de interés no se estableciera en un nivel superior a 1.5% en treinta años.

Sin embargo, la oposición del gobierno alemán a la reestructuración de la deuda griega se puso en manifiesto con las declaraciones del ministro de finanzas de Alemania, Wolfgang Schäuble quien explicó que: “la sostenibilidad de la deuda [pública de Grecia] no es factible sin una quita y creo que el FMI está en lo cierto al decirlo, pero no puede haber una quita porque infringiría el sistema de la Unión Europea” (Reuters, 2015). La interpretación errónea de Wolfgang Schäuble sobre la violación del Artículo 125 del Tratado de la Unión Europea fue señalada por el economista Münchau (2015), quien indicó la posibilidad de una reestructuración de la deuda pública de Grecia con el fin de estabilizar su posición fiscal.

Además, el gobierno griego podría, de acuerdo a Toussaint (2015a), pedir la realización de una auditoría de la deuda pública con el propósito de descubrir las causas del excesivo endeudamiento y verificar la parte ilegítima de la deuda griega en el marco institucional de la eurozona. La razón de la oposición del gobierno alemán a la reestructuración de la deuda pública reside en la exposición de los acreedores públicos sobre la deuda griega, que suscitaría pérdidas económicas para la posición acreedora (ver Tabla 2).

**Tabla 2. Composición de Deuda Pública 2015**

<b>Categoría</b>	<b>Monto (Millones de euros)</b>	<b>Participación (% Total)</b>
<b>Letras del Tesoro</b>	15,000	4.7
<b>Bonos</b>	40,500	12.8
<b>Préstamos bilaterales</b>	52,900	16.7
<b>FEEF*</b>	141,800	45
<b>FMI</b>	25,000	7.9
<b>BCE</b>	27,000	8.5
<b>Otros</b>	13,300	4.4
<b>Total</b>	315,500	100

Fuente: Bloomberg.

\*FEEF: Fondo Europeo de Estabilidad Financiera.

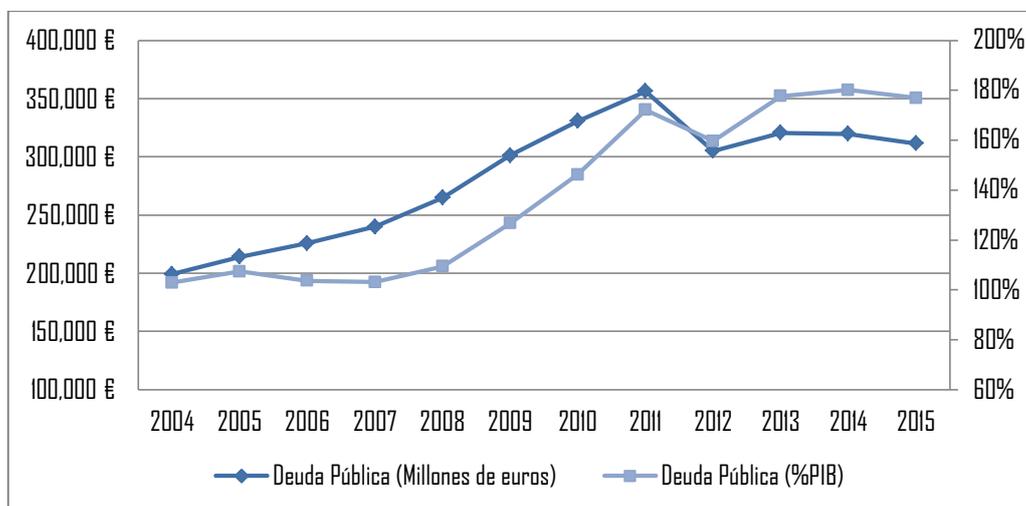
También el ministro de finanzas de Alemania desestimó los efectos de una reconfiguración de la deuda griega cuando afirmó que: “si no se puede hacer una quita, creo que el margen que tenemos (...) es muy escaso” (Reuters, 2016). De esta manera, las sucesivas reestructuraciones de la deuda griega que redujeron la tasa de interés y ampliaron el período de pago, ya imposibilitan una disminución sustancial de la deuda pública por medio de la reconfiguración de la deuda griega. Lo anterior se confirma con la propuesta del FMI (2016) en la modificación del período de pago y el monto de los intereses, que reduciría solamente la deuda griega a un ratio deuda-PIB de 160% para 2060, lo cual superaría el ratio de 60% exigido en la eurozona.

Las sucesivas reestructuraciones de la deuda griega no redujeron significativamente la deuda pública debido a las condiciones extremadamente favorables para los inversores internacionales en las diferentes modalidades de reestructuración (Darvas, 2012; Zettelmeyer, et al., 2013). Por lo tanto, las reestructuraciones de la deuda griega sólo

disminuyeron ligeramente la deuda pública a finales de 2012, lo cual mantuvo el elevado nivel en términos absoluto y relativo de forma subsiguiente (ver Gráfica 7).

En consecuencia, el problema de la propuesta del FMI sobre la reestructuración de la deuda pública es que se enfoca solamente en el pago de intereses y el período de pago, y descarta realizar una eliminación del valor nominal de la deuda griega, lo cual implicaría suprimir una parte del principal de la deuda pública.

**Gráfica 7. Deuda Pública (Millones de euros, %PIB)**



Fuente: Eurostat.

El mismo caso se replica en las medidas negociadas a mediados de 2016, que se prevén clasificar en el corto, mediano y largo plazo a partir de 2016. La reestructuración de la deuda pública comenzará con la reducción de la tasa de interés y la prolongación del período de pago de los préstamos del Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera antes de 2018, mientras que las medidas previstas en un mediano y largo plazo serán implementadas después de la finalización del programa de rescate en 2018 (Godin, 2016c).

Entre las medidas de la reestructuración de la deuda pública para la finalización del programa de rescate, se propuso incluir la devolución de las ganancias del BCE, la extensión de la madurez de los préstamos y la recompra de la deuda sostenida por el FMI y los gobiernos europeos (Financial Times, 2016b). Sin embargo, el monto preciso que conllevarían las medidas de la reestructuración de la deuda pública todavía se desconoce, por lo que las medidas implementadas no cumplirían necesariamente los requisitos de sostenibilidad demandados por el FMI.

En todo caso, el rechazo a una eliminación de la deuda pública que no involucre una supresión del valor nominal de la deuda griega, no proporcionaría el espacio fiscal necesario para que gobierno griego pueda apoyar la recuperación de la economía griega a través de la inversión pública (Lapavitsas y Munevar, 2014). De este modo, la resolución de la insostenibilidad de la deuda griega es bastante problemática dada la resistencia de los acreedores públicos a asumir cualquier pérdida económica en la reestructuración de la deuda pública.

Por añadidura, la reestructuración de la deuda pública es necesaria, puesto que el pago de la deuda griega viola los derechos humanos de la población griega en contraposición a los convenios internacionales firmados por los países europeos en materia de derechos humanos (Husson, 2016). De esta forma, los programas de ajuste violaron numerosos derechos de la población griega (sanidad, educación, vivienda, salario justo, seguridad social, negociación colectiva) que se encuentran inscritos en la Carta de Derechos Fundamentales de la Unión Europea, el Convenio Europeo de Derechos Humanos, la Carta Social Europea (Toussaint, 2015b).

En este sentido, los programas de ajuste contribuyeron al deterioro generalizado de las condiciones de vida de los griegos que se comprueba con la disminución del ingreso real promedio por 35.8% durante el período 2007-2014, lo cual incidió en el incremento de la población en riesgo de pobreza o exclusión social en un nivel de 36% de la población total en 2014 (Parlamento Europeo, 2015). La tasa de desempleo se sitúa en un nivel de 24.8%, y la tasa de desempleo juvenil se encuentra en un nivel de 50.3% a mediados de 2016, mostrando las condiciones sociales extremadamente precarias de la población griega.

En el ámbito de servicios de salud y medicamentos, la situación es también alarmante para la población griega, puesto que el 79% de los griegos no están cubiertos con un servicio médico debido al problema del desempleo (Banco de Grecia, 2016a). Por otro lado, las personas con un servicio médico público no son atendidas debido a prolongados retrasos como resultado de los severos recortes del gasto en salud, que ya se reflejó en un aumento del 50% en la mortalidad infantil y un decrecimiento de la esperanza de vida (Banco de Grecia, 2016a). También los griegos no pueden pagar las medicinas y ven suspendido su tratamiento médico por las condiciones económicas regresivas. Esto es bastante grave en Grecia donde se presentó un incremento sustancial en las enfermedades crónicas, mentales y suicidios a raíz de la crisis económica (Banco de Grecia, 2016a).

El Reporte Preliminar de Comité de la Verdad sobre la Deuda Pública de Grecia (2015), demostró la ilegalidad de los préstamos proporcionados por los acreedores privados (bancos, fondos de cobertura), los acreedores públicos (Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, Banco Central Europeo, Fondo Monetario Internacional) y los gobiernos europeos para poder avanzar a una reestructuración de la deuda pública. Las conclusiones del reporte señalaron que los préstamos no fueron en beneficio del interés general, infringieron la legislación nacional e internacional, y violaron los derechos humanos de la población griega. Por lo tanto, el gobierno griego podría llevar a cabo una acción unilateral para proceder a la anulación de la deuda pública considerada como ilegítima. No obstante, el gobierno griego disolvió el Comité y nunca utilizó los argumentos del reporte durante las negociaciones del tercer programa de rescate, lo cual disminuyó el poder de negociación sobre la reestructuración de la deuda pública.

Por otra parte, el gobierno griego anunció la puesta en marcha de un fondo de solidaridad para asistir a los sectores sociales vulnerables, que se financiará con el excedente del presupuesto después de cumplir los objetivos de superávit primario

estipulados en el tercer programa de rescate (Macropolis, 2016). Es evidente que el ajuste fiscal requerido para alcanzar los objetivos de superávit primario seguirá afectando a los sectores vulnerables, mientras que el excedente del presupuesto obtenido será poco significativo para compensar las pérdidas económicas derivadas del plan de ajuste y solamente se constituyó para intentar recuperar la legitimidad de la administración de Alexis Tsipras.

Además, el gobierno griego aspira a obtener la incorporación de los bonos griegos al programa de flexibilización cuantitativa del BCE en 2016, con lo cual aumentaría la confiabilidad de los bonos griegos y facilitaría el regreso de Grecia a los mercados financieros a principios de 2017. En este sentido, las expectativas del gobierno griego aumentaron con la aceptación de los bonos griegos como colaterales por parte del BCE después de la primera revisión positiva del tercer programa de rescate en 2016, lo cual abrió el camino para la aceptación de los bonos griegos en el programa de flexibilización cuantitativa.

El retorno a los mercados financieros permitiría al gobierno griego tener fuentes de financiamiento alternativas al programa de rescate con el fin de cumplir con los pagos de la deuda pública. De esta manera, el gobierno griego continuará sujeto a la aprobación del BCE de incorporar los bonos griegos al programa de flexibilización cuantitativa que, de acuerdo a las declaraciones de Mario Draghi, se piden los siguientes requisitos: una revisión positiva del programa de rescate, la adquisición máxima de 33% de la deuda pública emitida, un análisis de la sostenibilidad de la deuda griega (Macropolis, 2015a).

