

La metamorfosis de la economía griega: una reflexión con ocasión de las elecciones de 2023

Judith Arnal | Investigadora Sénior Asociada | @judith_arnal 

Álvaro García-Rosales Sanz | Técnico Comercial y Economista del Estado

Tema

La fuerte acumulación de desequilibrios macroeconómicos en los primeros años tras la adhesión de Grecia a la zona euro [desencadenaron una fuerte crisis financiera en el país a partir de 2009](#), que lo llevó a perder acceso a los mercados financieros. A pesar de esta importante mejora, aún persisten desequilibrios para la economía griega. En este contexto, este año están teniendo lugar las elecciones generales en Grecia, que se saldarán con una segunda vuelta el 25 de junio. El sistema de bonus de 50 escaños al ganador de las elecciones, junto con los resultados de la primera ronda de mayo, hace razonable pensar que el partido de centroderecha Nueva Democracia podrá reeditar su gobierno.

Resumen

La fuerte acumulación de desequilibrios macroeconómicos en los primeros años tras la adhesión de Grecia a la zona euro desencadenaron una fuerte crisis financiera en el país a partir de 2009, que lo llevó a perder acceso a los mercados financieros y terminó por contagiarse a otros países de la zona euro, poniendo en riesgo la estabilidad financiera del área monetaria única. Entre 2010 y 2018, Grecia estuvo inmersa en tres programas de asistencia financiera (los llamados “rescates”), recibiendo 288.700 millones de euros en desembolsos a cambio de [una fuerte condicionalidad y de profundas reformas estructurales](#).

A día de hoy, la situación de la economía griega es muy diferente: el principal índice bursátil de Grecia ha mostrado un comportamiento mucho más positivo que el Eurostoxx-50 desde 2022; el diferencial de la rentabilidad de la deuda pública griega con respecto a la alemana se mantiene estable y casi 50 puntos básicos por debajo de Italia; el sector bancario se ha saneado, con una drástica reducción de la tasa de morosidad bancaria; el producto interior bruto (PIB) de Grecia está por encima del de la zona euro con respecto a los niveles pre-pandemia. Todo esto lleva a las autoridades públicas y analistas a pensar que Grecia recuperará la calificación crediticia de grado de inversión este 2023. A pesar de esta importante mejora, aún persisten desequilibrios para la economía griega: el PIB de Grecia en 2022 seguía estando 20 puntos porcentuales por debajo del nivel de PIB en 2008; el déficit por cuenta corriente sigue siendo muy elevado (prácticamente 10% del PIB en 2022); la ratio de deuda pública sobre PIB permanece también en niveles elevados; y la cohesión social en Grecia es claramente mejorable, siendo el tercer país de la Unión Europea (UE) con mayor nivel de población en riesgo de pobreza.

En este contexto, este año están teniendo lugar las elecciones generales en Grecia, que se saldarán con una segunda vuelta el próximo 25 de junio. El sistema de bonus de 50 escaños al ganador de las elecciones, junto con los resultados de la primera ronda de mayo, hace razonable pensar que el partido de centroderecha Nueva Democracia podrá reeditar su gobierno. El programa electoral de Nueva Democracia para las elecciones de 2023 es de corte pro-empresarial, prometiendo recortes de impuestos, alcanzar una tasa de crecimiento anual del 3%, impulsar la inversión extranjera directa y reducir el desempleo por debajo del 8%. Por su parte, el programa de Syriza, el principal partido de la oposición, es de corte social, con promesas de incrementos de salarios y pensiones, el establecimiento de límites a los márgenes de beneficios en el sector energético, la reducción de la jornada laboral y la eliminación del fondo griego para el rescate bancario.

En cualquier caso, Grecia no sólo es relevante desde el punto de vista financiero. También tiene una importante posición desde el punto de vista geoestratégico, como potencia este del [Mediterráneo](#), garante de la estabilidad en el Egeo, punto de conexión entre tres continentes y receptor de un importante número de refugiados. Grecia es un importante aliado en la [Organización del Tratado del Atlántico Norte \(OTAN\)](#), con alianzas estratégicas, por ejemplo, en materia energética, con Israel y Egipto, destacando asimismo el cambio de sus relaciones con Rusia desde la invasión de Ucrania.