Sin embargo, el gobierno griego aunque consiga fuentes de financiamiento en los mercados financieros, continuará siendo presionado por la Comisión Europea para alcanzar los límites de déficit presupuestario (3%) y deuda pública (60%) exigidos en la eurozona. De este modo, el ajuste fiscal seguirá siendo aplicado por el gobierno griego como demuestran los casos de Irlanda y Portugal que ya salieron de un programa de rescate y continúan aplicando una política de austeridad en el plano fiscal.

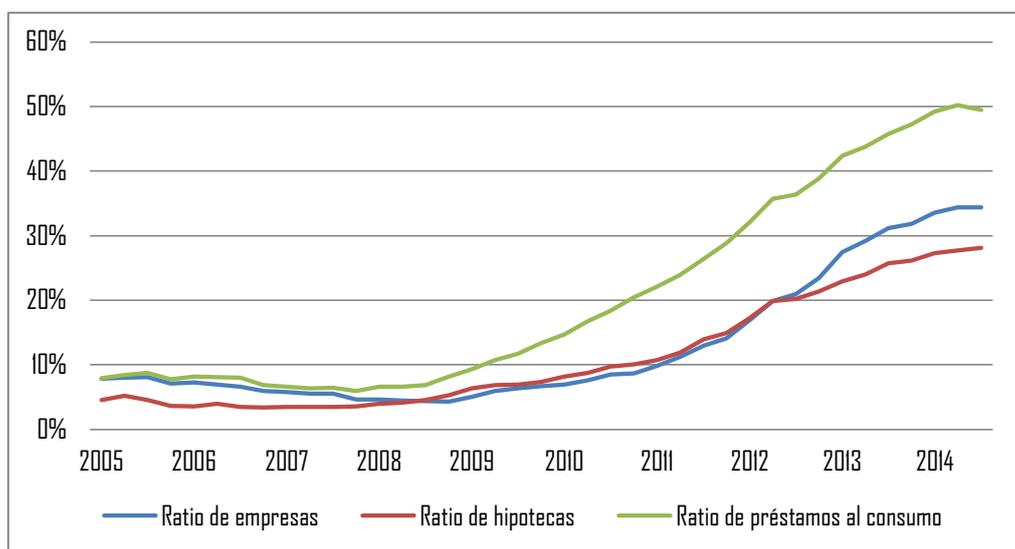
La perspectiva económica para el gobierno griego no es favorable, ya que enfrenta obligaciones similares a las que paga actualmente por encima de 5,000 millones de euros de forma anual hasta 2054 (WSJ, 2016b). Por lo tanto, la elaboración de un nuevo programa de rescate es probable ante la incapacidad del gobierno griego de cumplir con sus obligaciones a pesar del regreso a los mercados financieros (Lapavitsas y Munevar, 2016).

## **EL SECTOR FINANCIERO**

La recuperación del sistema financiero es un elemento necesario para apoyar la actividad económica por medio del financiamiento a actividades productivas, pero los programas de rescate afectaron a los bancos griegos, ya que provocaron la contracción económica durante cinco años consecutivos (2010-2014). Por consiguiente, la contracción económica incrementó la vulnerabilidad de los bancos griegos, puesto que aumentó los ratios de impago en todas las categorías de préstamos (ver Gráfica 8).

Además, la deuda privada se encontraba en un nivel de 140% del PIB a finales de 2010, lo cual mostraba un problema de sobreendeudamiento que sentaba las bases para un proceso deflacionario en los precios (Fisher, 1933). La deflación podría establecer un círculo vicioso, puesto que aumentaría la carga de la deuda y la tasa de interés en términos reales, lo cual afectaría la producción, el comercio y el empleo. La pérdida de confianza aumenta con el incremento de las deudas, de suerte que el acaparamiento y la desaceleración de la velocidad de circulación en las transacciones ocasionan una disminución en el nivel de precios y refuerzan el círculo vicioso (Fisher, 1933).

**Gráfica 8. Ratio de Impago de Categorías de Préstamos**



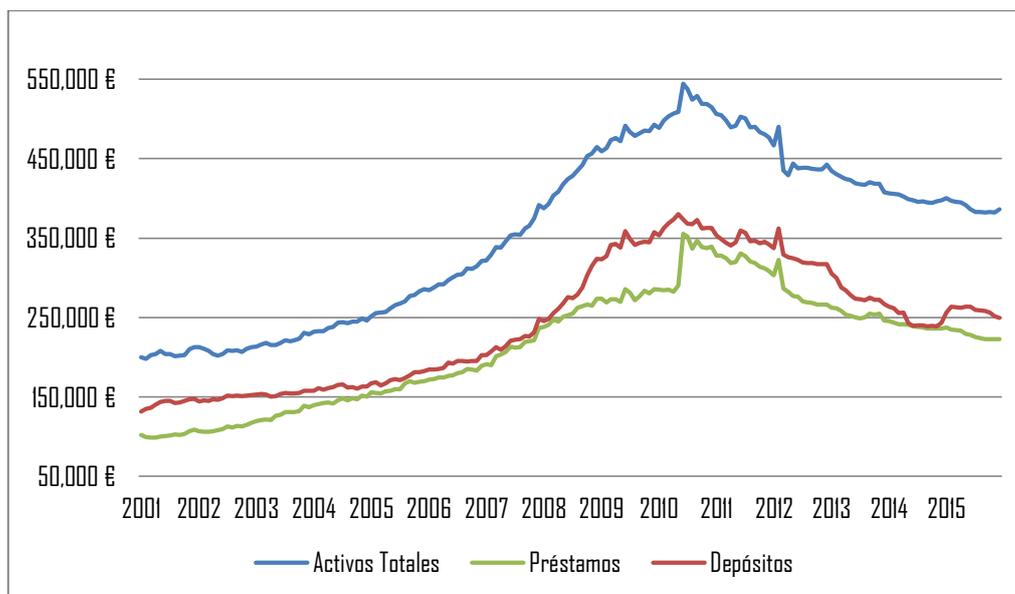
Fuente: OCDE.

La inestabilidad financiera se consolidó en Grecia cuando fue expulsada de los mercados financieros y repercutió sobre la caída de confianza en el sistema financiero y la pérdida de depósitos en los bancos griegos a mediados de 2010. Los programas de ajuste implementados por el gobierno griego aunados al nivel elevado de la deuda privada terminaron por establecer un proceso deflacionario en los precios descrito por Fisher (1933). De esta manera, la deflación de precios incrementó la carga de la deuda privada y la tasa de interés en términos reales a pesar de un decrecimiento en la tasa de interés nominal (Banco de Grecia, 2014). La perspectiva económica desfavorable provocó finalmente que el sistema financiero redujera la cantidad de préstamos a la economía griega, lo cual terminaría por afectar a la producción, la inversión y el empleo (ver Gráfica 9).

Por otro lado, la política monetaria del BCE intentó apoyar la actividad económica de los países miembros de la eurozona por medio de la reducción de la tasa de interés, el programa de flexibilización cuantitativa y la aplicación de una tasa negativa en los depósitos. Sin embargo, el efecto de la política monetaria del BCE fue diferente en Grecia en comparación con los demás países europeos, dada la desvalorización de los bonos griegos en los mercados financieros, la interrupción sucesiva de los bonos griegos como colaterales en las operaciones de refinanciamiento del BCE, la exclusión de los

bonos griegos en el programa de flexibilización cuantitativa y la inestabilidad política que acrecentó la fuga de depósitos en los bancos griegos (Stournaras, 2016a).

**Gráfica 9. Activos Totales / Préstamos / Depósitos (Millones de euros)**



Fuente: BCE.

Por lo tanto, los bancos griegos tuvieron que recurrir al financiamiento de la *Asistencia de Liquidez de Emergencia* (ELA, por sus siglas en inglés) para resolver sus problemas de financiamiento a partir de 2011. Lo anterior volvió a poner el peso económico del rescate de las entidades bancarias sobre el gobierno griego, ya que los fondos de emergencia a los bancos griegos fueron proporcionados por el Banco de Grecia respaldado por el gobierno nacional (Lapavitsas, 2012). Las obligaciones del Banco de Grecia aumentaron sustancialmente con los fondos de emergencia proporcionados a los bancos griegos, puesto que la hoja de balance del Banco de Grecia se expandió casi cinco veces durante el período 2007-2015 (Banco de Grecia, 2016c). El carácter temporal de los fondos de emergencia del Banco de Grecia, sin embargo, no permitieron una solución definitiva para los problemas de financiamiento de los bancos griegos.

De esta manera, el Fondo Helénico de Estabilidad Financiera (HFSF, por sus siglas en inglés) fue creado inicialmente como una institución autónoma que proporcionara el financiamiento complementario que los bancos griegos no pudieran obtener en los mercados financieros (Comisión Europea, 2010). No obstante, la recesión económica y la reestructuración de la deuda pública afectaron a los bancos griegos, de suerte que ampliaron la capacidad de financiamiento del fondo que pasó de 10,000 millones de euros a 50,000 millones de euros (FMI, 2013). La ampliación del financiamiento del HFSF no fue suficiente, y ya se prevé el suministro de un apoyo adicional por un monto de 10,000 millones de euros dada la continuidad de la contracción de la economía griega (FMI, 2016).

Por otra parte, el tercer programa de rescate previó la recapitalización de los bancos griegos junto a una emisión de acciones con elevados descuentos para el capital

transnacional, lo cual cambió la estructura de la propiedad de los bancos griegos que tienen la mayor participación de los activos financieros en el sistema financiero de Grecia (Macropolis, 2015b). La recapitalización de los bancos griegos con precios reducidos para el capital transnacional, disminuyó a niveles mínimos la participación estatal sobre los bancos griegos caracterizados como sistémicos (Alpha, Eurobanco, Banco Nacional de Grecia, Piraeus) en beneficio de la participación del capital transnacional a finales de 2015 (ver Tabla 3).

**Tabla 3. Porcentaje de Participación Estatal**

<b>Bancos</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Alpha</b>	66.2	11
<b>Eurobanco</b>	35.4	2.3
<b>Banco Nacional de Grecia</b>	57.2	40.3
<b>Piraeus</b>	66.9	26.4

Fuente: HFSF.

La propiedad de los bancos griegos que resultó beneficiosa para el capital transnacional ya se hizo notar en la implementación de medidas que apoyan las actividades especulativas del capital financiero en el corto plazo. El gobierno griego liberalizó la venta de todas las categorías de los préstamos en impago, con la excepción de los préstamos de hipotecas vinculadas a una vivienda de un valor inferior a 140,000 millones de euros. De esta manera, los bancos griegos podrán comenzar a obtener ganancias derivadas de la venta de los préstamos, mientras que se reestructuraría la hoja de balance donde todavía el 42.5% de los préstamos totales se encuentran en impago (Banco de Grecia, 2016b).

Sin embargo, la eliminación de una cantidad sustantiva de préstamos por medio de la venta en los mercados financieros parece improbable por la dudosa confiabilidad de los préstamos ante los inversores internacionales, de suerte que el gobernador del Banco de Grecia, Yannis Stournaras (2016b), pidió mayores medidas para reestructurar la hoja de balance de los bancos griegos. La iniciativa de un Banco Malo que absorbiera los préstamos en impago de los bancos griegos propuesta por el gobierno de Alexis Tsipras, fue rechazada en las negociaciones del tercer programa de rescate, por lo que la recapitalización de los bancos griegos seguirá siendo suministrada con fondos de origen público en detrimento de las finanzas públicas (Varoufakis, 2015f).

### **CONCLUSIONES**

La adopción del gobierno griego del tercer programa de rescate inevitablemente afectó el curso político en los demás países europeos, por lo que resulta indispensable la puesta en marcha de un plan alternativo que involucre la posibilidad de una salida de Grecia de la eurozona con el fin de posibilitar un cambio progresista en los países miembros de la eurozona.

La administración de Alexis Tsipras ya comenzó a experimentar un proceso de desgaste político con la realización de cuatro huelgas generales del sector público y privado que paralizaron a la economía griega desde la reelección del gobierno de Syriza en 2015 (Le

Monde, 2016). La pérdida creciente de apoyo político por parte de la población griega vislumbra la caída del gobierno de Syriza que ya enfrenta problemas para la aprobación de las reformas estructurales en el Parlamento Helénico.

La continuidad de la lógica regresiva de los planes de rescate provocó la escisión de la coalición de Syriza, que dio lugar a la formación del partido político de Unidad Popular, que defiende la implementación de una política económica alternativa en los principios básicos inscritos en el manifiesto fundador del partido político con la posibilidad de abandonar la eurozona si las autoridades europeas se negaran a negociar un acuerdo favorable para el gobierno griego.

La percepción de la población griega sobre los beneficios económicos de pertenecer a la eurozona es crecientemente desfavorable, ya que aproximadamente la mitad de la población total percibe negativamente el proyecto europeo (The Guardian, 2016). De este modo, un sentimiento antieuropeo comenzó a emerger en la conciencia griega, que tendría graves repercusiones en el ascenso de un partido griego conservador como el Amanecer Dorado, lo cual evidencia la necesidad de diseñar una estrategia progresista para revertir el colapso de las condiciones de vida de la población griega.

De esta manera, la ventaja principal de una salida de Grecia de la zona euro, según Costas Lapavitsas (2015b), sería la utilización de la fuerza de trabajo y la capacidad productiva en estado ocioso con el incremento de las exportaciones de las pequeñas y medianas empresas a raíz de la devaluación de la nueva moneda, que permitiría un crecimiento económico de la economía griega a favor de la clase trabajadora.

Las dificultades económicas de una salida de Grecia de la eurozona son numerosas, de acuerdo al economista Michel Husson (2015b), en las que sobresale en primer lugar el incremento del valor de la deuda pública en términos de la moneda nacional como resultado de la devaluación de la moneda con respecto al euro. En segundo lugar, el incremento del valor de las importaciones en insumos básicos, medicamentos, petróleo, alimentos derivado de la devaluación de la nueva moneda. Finalmente, el control de la especulación de la moneda en el mercado cambiario que sería realizado por el capital financiero.

Las propuestas de una salida de Grecia de la zona euro que abordan los problemas mencionados difieren en la estrategia para conseguir una salida con resultados positivos en el plano económico (Lapavitsas y Flassbeck, 2015; Marouvdeas, 2016; Sapir, 2015). De esta manera, las principales afinidades se resaltarán a fin de que muestren los puntos primordiales de la salida de Grecia de la zona euro y las dificultades que se presentarían en el curso de la salida para dar un primer análisis sobre una política económica alternativa.

Los puntos primordiales interrelacionados que se destacan para apoyar un crecimiento económico a largo plazo incluyen una política fiscal que apoye el incremento de las exportaciones de las pequeñas y medianas empresas, la prioridad de la importación en alimentos, medicinas e insumos básicos, la nacionalización de los bancos griegos junto con el establecimiento de un control efectivo de capitales para contrarrestar la

especulación en el mercado cambiario de la nueva moneda por parte del capital financiero y la reestructuración de la deuda pública para apoyar la actividad económica por medio de la inversión pública (Lapavitsas y Flassbeck, 2015; Marouvdeas, 2016; Sapir, 2015).

Las políticas económicas de las propuestas señaladas serían un punto de partida para un gobierno progresista que necesitara la elaboración de un plan económico viable a favor de la clase trabajadora, de tal suerte que pudiera salir de la recesión económica. Las limitaciones de las propuestas fueron señaladas por varios economistas con un análisis crítico sobre los efectos en la economía griega, pero la recuperación de la soberanía de Grecia en la política fiscal, monetaria y comercial son indispensables para establecer los cimientos de la recuperación económica (Roberts, 2015).

La concreción de un plan de la salida de la zona euro no implica el aislamiento de Grecia de los demás países europeos, ya que los problemas de la economía griega (crecimiento económico, escasez de inversión, deuda pública, pobreza extrema) son compartidos con los países de la periferia europea, por lo que resulta necesario internacionalizar los movimientos sociales para resolver los problemas comunes de Europa.

Sin embargo, la organización de la clase trabajadora no tiene desafortunadamente las condiciones políticas propicias para impulsar un cambio radical en el corto plazo en Grecia. La capitulación del gobierno de Syriza creó un ambiente de decepción política en la población griega, que votaría por una mayoría importante a favor del partido Nueva Democracia, que aplicó el anterior programa de rescate de 2011, si se celebraran elecciones políticas actualmente de acuerdo a varias encuestas de opinión (Ekathimerini, 2016b).

La lección de la capitulación del gobierno de Syriza indica que la posibilidad de que un gobierno implemente un programa económico progresista no puede eludir un programa radical coherente que tome en cuenta una salida de la zona euro como último recurso en el caso de un fracaso en las negociaciones con el fin de evitar la desmoralización de la clase trabajadora y producir un impasse político en los demás países miembros de la eurozona.

## CAPÍTULO III

### LA FINANCIERIZACIÓN DE LA ECONOMÍA GRIEGA

#### INTRODUCCIÓN

Este último capítulo identificará de forma estadística los factores que apoyaron el crecimiento económico de Grecia a partir del ingreso en la eurozona y que terminaron por declinar su influencia a raíz de la crisis financiera global. Los factores identificados resultaron ser el endeudamiento de las familias, el PIB per cápita, y la tasa de desempleo que influyeron significativamente sobre el consumo de las familias durante el período 2001-2015.

De esta manera, la financierización tuvo un rol fundamental en el crecimiento económico al apoyar el consumo de las familias, que representó el componente con una mayor participación en el PIB durante el período 2001-2015. La contraparte del proceso fue la acumulación de deuda privada en forma de crédito a las familias suministrado por los bancos griegos.

La restricción de financiamiento de los bancos griegos a través de los mercados financieros a raíz de la crisis financiera global, que provocó la desvalorización de los bonos griegos y transmitió negativamente sobre los bancos griegos al encontrarse expuestos sustantivamente sobre los bonos griegos finalizó el crecimiento económico impulsado por la deuda privada.

Sin embargo, la crisis griega no solamente tiene como causa un proceso de naturaleza financiera, sino también se debe al modo de producción adoptado por el capital griego y respaldado por el capital financiero. Es importante destacar que la entrada de Grecia en la zona euro, permitió la migración de la fuerza de trabajo proveniente de los países de Europa Oriental, lo cual tuvo serias repercusiones sobre el incremento de la explotación de la fuerza de trabajo en el país helénico (Mavrodeas y Partiadi, 2015).

Paralelamente, el capital trasnacional como las grandes empresas industriales y los bancos griegos expandieron sus operaciones en los países de Europa Oriental en busca de nuevas ganancias durante los programas de privatización que fueron impulsados en las economías de transición. Por lo tanto, la financierización fue una respuesta al nuevo modo de producción adoptado por el capital griego que tuvo como objetivo apoyar la rentabilidad durante el período neoliberal.

La crisis financiera global debilitó la posición del capital griego en la esfera internacional, que ya se observa en la retracción de la inversión extranjera y por ende la influencia decreciente en los mercados europeos. La respuesta del capital griego fue el incremento de la explotación de la fuerza de trabajo y la apertura de nuevas actividades rentables con el programa de privatizaciones en curso en colaboración con el capital trasnacional.

Por otra parte, el capital financiero desea hacer valer los títulos financieros que representan la deuda de las familias, que no pueden ser saldadas de forma inmediata

dadas las económicas regresivas de Grecia. El resultado es la persistencia de un elevado endeudamiento privado, lo cual impide la provisión de nuevos préstamos por parte de los bancos griegos.

Los nuevos requerimientos de capital a los bancos europeos exigidos en la eurozona presionaron a los bancos griegos para incrementar sus fuentes de financiamiento en los mercados financieros en un contexto de recesión económica. De esta manera, los bancos griegos optaron por asociarse con el capital transnacional por medio de la emisión de acciones con elevados descuentos en 2015.

La nueva asociación de los bancos griegos con el capital transnacional se tradujo en la implementación de medidas que apoyan las ganancias de actividades especulativas en los mercados financieros, pero también disminuyó la protección de las familias deudoras en el caso de los préstamos de hipotecas que se encuentran en una situación de impago.

Sin embargo, la adopción de las medidas demandadas por la *troika* (Comisión Europea, Banco Central Europeo, Fondo Monetario Internacional) por parte del gobierno griego para reducir el endeudamiento privado no resolverá el problema de los préstamos que se encuentran en una situación de impago dada la proporción significativa que están en los activos de los bancos griegos.

El resultado inevitable será el incremento de la concentración del sector que financiero que se traducirá en una asociación de los bancos griegos asociados con el capital transnacional que no será compatible con un crecimiento económico a largo plazo a favor de la clase trabajadora dado el interés del capital transnacional de extraer la mayor cantidad de ganancias de sus actividades en la economía griega.

La crisis de la economía griega vuelve imprescindible la adopción de un programa radical por parte del gobierno griego que involucre una salida de la zona euro derivado del desinterés de las instituciones europeas por apoyar la recuperación económica y revertir las condiciones de vida regresivas de los griegos con la firma de un tercer programa de rescate.

La siguiente sección presentará los argumentos de varios economistas (Lapavitsas, Milios, Maniatis y Passas) sobre la financierización de la economía griega que se tradujo en una expansión económica efímera y las repercusiones que tuvo en el cambio de la estructura productiva a largo plazo con el ingreso de Grecia en la eurozona.

En último lugar, comprobaremos con métodos econométricos la hipótesis de que el crecimiento economía griega estuvo sustentado por la financierización que se expresa en el elevado endeudamiento de las familias y las graves repercusiones que tuvo sobre la población griega como resultado de la crisis financiera global.