Análisis

1. Introducción

Hace menos de una década, [Grecia estuvo al borde de tener que abandonar la eurozona](#), generando así un fuerte riesgo para la estabilidad financiera del conjunto del área monetaria y sembrando dudas acerca de la viabilidad del propio proyecto del euro. Hoy en día, sin embargo, el panorama es muy diferente: Grecia ha conseguido corregir sustancialmente muchos de los desequilibrios macroeconómicos que había acumulado y, según el propio gobernador del Banco Central de Grecia, el país mediterráneo debería recuperar el grado de inversión por las agencias de calificación crediticia a lo largo de este año 2023. En palabras de Fokion Karavias, el consejero delegado de Eurobank, uno de los principales bancos griegos, la vuelta de Grecia a la calificación con grado de inversión representaría “el mayor vuelco del sistema financiero europeo”. Fuera de Grecia, también los [grandes bancos de inversión](#) reconocen el vuelco de la economía griega, calificándola como “una historia económica excepcional”.

Este cambio, esta metamorfosis radical de la economía helena, era algo que sólo unos pocos optimistas pensaban que podía ocurrir hace apenas unos años. Gran parte de los analistas consideraban que los elevados niveles de deuda pública, la incapacidad de generar superávits primarios, la baja productividad del país y la débil situación de su sector bancario, con elevadísimas tasas de morosidad, abocaban al país a abandonar la moneda única.

Tres programas de asistencia financiera después, con los innumerables sacrificios que el pueblo griego ha tenido que asumir durante sucesivos gobiernos de distinto color

político, han permitido que Grecia pase de ser un riesgo para el conjunto de la zona euro a ser un ejemplo de resiliencia y fortaleza del proyecto común.

Precisamente, este año están teniendo lugar las elecciones generales en Grecia, que se saldarán con una segunda vuelta el próximo 25 de junio, motivo por el que conviene detenerse para analizar de dónde viene el país del Egeo y hacia dónde se encamina.

En cualquier caso, Grecia no sólo es relevante desde el punto de vista financiero. También tiene una importante posición desde el punto de vista geoestratégico, como potencia este del Mediterráneo, garante de la estabilidad en el Egeo, punto de conexión entre tres continentes y receptor de un importante número de refugiados. Grecia es un importante aliado en la OTAN, con alianzas estratégicas con Israel y Egipto, destacando asimismo el cambio de sus relaciones con Rusia desde [la invasión de Ucrania](#).

2. Una segunda vuelta electoral en la que todo apunta a que continuará el gobierno del partido de centroderecha Nueva Democracia

El pasado 21 de mayo se celebraron las elecciones generales en Grecia (Figura 1), en las que el partido de gobierno hasta la fecha, Nueva Democracia, de centro derecha, consiguió la mayoría de los votos, duplicando a la segunda fuerza más votada, [Syriza, de marcada tendencia izquierdista](#) (su traducción literal es “Coalición de Izquierda Radical”) y principal partido de la oposición. Estos resultados difirieron de los sondeos, que infraestimaron el voto para Nueva Democracia y sobreestimaron el de Syriza. En efecto, los sondeos otorgaban una ventaja a Nueva Democracia sobre Syriza de 6-7 puntos porcentuales, frente a la diferencia finalmente registrada de más de 20 puntos. El escándalo de escuchas telefónicas por los servicios de inteligencia griegos al líder socialista Nikos Androulakis, también conocido como el [Watergate griego](#), y la gestión del accidente ferroviario de Tempe, en el que perdieron la vida 57 personas y que dio lugar a la [mayor huelga general](#) en el país en la última década, no permitían anticipar semejante victoria del partido en el gobierno. Al contrario, Nueva Democracia, con el primer ministro Kyriakos Mitsotakis al frente, ha sido capaz de capitalizar en las urnas la buena marcha de la economía: incrementos de la inversión extranjera directa del 50% en Grecia en 2022, crecimiento del PIB muy superior al de la media de la zona euro en los últimos dos años, bajadas de impuestos sin efecto negativo en la senda de consolidación fiscal y la finalización, el pasado 20 de agosto de 2022, de la supervisión reforzada de las instituciones europeas tras la salida del tercer programa de asistencia financiera en 2018.

Figura 1. Resultados de las elecciones de mayo de 2023.

Partido	Porcentaje de votos
Nueva Democracia	40,8
Syriza	20,1
Pasok	11,5
KKE (Partido Comunista)	7,2
EL (extrema derecha)	4,6

Tabla: Judith Arnal y Álvaro García-Rosales. Fuente: Político

El programa electoral de Nueva Democracia para las elecciones de 2023 es de corte pro-empresarial, prometiendo recortes de impuestos, alcanzar una tasa de crecimiento anual del 3%, impulsar la inversión extranjera directa y reducir el desempleo por debajo del 8%. Por su parte, el programa de Syriza es de corte social, con promesas de incrementos de salarios y pensiones, el establecimiento de límites a los márgenes de beneficios en el sector energético, la reducción de la jornada laboral y la eliminación del fondo griego para el rescate bancario.

La reacción de los mercados financieros a los resultados electorales de mayo fue muy positiva. Por un lado, el día posterior a las elecciones el índice general bursátil de Atenas presentó fuertes subidas, que permitieron superar máximos de la última década y que fueron especialmente pronunciadas en el caso del sector bancario, con subidas por encima del 16%. Por otro lado, la prima de riesgo de la deuda pública griega a 10 años cayó hasta situarse en mínimos de un año.

Sin embargo, estos resultados no han sido suficientes como para permitir a Nueva Democracia conformar un nuevo gobierno, al haberse quedado a unos pocos escaños de la mayoría absoluta y haber optado por no intentar formar un gobierno en minoría. Por ello, tendrá lugar una segunda vuelta electoral, tras la que sí se espera alcanzar una mayoría suficiente para la formación de un gobierno monocolor gracias al sistema de representación semi-proporcional griego, que otorga un bonus de 50 escaños (de un total de 300) al partido político más votado. El sistema de bonus de 50 escaños no pudo aplicarse en la primera vuelta tras haber sido suprimido de la reforma aprobada en 2016 bajo mandato del gobierno de Syriza.

En cualquier caso, esta segunda victoria de Nueva Democracia afianza el liderazgo del partido de centroderecha. Y ello, en la medida en que amplía su ventaja en porcentaje de votos frente a Syriza que, tal y como se puede apreciar viendo de manera conjunta las Figuras 1 a 3, continúa perdiendo poder desde que saliera del gobierno en 2019, al que llegó en 2015 con el apoyo de la población griega, hastiada de continuos recortes y de la imposición de duras reformas por los programas de asistencia financiera en que estuvo inmerso el país.

Figura 2. Resultados de las elecciones de 2015.

Partido	Porcentaje de votos
Syriza	35,5
Nueva Democracia	28,1
Amanecer Dorado	7,0
DISI (PASOK)	6,3
KKE (Partido Comunista)	5,6
Potami	4,1
ANEL	3,7
EK	3,4

Tabla: Judith Arnal y Álvaro García-Rosales. Fuente: Político

Figura 3. Resultados de las elecciones de 2019

Partido	Porcentaje de votos
Nueva Democracia	39,9
Syriza	31,5
KA (PASOK)	8,1
KKE (Partido Comunista)	5,3
EL (extrema derecha)	3,7
MeRA25	3,4

Tabla: Judith Arnal y Álvaro García-Rosales. Fuente: Político

Asimismo, el histórico Pasok (Movimiento Socialista Panhelénico), partido de centroizquierda que se vio azotado por el [escándalo de la europarlamentaria Eva Kaili](#) a finales de 2022, obtuvo también mejores resultados que los previstos en los sondeos y presenta una trayectoria ascendente tras verse superado por Syriza en el espectro de la izquierda griega en las elecciones de 2015 y 2019, en las que concurrió en confluencia con otros partidos. Por su parte, el número de partidos que consiguieron superar el umbral del 3% de los votos que da acceso a representación parlamentaria se ha ido reduciendo de ocho partidos en 2015, a seis en 2019 y, finalmente, a cinco en las últimas elecciones de mayo de 2023: los mencionados Nueva Democracia, Syriza y Pasok, así como el partido comunista KKE y Solución Griega, de extrema derecha, quedándose fuera del parlamento el partido anti-austeridad de Yanis Varoufakis, MeRA25.

En definitiva, el sistema de bonus de 50 escaños al ganador de las elecciones, junto con los resultados de la primera ronda de mayo, hace razonable pensar que el partido de centroderecha Nueva Democracia podrá reeditar su gobierno.

3. La evolución de la economía griega hasta el inicio de las tensiones financieras

3.1. Los años entre 1960 y 1973 fueron la etapa dorada más reciente de la economía griega...

Entre 1960 y 1973, Grecia vivió una etapa dorada en lo económico, con tasas de crecimiento del PIB cercanas al 8%, por encima de muchas otras economías europeas. Durante este período, las tasas de inflación y desempleo fueron muy reducidas, el país atrajo importantes flujos de inversión internacional y mantuvo las cuentas públicas en superávit. Grecia era un país con unas políticas económicas creíbles, lo que dio lugar a un entorno muy favorable para hacer negocios. Así las cosas, como se muestra en la Figura 4, el PIB per cápita de Grecia convergió en más de 10 puntos porcentuales con respecto al de los 20 países que más tarde conformarían la zona euro.