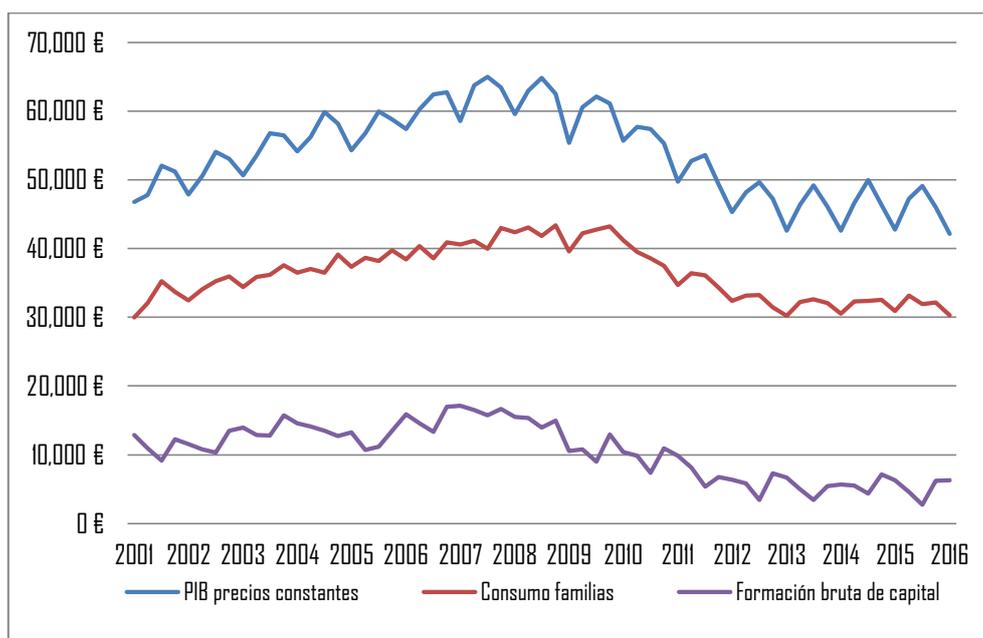
## REVISIÓN DE LA LITERATURA

La financierización de la economía griega es una cuestión debatida entre los economistas para demostrar si fue un factor determinante que impulsó el crecimiento económico a raíz del ingreso de Grecia en la zona euro en 2004, por lo que se describiremos las posturas críticas que explican las repercusiones de la financierización de la economía griega (Lapavitsas, 2012; Milios, 2010; Maniatis y Passas, 2013).

En primer lugar, el economista Costas Lapavitsas (2012) argumenta que la financierización se consolidó en la economía griega a raíz del ingreso de Grecia a la zona euro reflejado en el crecimiento económico apoyado por el financiamiento de la deuda de las familias y las burbujas de inversión caracterizadas por la especulación de las hipotecas.

El proceso de financierización en la economía griega estuvo auspiciado por el ingreso de Grecia a la eurozona, puesto que los países centrales principalmente Alemania exportaron una gran masa de capitales a los países de la periferia europea en forma de préstamos a los bancos griegos (Lapavitsas, 2012). De este modo, la economía griega acumuló un endeudamiento privado en un nivel significativo que se encargó de financiar el consumo de las familias (ver Gráfica 1).

**Gráfica 1. Producto Interno Bruto / Consumo de Familias/ Formación bruta de capital**

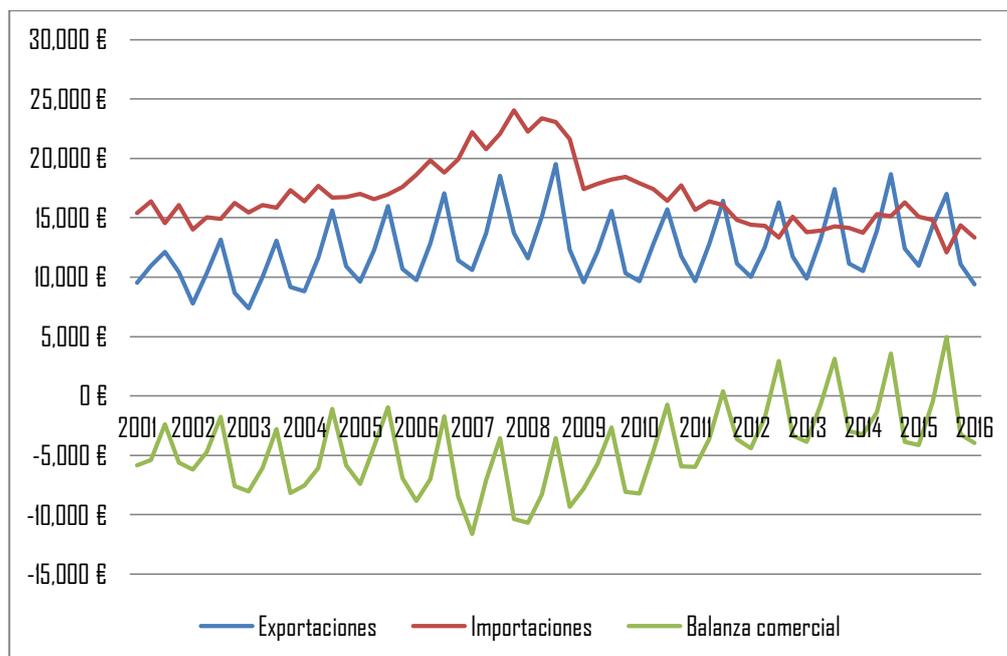


Fuente: Eurostat.

En consecuencia, el creciente volumen de importaciones en Grecia derivado de la pérdida de competitividad de la economía griega frente a la supremacía económica de Alemania se tradujo en un déficit en cuenta corriente a partir de la participación de Grecia en la zona euro (ver Gráfica 2). La pérdida de competitividad en la economía griega se debió a la presión de Alemania sobre la clase trabajadora que no incrementó

sustantivamente los niveles salariales y mantuvo reducidos los costos laborales unitarios con respecto a los demás países europeos (Lapavitsas, 2011).

**Gráfica 2. Exportaciones / Importaciones / Balanza Comercial**



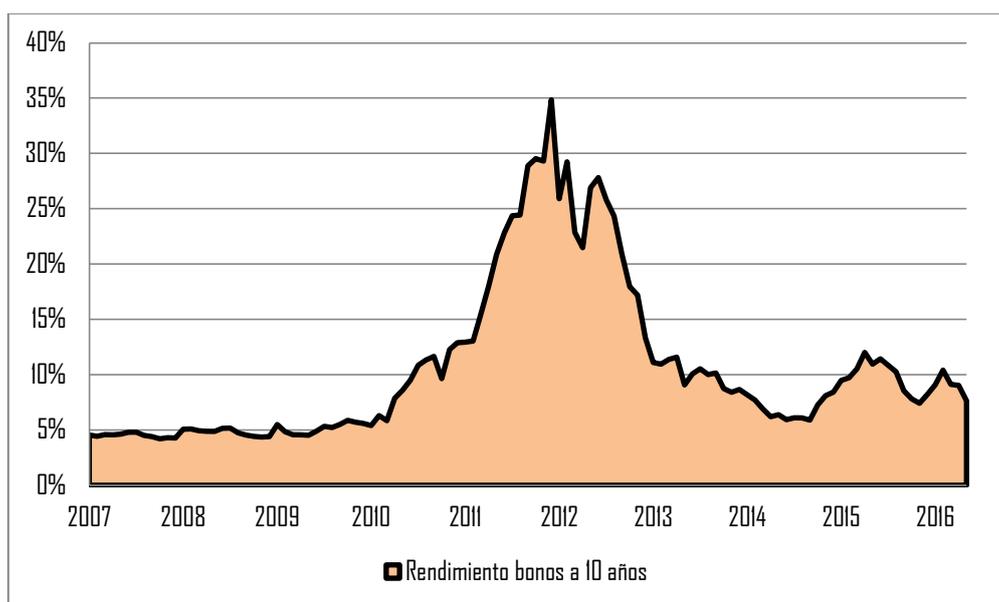
Fuente: Eurostat.

La permanencia de Grecia en la eurozona no implicó un desarrollo importante en las fuerzas productivas por medio de una transferencia fiscal de los países centrales a los países de la periferia europea, de tal suerte que un aumento de la inversión solamente tuvo lugar durante la preparación de los Juegos Olímpicos en 2004 (Lapavitsas, 2012).

La crisis financiera global afectó la continuidad de la financierización de la economía griega impulsada por el consumo privado, ya que los bancos europeos incrementaron su exposición a los países de la periferia europea con la liquidez proporcionada a una reducida tasa de interés por parte del Banco Central Europeo (BCE) ante la incertidumbre en los mercados financieros (Lapavitsas, 2012).

La especulación de los bancos europeos sobre los bonos griegos terminó por expulsar a Grecia de los mercados financieros en 2010, lo cual indicó las limitaciones de la financierización de la economía griega e inició la implementación del primer programa de rescate elaborado por la *troika* (Comisión Europea, Fondo Monetario Internacional, Banco Central Europeo) (ver Gráfica 3).

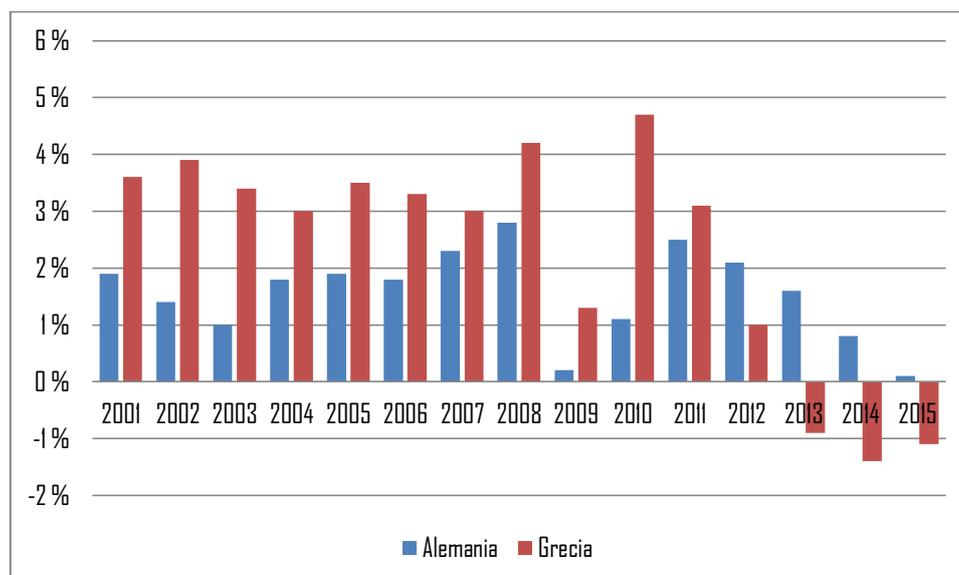
**Gráfica 3. Rendimiento Bonos de Deuda Pública**



Fuente: Banco de Grecia.

Por otro lado, la financierización de la economía griega, de acuerdo a John Milios (2013), tuvo también una relación directa con la incorporación de Grecia en la zona euro. Los niveles diferenciados de competitividad entre los países miembros de la eurozona se reflejaron en las diferentes tasas de inflación de las economías europeas que tuvieron dos implicaciones en el plano económico (ver Gráfica 4).