Figura 4. Ratio del PIB per cápita de Grecia sobre el de la actual zona euro



Gráfico: Judith Arnal y Álvaro García-Rosales - Real Instituto Elcano Fuente: Banco Mundial

3.2. ...pero la crisis del petróleo de 1973 supuso un punto de inflexión, a partir del cual comenzó la acumulación de fuertes desequilibrios hasta principios de los 90

En 1973, coincidiendo con la primera crisis del petróleo, se produjo un punto de inflexión que llevó al inicio de un periodo de divergencia de la economía griega con respecto a la europea. Durante esa época, y sobre todo a partir de principios de los años 80, la actividad económica se estancó, la inflación estuvo por encima de la media del resto de los países europeos, la productividad apenas aumentó y el desempleo creció. Para finales de los 80, el PIB per cápita griego retrocedió a niveles previos a los 60 y, con respecto al de la actual zona euro, cayó también por debajo de los niveles de las dos décadas anteriores, como se puede apreciar en la Figura 4. Es durante este período en el que las finanzas públicas comenzaron a salirse de control, como se muestra en la Figura 5, con un incremento de la ratio de deuda pública sobre PIB de 80 puntos porcentuales, y en la Figura 6, con elevados déficits estructurales.

Figura 5. Ratio de deuda pública sobre PIB

Previsiones entre 2023 y 2028

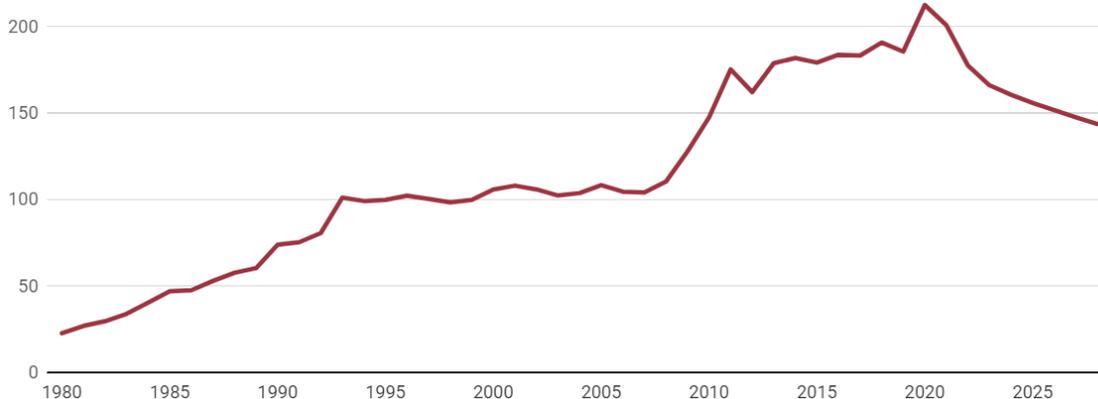


Gráfico: Judith Arnal y Álvaro García-Rosales - Real Instituto Elcano. Fuente: FMI

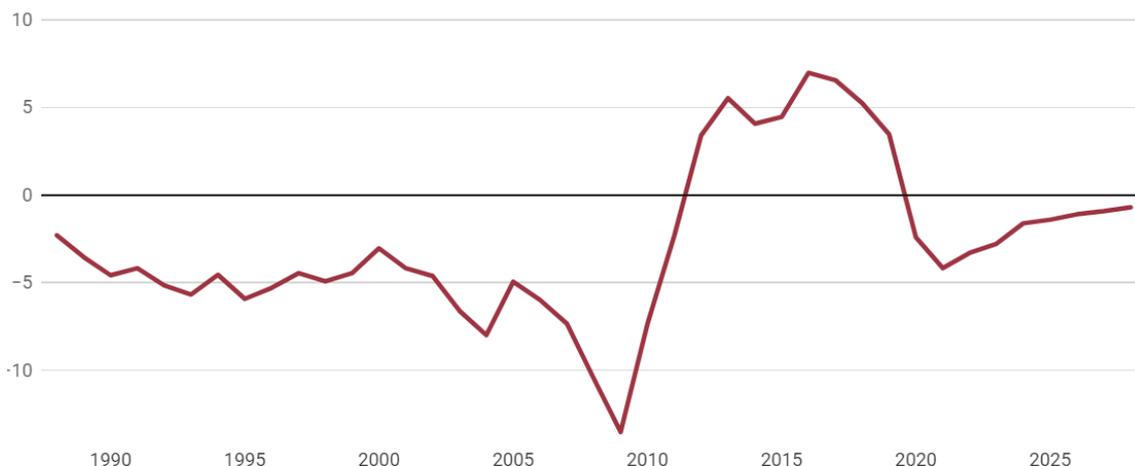
Figura 6. Saldo estructural público

Gráfico: Judith Arnal y Álvaro García-Rosales - Real Instituto Elcano. Fuente: FMI