**Gráfica 4. Tasa de Inflación Anual**



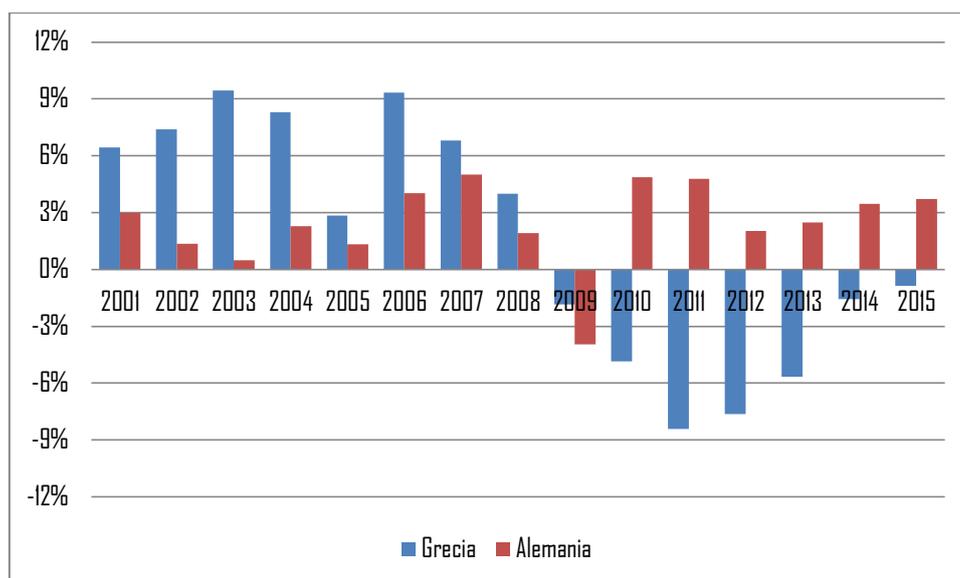
Fuente: Eurostat.

En primer lugar, la economía griega se volvió crecientemente importadora dada la incapacidad de poder competir con los países centrales europeos (Milios, 2010). En

segundo lugar, la elevada tasa de inflación incentivó una mayor expansión del endeudamiento público y privado por parte de los bancos griegos (Milios, 2010).

De esta manera, la demanda doméstica fue apoyada por el endeudamiento público y privado que se tradujo en altas tasas de crecimiento en la economía griega antes de la aparición de la crisis financiera global (Milios, 2010). Las altas tasas de crecimiento en la periferia europea y las reducidas tasas de crecimiento en los países centrales, incentivó a los países centrales a exportar una gran masa de capitales para financiar la expansión económica de los países de la periferia europea, ya que representaban un lugar atractivo con una mayor rentabilidad (Milios, 2010).

**Gráfica 5. Tasa de crecimiento anual**



Fuente: Eurostat.

La expansión económica de la economía griega creó una protección en los sectores productivos no transables, lo cual compensó la nueva competencia internacional y postergó la reestructuración de la fuerza de trabajo (Milios, 2010). La crisis financiera global abrió un nuevo período, donde la reestructuración de la fuerza de trabajo será el principal mecanismo para incrementar la competitividad internacional dada la imposibilidad de devaluar la moneda de forma autónoma en los países miembros de la eurozona (Milios, 2010).

En último lugar, los economistas Thanasis Maniatis y Costas Passas (2013), explican que la economía griega no experimentó un nivel de rentabilidad similar al período de posguerra con el ingreso de Grecia en la eurozona. Por consiguiente, la acumulación de capital fue decepcionante durante la participación de Grecia en la zona euro, ya que la participación de la inversión en el PIB fue siempre inferior al 15% en la economía griega.

Las fuentes de crecimiento económico se derivaron de la provisión de crédito que compensó el estancamiento de los salarios reales y apoyó el crédito al consumo y las

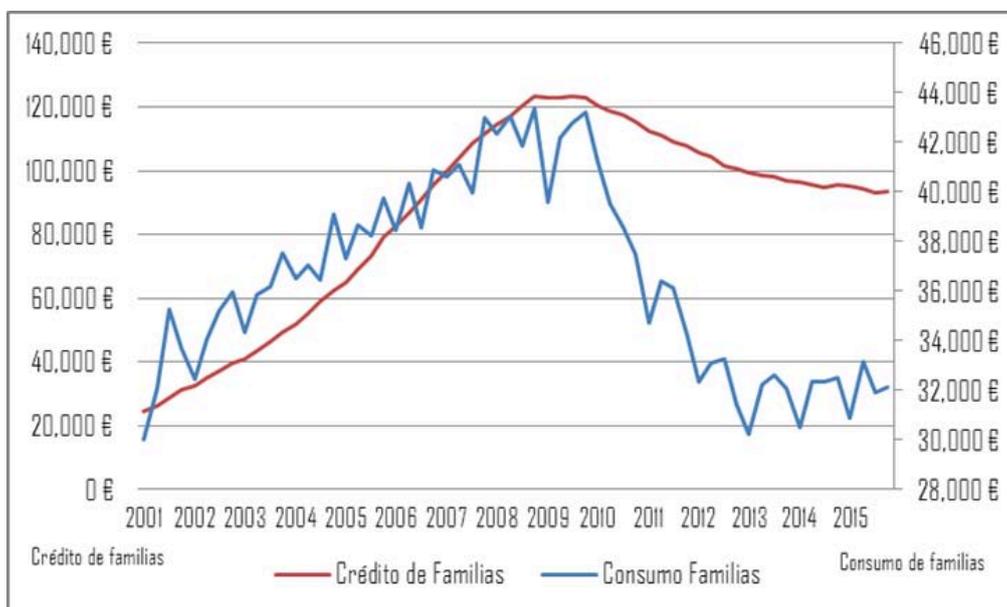
viviendas (ver Gráfica 6). La expansión del consumo y la demanda de viviendas, a su vez, fue alimentada por el efecto riqueza sobre el consumo de la burbuja del mercado de valores a finales de la década de 1990, que contribuyó al crecimiento económico durante una gran parte del período neoliberal (Maniatis y Passas, 2013).

Por otro lado, el gasto público del gobierno griego también apoyó el crecimiento económico durante el período neoliberal. El problema de las finanzas públicas se derivó de los débiles ingresos públicos que agravaron el déficit fiscal del gobierno griego, lo cual limitó un mayor impacto sobre la producción nacional (Maniatis y Passas, 2013).

Por lo tanto, el gasto público y el consumo de las familias proporcionaron el estímulo de la demanda agregada durante el período 1996-2008, junto con el efecto riqueza de la burbuja del mercado de valores a finales de la década de 1990 y la infraestructura pública para los Juegos Olímpicos en 2004 (Maniatis y Passas, 2013).

La crisis financiera global desapareció los estímulos mencionados, por lo que la economía griega entró en un período prolongado de recesión económica, lo cual se agravó con el impago de los créditos bancarios y la recapitalización de los bancos griegos (Maniatis y Passas, 2013).

**Gráfica 6. Crédito de Familias / Consumo de Familias**



Fuente: Banco de Grecia, Eurostat.

## METODOLOGÍA Y DATOS

La metodología Autorregresiva con Rezagos Distribuidos (ARDL) es un enfoque ampliamente usado en el análisis dinámico de series de tiempo, ya que permite el análisis de regresión con variables no estacionarias, al incorporar un mecanismo de corrección de error (Hassler y Wolters, 2005).

En este sentido, para efectos de la operacionalidad empírica, esta investigación se ciñe en el enfoque ARDL, tomando partida en la siguiente especificación:

$$c_t = \sum_{j=1}^p \lambda_j c_{t-j} + \sum_{j=0}^{q-1} \theta_j H_{t-j} + \epsilon_t \quad (1)$$

Donde  $H_t$  representa un vector de variables explicativas del consumo (deuda de las familias  $-lndf-$ , ingreso per cápita real  $-lnpibc-$ , tasa de desempleo  $-lntd$ )<sup>1</sup>; en tanto que  $\lambda_j$  y  $\theta_j$  constituyen vectores de coeficientes; y  $\epsilon_t$  como un vector de perturbaciones aleatorias con media cero y varianza constante.

Si  $c_t$  y  $H_t$  representan procesos no estacionarios en niveles pero la combinación lineal de estas genera errores  $I(0)$ , entonces éstas mantienen una relación de co-movimiento en el largo plazo (cointegración); por lo que deberá integrarse una ecuación de corrección de error a fin de incorporar el comportamiento de corto plazo de las variables al comportamiento de largo plazo (Perrotini y Landa, 2015).

En este contexto, la ecuación (1) toma la siguiente forma:

$$\Delta c_t = \beta_0 + \beta H_t + \psi r_{t-1} + \sum_{j=1}^p \lambda_j \Delta c_{t-j} + \sum_{j=0}^{q-1} \theta_j \Delta H_{t-j} + \epsilon_t \quad \dots(1)$$

La formulación anterior representa la función dinámica del consumo, donde  $\Delta$  es el operador de primera diferencia  $c_t$  es el consumo en términos reales,  $\psi$  es el parámetro de corrección de error,  $H_t$  es un vector de las variables de control; mientras que  $\beta'$  y  $\theta_j$  constituyen los parámetros de largo y corto plazo respectivamente; y  $\epsilon_t$  es el término de error.

Empíricamente, se espera que el coeficiente de largo plazo de la deuda de las familias sea positivo y estadísticamente significativo, lo que mostraría que el endeudamiento privado impulsó el consumo y a su vez el crecimiento económico.

De la misma forma, el ingreso per cápita tendría un efecto positivo sobre el consumo, indicando la relación directa del consumo con el ingreso de las familias que forma parte de la demanda agregada.

Finalmente, la tasa de desempleo tendría un efecto negativo sobre el consumo y sería estadísticamente significativo, lo que mostraría la incidencia del incremento sustancial del desempleo que experimentó recientemente la economía griega.

Es importante destacar que la metodología del modelo de ARDL permite la utilización de variables con distinto orden de integración en el sistema, lo cual resuelve la problemática del análisis de cointegración estándar que requiere estacionariedad de las variables (Perrotini y Landa, 2015).

---

<sup>1</sup> Todas las series están expresadas en logaritmos naturales

Por añadidura, la metodología del modelo ARDL contiene estimaciones no sesgadas de los coeficientes a largo plazo, a pesar del hecho que las variables son endógenas y los estimadores son eficientes y constantes (Perrotini y Landa, 2015).

Los datos referentes al consumo, deuda de las familias, PIB per cápita, tasa de desempleo se obtuvieron de forma trimestral durante el período 2001-2015, que posteriormente fueron deflactados con el índice nacional de precios obtenido de manera trimestral en Eurostat y el Banco de Grecia. El año base para el índice nacional de precios se estableció en 2010, ya que fue el inicio de los programas de rescate implementados en Grecia. El tipo de cambio real del euro con respecto al dólar, finalmente, se obtuvo de forma trimestral para el mismo período en la OCDE.

### ANÁLISIS ECONÓMICO

La investigación incluyó un análisis del orden de integración de las series del modelo por medio de las pruebas de raíz unitaria de Dickey-Fuller Aumentada (ADF) Phillips-Perron (PP). El resultado fue que las variables son integradas  $I(2)$  en niveles y que sus segundas diferencias resultaron procesos estocásticos  $I(0)$ , de suerte que son series estacionarias en segundas diferencias (ver Anexo 1).

También, los problemas de autocorrelación y heterocedasticidad no estuvieron presentes en los residuos. Por otro lado, la velocidad de ajuste tuvo el signo esperado, lo que muestra una convergencia al equilibrio de largo plazo.

Finalmente, se presentan los resultados del modelo ARDL que incluyen la relación de largo plazo y el coeficiente de velocidad de ajuste<sup>2</sup>.

Relación de equilibrio del Consumo de las familias el caso de Grecia (2001-2015)						
Vector de Cointegración	Constante	<i>ln<sub>t</sub>df</i>	<i>ln<sub>t</sub>pi<sub>bpc</sub></i>	<i>ln<sub>t</sub>d</i>	<i>ln<sub>t</sub>e</i>	<i>c<sub>t-1</sub></i>
Modelo 1	-0.8981 [0.000]	0.13723 [0.000]*	0.29537 [0.001]*	-0.15692 [0.000]*	-	6.73998 [0.000]
Modelo 2	-1.01558 [0.000]	0.11782 [0.000]*	0.28896 [0.000]*	-0.15311 [0.000]*	-0.0511 [0.286]	0.21678 [0.039]

Fuente: Elaboración propia con base en el enfoque ARDL  
Entre corchetes el valor-p. \*Significativo al 5% \*\* Significativo al 10%

La condición de equilibrio del cuadro anterior está expresada como:

$$c = -0.8981 + 0.13df + 0.29pi_{bpc} - 0.15 \quad (2)$$

Podemos observar que la deuda de las familias tuvo un impacto positivo sobre el consumo y resulta estadísticamente significativa. Lo anterior es comprensible dado el

<sup>2</sup> Los resultados completos del modelo ARDL se presentan en el Anexo 2.

elevado nivel de endeudamiento privado que tuvo la economía griega desde el ingreso a la zona euro.

Por otra parte, el PIB per cápita tuvo también un impacto positivo sobre el consumo y resultó estadísticamente significativa. De esta manera, el ingreso de las familias resultó importante, lo cual incide negativamente sobre la economía en el marco de los programas de ajuste que disminuyeron el ingreso real de la población griega.

Finalmente, la tasa de desempleo influyó negativamente sobre el consumo y fue estadísticamente significativa. El resultado se deriva de la pérdida de dinamismo de la economía griega que terminó aumentando el desempleo en la población económicamente activa.

El segundo modelo contempló las mismas variables, pero se incorporó el tipo de cambio del euro con respecto al dólar para medir la influencia del tipo de cambio en el consumo de la economía griega y el cambio de los coeficientes de las demás variables explicativas.

En primer lugar, la deuda de las familias tuvo un impacto positivo sobre el consumo y resulta estadísticamente significativa, por lo que no se alteró significativamente el coeficiente con respecto al primer modelo.

En segundo lugar, el PIB per cápita tuvo también un impacto positivo sobre el consumo y resultó estadísticamente significativa, lo cual también mantuvo el coeficiente y la relación positiva con respecto al consumo.

En último lugar, el tipo de cambio tuvo una relación negativa, pero careció de significancia estadística, lo que mostraría la estrecha vinculación de las importaciones griegas a los mercados europeos y la débil influencia del tipo de cambio sobre el consumo de las familias.

## ANEXO 1

### PRUEBAS DE RAÍZ UNITARIA

<b>Dickey-Fuller</b>				
Variable	Sin C y T	C	C y T	Orden de Integración
$\ln C$	-0.487	-2.113 (0.2391)	-2.371 (0.3951)	I(2)
$\ln \Delta C$	-2.169	-2.163 (0.2200)	-2.398 (0.3806)	I(1)
$\ln \Delta^2 C$	-7.337	7.274 (0.0000)*	-7.213 (0.0000)*	I(0)
$\ln PIB_{pc}$	0.076	-2.365 (0.1520)	-2.728 (0.2248)	I(2)
$\ln \Delta PIB_{pc}$	-1.519	-1.503 (0.5319)	-1.352 (0.8746)	I(1)
$\ln \Delta^2 PIB_{pc}$	-5.496	-5.441 (0.0000)*	-5.441 (0.0000)*	I(0)
$\ln tdes$	0.185	-1.715 (0.4234)	-2.776 (0.2058)	I(2)
$\ln \Delta tdes$	-2.240	-2.346 (0.1575)	-2.324 (0.4208)	I(1)
$\ln \Delta^2 tdes$	-6.026	-5.967 (0.0000)*	-5.967 (0.0000)*	I(0)

Nota: Entre corchetes el valor-p. \*Significativo al 5% \*\* Significativo al 10%.

<b>Phillips-Perron</b>				
Variable	Sin C y T	C	C y T	Orden de Integración
$\ln C$	0.204	-2.060 (0.2608)	-2.469 (0.3438)	I(1)
$\ln \Delta C$	-10.547	-10.448 (0.0000)*	-11.425 (0.0000)*	I(0)
$\ln \Delta^2 C$	-29.197	-29.015 (0.0000)*	-29.045 (0.0000)*	I(0)
$\ln PIB_{pc}$	0.264	-2.443 (0.1301)	-2.847 (0.1802)	I(1)
$\ln \Delta PIB_{pc}$	-9.501	-9.390 (0.0000)*	-9.403 (0.0000)*	I(0)
$\ln \Delta^2 PIB_{pc}$	-15.439	-15.244 (0.0000)*	-15.084 (0.0000)*	I(0)
$\ln tdes$	0.185	-1.715 (0.4234)	-2.776 (0.2058)	I(2)
$\ln \Delta tdes$	-2.890	-3.003 (0.0346)*	-3.085 (0.1099)	I(1)
$\ln \Delta^2 tdes$	-11.257	-11.144 (0.0000)*	-11.074 (0.0000)*	I(0)

Nota: Entre corchetes el valor-p. \*Significativo al 5% \*\* Significativo al 10%

**ANEXO 2**  
**MODELO ARDL**  
**MODELO 1**

ARDL regression  
 Model: ec

Sample: 2001q4 - 2015q4  
 Number of obs = 57  
 Log likelihood = 130.40529  
 R-squared = .64991531  
 Adj R-squared = .62298572  
 Root MSE = .02571073

	Coef.	Std. Err.	t	P> t
<hr/>				
>				
	D.consumo			
>	[95% Con			
>	f. Interval]			
<hr/>				
>				
ADJ	consumo			
	L1.	-.8981524	.1104781	-8.13
>	-1.119843			0.000
>	-.6764619			
<hr/>				
>				
LR	dfamilias	.1372351	.0176208	7.79
>	.1018765			0.000
>	.1725938			
	pibpc	.2953763	.0834621	3.54
>	.1278973			0.001
>	.4628554			
	tdes	-.1569291	.019985	-7.85
>	-.1970319			0.000
>	-.1168263			
	_cons	6.739982	.6381361	10.56
>	5.459469			0.000
>	8.020496			
<hr/>				
>				

## MODELO 2

ARDL regression  
Model: ec

Sample: 2001q3 - 2015q4  
Number of obs = 58  
Log likelihood = 134.36916  
R-squared = .69230368  
Adj R-squared = .65610411  
Root MSE = .02544237

	Coef.	Std. Err.	t	P> t
<hr/>				
> D.consumo				
> [95% Con				
> f. Interval]				
<hr/>				
>				
ADJ				
consumo				
L1.	-1.015581	.1154241	-8.80	0.000
> -1.247305				
> - .7838579				
<hr/>				
>				
LR				
dfamilias	.1178211	.0177003	6.66	0.000
> .0822862				
> .153356				
pibpc	.2889622	.073845	3.91	0.000
> .1407122				
> .4372122				
tdes	-.1531007	.0178817	-8.56	0.000
> -.1889997				
> -.1172018				
tcambio	-.0511332	.0474369	-1.08	0.286
> -.1463668				
> .0441004				
_cons	6.991929	.5549196	12.60	0.000
> 5.877882				
> 8.105977				
<hr/>				
>				

## BIBLIOGRAFÍA GENERAL

- Alesina, A. y R. Perotti . (1995). Fiscal Expansions and Adjustments in OECD Economies”, *Economic Policy*, No .21, pp. 207-247.
- Alesina, A. y S. Ardagna. (1998). Tales of Fiscal Adjustment”, *Economic Policy*, Vol.13, No. 27, pp. 487–545.
- Aglietta M. (2009). La gouvernance financière mondiale. *CEPII*. Web: <[bit.ly/1ncuCOA](http://bit.ly/1ncuCOA)>.
- Banco de Grecia. (2014). *Monetary Policy Interim Report 2014*. Disponible en: <<http://bit.ly/28VHbsN>>.
- Banco de Grecia. (2016a). *Monetary Policy Report 2015-2016*. Disponible en: <<http://bit.ly/2cw8hbJ>>.
- Banco de Grecia. (2016b). *Bank of Greece Monetary Policy Report 2015-2016*. Disponible en: < <http://bit.ly/294IQjm>>.
- Banco de Grecia. (2016c). *FINANCIAL STATEMENT 31st MARCH 2016*. Disponible en: < [http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/financialstat201603\\_en.pdf](http://www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/financialstat201603_en.pdf)>.
- Blanchard, O. (2012). The Logic and Fairness of Greece’s Program. *IMFdirect*. Disponible en: < <https://blog-imfdirect.imf.org/2012/03/19/the-logic-and-fairness-of-greeces-program/>>.
- Boyer R. (2009). Feu le régime d’accumulation tiré par la finance. *Révue de la régulation*. Web: < [bit.ly/1PmQWMf](http://bit.ly/1PmQWMf)>.
- Cámara de Comercio e Industria de Atenas (2014). *Recent Developments in Greek Exports*. Disponible en: <<http://bit.ly/28UdOKE>>.
- Chesnais F. (2015). Economie mondiale. «Une situation systémique qui est spécifique à la financiarisation comme phase historique ». *L’Encontre*. Web: <[bit.ly/1OeVfeN](http://bit.ly/1OeVfeN)>.
- Comité de la Verdad sobre la Deuda Pública. (2015). *Preliminary Report of the Truth Committee on Public Debt*. Disponible en: < <http://bit.ly/298INIZ>>.
- Carchedi, G. (2012). From the Crisis of Surplus Value to the Crisis of the Euro. *World Review of Political Economy*, Vol. 3, No. 5, pp. 288-312.
- Carchedi, G., Roberts, M. (2013). The long roots of the present crisis: Keynesians, Austerians, and Marx’s Law. *Historical Materialism*. Disponible en: < <http://bit.ly/2czl8e1>>.
- Comisión Europea. (2010). *The Economic Adjustment Programme for Greece. First review – summer 2010*. Disponible en: <<http://bit.ly/28Sgnrs>>.
- Comisión Europea. (2014). *The Puzzle of the Missing Greek Exports*. Disponible en:<<http://bit.ly/1pw5LV8>>.
- Comisión Europea. (2015a). *European Commission - Daily News* [Comunicado de prensa]. Disponible en: < [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEX-15-5848\\_en.htm#2](http://europa.eu/rapid/press-release_MEX-15-5848_en.htm#2)>.

Comisión Europea. (2015b). *Assessment of the Social Impact of the new Stability Support Programme for Greece*. Disponible en: < <http://bit.ly/1MzqOzO>>.

Comisión Europea. (2016). *Greece: Technical Memorandum of Understanding Accompanying the MoU of the ESM programme*. Disponible en: <[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/assistance\\_eu\\_ms/greek\\_loan\\_facility/pdf/technical\\_memorandum\\_of\\_understanding\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/greek_loan_facility/pdf/technical_memorandum_of_understanding_en.pdf)>.

Darvas, Z. (2012). The Greek debt trap: an escape plan. *Bruegel*. Disponible en:<<http://bit.ly/29bPUdA>>.

Darvas, Z., Huttel, P. (2016). Is Greek public debt unsustainable? *Bruegel*. Disponible en: <<http://bruegel.org/2016/05/is-greek-public-debt-unsustainable/>>.

De Grauwe, P. (2011). Governance of a Fragile Eurozone. *Centre for European Policy Studies*. Disponible en: < <https://www.ceps.eu/publications/governance-fragile-eurozone>>.

De Grauwe, P. (2012). In search of symmetry in the Eurozone. *Centre for European Policy Studies*. Disponible en: <<http://bit.ly/2c0JY6s>>.

De Grauwe, P. (2015). Greece is solvent but illiquid: Policy implications. *Vox*. Disponible en: < <http://voxeu.org/article/greece-solvent-illiquid-policy-implications>>.

De Grauwe, P. (2016). Monetary Policy and Public Investment. *Centre for European Policy Studies*. Disponible en: < <https://www.ceps.eu/publications/monetary-policy-and-public-investment>>.

Domar, E. D. (1944). The “Burden of the Debt” and the National Income. *The American Economic Review*. Vol. 34, Num. 4, pp. 798-827.

Dumenil G. (2007). *Crisis y Salida de la Crisis: Orden y Desorden Neoliberales*. México: Fondo de Cultura Económica.

Dumenil G. (2011). *The Crisis of Neoliberalism*, Estados Unidos: Harvard University Press.

Dumenil G. (2012). The crisis of the early 21st Century: Marxian perspectives” en *The Great Recession and the Contradictions of Contemporary Capitalism*. Gran Bretaña: Elgar.

Dumenil G. (2012). The crisis of neoliberalism as a stepwise process”. *JournalFrance*. Web: <[bit.ly/22WtBe5](http://bit.ly/22WtBe5)>.

Ekathimerini, (2015). *Temporary Grexit idea was backed by 15 nations, Schaeuble claims in documentary*. Disponible en: < <http://bit.ly/28W69uy> >.

Ekathimerini, (2016a). *Greek GDP contraction in H1 was worse than thought*. Disponible en: < <http://www.ekathimerini.com/211579/article/ekathimerini/business/greek-gdp-contraction-in-h1-was-worse-than-thought>>.

Ekathimerini, (2016b). *New Democracy ahead of SYRIZA in new survey*. Disponible en: < <http://www.ekathimerini.com/206103/article/ekathimerini/news/new-democracy-ahead-of-syriza-in-new-survey>>.

Ekathimerini, (2016c). *Greece has second highest rate of defense spending in NATO*. Disponible en: <<http://bit.ly/2cwbACL>>.

Financial Times, (2016a). *German trade surplus swells to fresh record*. Disponible en: <<http://www.ft.com/fastft/2016/05/10/german-current-account-surplus-swells-to-record/>>.

Financial Times, (2016b). *Greece reaches breakthrough deal with creditors*. Disponible en: <<http://www.ft.com/cms/s/0/0f432c22-2223-11e6-9d4d-c11776a5124d.html#axzz4JITYbZk4>>.

Fisher, I. (1933). The Debt-Deflation Theory of Great Depressions. *Econometrica*, Vol. 1, No. 4, pp. 337-357.

Fondo Monetario Internacional. (2013). *Greece: Ex Post Evaluation of Exceptional Access under the 2010 Stand-By Arrangement*. Disponible en: <<http://bit.ly/1T14mBZ>>.

Fondo Monetario Internacional. (2014). *Greece: Fifth Review Under the Extended Arrangement Under – IMF*. Disponible en: <<http://bit.ly/28ToRPx>>.

Fondo Monetario Internacional. (2016). *Greece: Preliminary Debt Sustainability Analysis—Updated Estimates and Further Considerations*. Disponible en: <<http://bit.ly/293ODD0>>.

Foster J. (2009). *La Gran Crisis Financiera: Causas y Consecuencias*. México: Fondo de Cultura Económica.

Foster, J. (2008). The Financialization of Capital and the Crisis”. *Monthly Review*. Web: <[bit.ly/1IZwuV9](http://bit.ly/1IZwuV9)>.

Foster, J. (2009). A Failed System: The World Crisis of Capitalist Globalization and its Impact on China. *Monthly Review*. Web: <[bit.ly/1PoDdEF](http://bit.ly/1PoDdEF)>.

Galbraith, J. (2016). Mi amigo, el ministro de Finanzas Yanis Varoufakis, cumplió sus responsabilidades con honor. *DiEM25*. Disponible en: <<https://diem25.org/galbraith-sobre-el-plan-x-mi-amigo-el-ministro-de-finanzas-yanis-varoufakis-cumplio-sus-responsabilidades-con-honor/>>.

Godin, R. (2016a). Grèce : l'impossible résistance d'Alexis Tsipras. *LATRIBUNE*. Disponible en: <<http://www.latribune.fr/economie/union-europeenne/grece-l-impossible-resistance-d-alexis-tsipras-568856.html>>.

Godin, R. (2016b). Le Plan Juncker a-t-il relancé l'investissement européen ? *LATRIBUNE*. Disponible en : <<http://www.latribune.fr/economie/union-europeenne/le-plan-juncker-a-t-il-relance-l-investissement-europeen-588673.html>>.

Godin, R. (2016c). Grèce : l'Eurogroupe parle de restructuration de la dette, mais pose ses conditions. *LATRIBUNE*. Disponible en: <<http://www.latribune.fr/economie/union-europeenne/grece-l-eurogroupe-parle-de-restructuration-de-la-dette-mais-pose-ses-conditions-570125.html>>.

Gros, D. (2011). Privatisation is no salvation. *Vox*. Disponible en: <<http://voxeu.org/article/privatisation-no-salvation>>.

Hassler, U., Wolters, J. (2005). Autoregressive Distributed Lag Models and Cointegration. *Free University Berlin*. Disponible en: <<https://ideas.repec.org/p/zbw/fubsbe/200522.html>>.

- Hilferding R. (1985). *El Capital Financiero*, España: Tecnos.
- Husson M. (2009). *Capitalismo puro*. España: Maia Ediciones.
- Husson M. (2010). “Exit or voice? a European strategy of rupture” en *Socialist Register*. Web: <[bit.ly/1Rhk8Kz](http://bit.ly/1Rhk8Kz)>.
- Husson M. (2011). La nouvelle phase de la crise. *Contretemps*. Web: <[bit.ly/1Ka8l93](http://bit.ly/1Ka8l93)>.
- Husson M. (2013). La mondialisation et la crise, *Intercollenet*. Web: <[bit.ly/1Ryn2uF](http://bit.ly/1Ryn2uF)>.
- Husson M. (2013). El capitalismo en el atolladero. *SINPERMISO*. Web: <[bit.ly/1P5924V](http://bit.ly/1P5924V)>.
- Husson, M. (2015a). Grèce: une économie dépendante et rentière. *À l'encontre*. Disponible en: <<http://alencontre.org/europe/grece-une-economie-dependante-et-rentiere.html>>.
- Husson, M. (2015b). ¿Existe un «buen dracma»? *CADTM*. Disponible en: <[http://www.cadtm.org/spip.php?page=imprimer&id\\_article=12076](http://www.cadtm.org/spip.php?page=imprimer&id_article=12076)>.
- Husson, M. (2016). Grèce: L'insoutenable pesanteur de la dette. *Chronique internationale de l'IREs*. Disponible en : <<http://bit.ly/29bWTDA>>.
- Jayadev, A., Konczal, M. (2010). The Boom Not The Slump: The Right Time For Austerity. *The Roosevelt Institute*. Disponible en: <<http://bit.ly/2bGw2z1>>.
- Kregel J. (2008) “Usando el Minsky Cushions of Safety para analizar la crisis del mercado hipotecario en Estados Unidos”. *Ola Financiera*. Web: <[bit.ly/1RhiMPZ](http://bit.ly/1RhiMPZ)>.
- Kregel, J. (2010). Is this the Minsky Moment for Reform of Financial Regulation? *Levy Economics Institute*. Web:<[bit.ly/1OJvdBM](http://bit.ly/1OJvdBM)>.
- Krugman, P. (2011). Revenge of the Optimum Currency Area. *NBER Macroeconomics Annual* 2012. Disponible en: <<http://www.nber.org/chapters/c12759.pdf>>.
- Lapavitsas, C. (1999). *Political Economy of Money and Finance*. Gran Bretaña: Palgrave.
- Lapavitsas, C. (2008). *Financialised Capitalism: Direct Exploitation and Periodic Bubbles*. London SOAS. Web: <[bit.ly/1JGzLbQ](http://bit.ly/1JGzLbQ)>.
- Lapavitsas C. (2009). *El Capitalismo Financiarizado*. España: Maia Ediciones.
- Lapavitsas, C. (2010). Financialisation and Capitalist Accumulation : Structural Accounts of the Crisis of 2007-9. *Research on Money and Finance*. Web: <[bit.ly/1OY5Lup](http://bit.ly/1OY5Lup)>.
- Lapavitsas, C. (2011). *La crisis de la financierización*. México: IIEC.
- Lapavitsas, C. (2011). Theorizing financialization. *Work, employment and society*. Web: <[bit.ly/1mRwCvt](http://bit.ly/1mRwCvt)>.
- Lapavitsas, C. (2012a). Default and Exit from the Eurozone: A Radical Left Strategy. *Socialist Register*. <[bit.ly/1UIaiiI](http://bit.ly/1UIaiiI)>.
- Lapavitsas, C. (2012b). *Crisis in the Eurozone*. Gran Bretaña: Verso.

- Lapavitsas, C. (2015a). Une capitulation désastreuse. *Contretemps*. Disponible en: <<http://bit.ly/2c8zmQr>>.
- Lapavitsas, C. (2015b). Grecia: fase II. *Viento Sur*. Disponible en: <<http://vientosur.info/spip.php?article9919>>.
- Lapavitsas C., Munevar D. (2014). Greece Needs a Deep Debt Write-Off. *Research on money and finance*. Disponible en: <<http://bit.ly/294XHWX>>.
- Lapavitsas C., Munevar D. (2016). SYRIZA, the IMF and the EU: Gambling with the future of Greece. *CADTM*. Disponible en: <<http://www.cadtm.org/SYRIZA-the-IMF-and-the-EU-Gambling>>.
- Lapavitsas, C., Flassbeck, H. (2015). A Programme of Social and National Rescue for Greece. *The Press Project*. Disponible en: <<http://www.thepressproject.gr/article/82285/Programme-for-Social-and-National-Rescue-for-Greece>>.
- Le Monde, (2016). *Grèce : les syndicats annoncent une grève générale de 48 heures*. Disponible en: <[http://www.lemonde.fr/europe/article/2016/05/06/grece-les-syndicats-annoncent-une-greve-generale-de-48-heures\\_4914796\\_3214.html](http://www.lemonde.fr/europe/article/2016/05/06/grece-les-syndicats-annoncent-une-greve-generale-de-48-heures_4914796_3214.html)>.
- Macropolis, (2015a). *Greek QE eligibility? We're not there yet*. Disponible en: <<http://www.macropolis.gr/?i=portal.en.the-agera.2894>>.
- Macropolis, (2015b). *Greek banks complete book building: A recap of where we stand*. Disponible en: <<http://bit.ly/296iIlv>>.
- Macropolis, (2016). *Tsipras, against all odds*. Disponible en: <<http://www.macropolis.gr/?i=portal.en.the-agera.4033>>.
- Maniathis, T., Passas, C. (2013). Profitability Capital Accumulation and Crisis in the Greek Economy 1958–2009: a Marxist Analysis. *Review of Political Economy*, Vol. 25, pp. 624-649.
- Markantonatou, M. (2013). Diagnosis, Treatment, and Effects of the Crisis in Greece: A –Special Case” or a –Fest Case”? *Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung, Köln*. Disponible en: <<http://bit.ly/WTQalH>>.
- Matsaganis, M. (2013). The Greek Crisis: Social Impact and Policy Responses. *Friedrich-Ebert-Stiftung*. Disponible en: <<http://bit.ly/293A7ez>>.
- Marouvdeas, S, Paitaridis D. (2015). The Greek crisis: a dual crisis of overaccumulation and imperialist exploitation. En: S. Marouvdeas, ed., *Greek Capitalism in Crisis: Marxist Analyses*, 1° Edición. New York: Routledge, pp. 153-176.
- Mavroudeas, S. (2015). The Greek Saga: Competing Explanations of the Greek Crisis. *Kingston University London*. Disponible en: <[https://ideas.repec.org/p/ris/kngedp/2015\\_001.html](https://ideas.repec.org/p/ris/kngedp/2015_001.html)>.
- Mavroudeas, S. (2016). The Greek crisis: Causes and Alternative Strategies. En: S. Panagiotis, ed, *Crisis, Movement, Strategy: The Greek experience*, 1° Edición. Leiden: Brill, pp. 15-33.
- McKinsey Global Institute. (2015). Debt and (not much) deleveraging. Web:<[bit.ly/1mLU6Sq](http://bit.ly/1mLU6Sq)>.
- Milios, J. (2010). Crisis of Greece or crisis of the euro? A view from the European ‘periphery’. *Journal of Balkan and Near Eastern Studies*, Vol. 12, No. 3, pp. 13-31.

Minsky, H. (1992). The Financial Instability Hypothesis. Levy Economics Institute. Web: <[bit.ly/1PYS799](http://bit.ly/1PYS799)>.

Müchau, W. (2015). The make believe world of eurozone rules. *Financial Times*. Disponible en: <<http://www.ft.com/cms/s/0/e903ad46-3201-11e58873775ba7c2ea3d.html#axzz4JITYbZ>>.

Munevar, D. (2015). Why I've Changed My Mind About Grexit. *Social Europe*. Disponible en: <<https://www.socialeurope.eu/2015/07/why-ive-changed-my-mind-about-grexit/>>.

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. (2011). *OECD Economic Surveys: Greece 2011*. Disponible en: <<http://bit.ly/291GLQF>>.

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (2013). *OECD Economic Surveys Greece*. Disponible en: <<http://bit.ly/292OMWY>>.

Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos. (2015). *Revenue Statistics 2015 - Greece – OECD*. Disponible en: <<https://www.oecd.org/tax/revenue-statistics-greece.pdf>>.

Palley, T. (2007). Financialization: What It Is and Why It Matters. Levy Economics Institute. Web: <[bit.ly/22UFSzM](http://bit.ly/22UFSzM)>.

Palley, T. (2010). The Limits of Minsky's Financial Instability Hypothesis as an Explanation of the Crisis. *Monthly Review*.. Web: <[bit.ly/1Od7GYo](http://bit.ly/1Od7GYo)>.

Panitch, L. (2005). Las finanzas y el imperio norteamericano. *Socialist Register*. Web: <[bit.ly/1W1Uetp](http://bit.ly/1W1Uetp)>.

Parlamaneto Europeo. (2015). The Social and Employment Situation in Greece - European Parliament. Disponible en: <<http://bit.ly/2cbtCXbZ>>.

Pasinetti, L. (1997). The social burden of high interest rates. En, P. Arestis., G. Palma, M. Sawyer (eds), *Capital Controversy in Honour of Geoff Harcourt*, vol. I, London: Routledge.

Perrotini, I., Landa, O. (2015). Precios de activos financieros y regla monetaria: teoría y evidencia empírica, el caso de México.

Reuters, (2015). *Grecia necesita una quita de deuda, pero no podemos ayudarla, dice Schäuble*. Disponible en: <<http://es.reuters.com/article/topNews/idESKCN0PJ21Y20150709>>.

Roberts, M. (2015). *Greece: Keynes or Marx? Thenextrecession*. Disponible en: <<https://thenextrecession.wordpress.com/2015/03/14/greece-keynes-or-marx/>>.

Sapir, J. (2015). La Grèce et la direction du PCF. *RUSSEUROPE BLOG*. Disponible en: <<https://russeurope.hypotheses.org/4155>>.

Stiglitz, J. (2016). Reform or Divorce in Europe. *Project Syndicate*. Disponible en: <<https://www.project-syndicate.org/commentary/reform-or-divorce-in-eurozone-by-joseph-e--stiglitz-2016-08>>.

Stournaras, Y. (2016a). The impact of the Greek sovereign crisis on the banking sector - challenges to financial stability and policy responses by the Bank of Greece. *BIS*. Disponible en: <<http://bit.ly/2959upE>>.

Stournaras, Y. (2016b). Greece needs a new deal with its European partners. *Financial Times*. Disponible en: <<http://on.ft.com/2cKEYSa>>.

Sweezy P. (1972). Dinámica del Capitalismo Norteamericano: la estructura monopolista, la inflación, el crédito, el oro y el dólar. México: Nuestro Tiempo.

Sweezy, P. (1977). El fin de la prosperidad. México: Nuestro Tiempo.

Sweezy P. (1988). El Capital Monopolista: Ensayo sobre el orden económico y social de Estados Unidos. México: Siglo XXI.

Sweezy, P. (1992). The Triumph of Financial Capital. *Monthly Review*. Web: <[bit.ly/1Ka5yNb](http://bit.ly/1Ka5yNb)>.

The Guardian, (2016). A year after the crisis was declared over, Greece is still spiralling down. Disponible en: <<https://www.theguardian.com/business/2016/aug/13/greek-economy-still-spiralling-down-year-after-crisis-declared-over>>.

Thomsen, P. (2016). Greece: Toward a Workable Program. *IMFdirect*. Disponible en: <<https://blog-imfdirect.imf.org/2016/02/11/greece-toward-a-workable-program/>>.

Toussaint, E. (2015a). Grecia: ¿Por qué la capitulación? Otra vía es posible. *CADTM*. Disponible en: <<http://www.cadtm.org/Grecia-Por-que-la-capitulacion,12245>>.

Toussaint, E. (2015b). ¿Por qué realizar una auditoría de la deuda en Grecia? *CADTM*. Disponible en: <<http://www.cadtm.org/Por-que-realizar-una-auditoria-de>>.

Tsipras, A. (2015). Behind the compromise. *Jacobin*. Disponible en: <<https://www.jacobinmag.com/2015/08/greece-memorandum-austerity-coup-tsipras-syriza-interview/>>.

Varoufakis, Y., Holland, S., Galbraith, J. (2013). Una modesta proposición para resolver la crisis de la eurozona. *SINPERMISO*. Disponible en: <<http://bit.ly/2cGHtZJ>>.

Varoufakis, Y. (2014). Crisis griega, año 6: Una actualización. *Ola financiera*. Disponible en: <<http://bit.ly/1Mo6L9Y>>.

Varoufakis, Y. (2015a). Greece, Germany and the Eurozone. *Social Europe*. Disponible en: <<https://www.socialeurope.eu/2015/06/greece-germany-and-the-eurozone/>>.

Varoufakis, Y. (2015b). El plan del Dr. Schäuble para Europa. ¿Lo aprueban los europeos? *SINPERMISO*. Disponible en: <<http://www.sinpermiso.info/textos/el-plan-del-dr-schuble-para-europa-lo-aprueban-los-europeos>>.

Varoufakis, Y. (2015c). One very simple, but radical, idea: to democratise Europe. *Open democracy*. Disponible en: <<https://www.opendemocracy.net/author/yanis-varoufakis>>.

Varoufakis, Y. (2015d). *A Blueprint for Greece's Recovery within a Consolidating Europe* [Blog]. Thoughts for the post-2008 world. Disponible en: <<http://bit.ly/298Evea>>.

Varoufakis, Y. (2015e). Europe's Vindictive Privatization Plan for Greece. *Project Syndicate*. Disponible en: <<https://www.project-syndicate.org/commentary/greece-privatization-plan-public-assets-by-yanis-varoufakis-2015-07?barrier=true>>.

Varoufakis, Y. (2015f). The Great Greek Bank Robbery. *Project Syndicate*. Disponible en:<<https://www.project-syndicate.org/commentary/latest-greek-bank-bailout-by-yanis-varoufakis-2015-12?barrier=true>>.

Weidmann J. (2015). Euro crisis and no end in sight? *Bank for International Settlements*. Web: <[bit.ly/1K7Tb49](http://bit.ly/1K7Tb49)>.

Wray R. (2012). Global Financial Crisis: A Minskyan Interpretation of The Causes. *Levy Economics Institute*, 2012. Web:<[bit.ly/1PmVpyx](http://bit.ly/1PmVpyx)>.

Weisbrot, M. (2012). More Pain, No Gain for Greece: Is the Euro Worth the Costs of Pro-Cyclical Fiscal Policy and Internal Devaluation? *Center for Economic and Policy Research*. Disponible en: <<http://bit.ly/297hruG>>.

Wikileaks. (2015). “IMF Internal Meeting Predicts Greek 'Disaster', Threatens to Leave Troika”. Disponible en: <<https://wikileaks.org/imf-internal-20160319/>>.

WSJ, (2016a). *El bono alemán se consolida como refugio de la inversión europea*. Disponible en: <<http://lat.wsj.com/articles/SB12708137792228414899604582129230907910486?tesla=y>>.

WSJ, (2016b). *WHAT GREECE OWES WHEN*. Disponible en: <<http://graphics.wsj.com/greece-debt-timeline/>>.

Zettelmeyer, J., Trebesch, C., Gulati, M. (2013). The Greek Debt Restructuring: An Autopsy. *Peterson Institute for International Economics*. Disponible en: <<http://bit.ly/1akf8LB>>.