3.3. A principios de los 90, el impulso reformista retornó a Grecia, con el fin de cumplir los objetivos del Tratado de Maastricht para acceder a la zona euro, pero fue insuficiente

Para poder pasar a formar parte del proyecto de la moneda única, Grecia, al igual que el resto de los Estados miembros de la UE, tenía que cumplir con los denominados criterios de Maastricht. De este modo, Grecia inició una nueva etapa de reformas estructurales, que lamentablemente, no condujeron a que la productividad creciera al mismo ritmo que la media de la actual zona euro. La inflación se redujo, pero permaneció por encima de la media de los países que hoy forman parte del euro. La ratio de deuda pública sobre PIB se estabilizó en torno al 100%. El PIB per cápita de Grecia empezó a converger de nuevo al de la actual zona euro, pero de manera lenta.

3.4. Entre 2000 y 2008, con ocasión de la adhesión al euro, se produjo una fortísima acumulación de desequilibrios macroeconómicos

El período de tiempo que abarca desde la introducción de la moneda única hasta el inicio de la crisis financiera global fue un período de elevado crecimiento económico para Grecia, como puede observarse en la Figura 4. Sin embargo, también fue un periodo de acumulación de enormes desequilibrios macroeconómicos, tanto en el ámbito fiscal (ver Figuras 5 y 6), como desde el punto de vista del sector exterior (Figura 7), con déficits por cuenta corriente superiores al 14% del PIB. De este modo, durante gran parte de la primera década de los 2000, Grecia vivió un *boom* económico sustentado sobre fuertes desequilibrios macroeconómicos y un acceso barato a la financiación pública.

Figura 7. Saldo por cuenta corriente sobre PIB



Gráfico: Judith Arnal y Álvaro García-Rosales - Real Instituto Elcano. Fuente: FMI

3.5. El inicio de la crisis de deuda soberana en Grecia

La [crisis financiera global](#) afectó de manera especial a Grecia, cuyos desequilibrios macroeconómicos empezaron a dejarse notar. Grecia registró en 2009 un déficit público sobre PIB superior al 15%. Hasta ese momento, como puede verse en la Figura 8, los mercados financieros financiaban al mismo coste a países como Alemania y Grecia. Sin embargo, la situación cambió bruscamente a partir de 2010 y Grecia acabó por perder el acceso a los mercados. Esta situación se vio además exacerbada por las agencias de calificación crediticia, que comenzaron a reducir con fuerza el rating de Grecia (y de otros países de la zona euro), como se observa en la Figura 9. Lejos de quedarse en Grecia, las tensiones financieras se extendieron a otros países periféricos de la zona euro, comenzando con lo que después se conoció como [crisis de deuda soberana de la zona euro](#).

Figura 8. Diferencial de rentabilidad del bono griego a 10 años con respecto al bono alemán.



Gráfico: Judith Arnal y Álvaro García-Rosales - Real Instituto Elcano. Fuente: investing.com

Figura 9. Calificación crediticia de Grecia por S&P.

Fecha	Rating	Perspectiva
10 de junio de 2015	CCC	Negativa
15 de abril de 2015	CCC+	Negativa
6 de febrero de 2015	B-	Negativa
28 de enero de 2015	B	Negativa
12 de diciembre de 2014	B	Estable
18 de diciembre de 2012	B-	Estable
5 de diciembre de 2012	SD	No disponible
7 de agosto de 2012	CCC	Negativa
27 de febrero de 2012	SD	No disponible
27 de julio de 2011	CC	Negativa
13 de junio de 2011	CCC	Negativa
9 de mayo de 2011	B	Negativa
29 de marzo de 2011	BB-	negativa
2 de diciembre de 2010	BB+	Negativa
27 de abril de 2010	BB+	Negativa
16 de marzo de 2010	BBB+	Negativa
16 de diciembre de 2009	BBB+	Negativa
7 de diciembre de 2009	A-	Negativa
14 de enero de 2009	A-	Estable
9 de enero de 2009	A	Negativa

Tabla: Judith Arnal y Álvaro García-Rosales. Fuente: Trading Economics.

4. Los programas de asistencia financiera en Grecia

Los desequilibrios macroeconómicos que acumulaba Grecia, unidos a una creciente desconfianza hacia sus cuentas públicas, provocaron que la crisis de deuda soberana fuese especialmente virulenta en el país. Esto, unido a una gestión de la crisis que, incluso, [llevó a una confrontación directa del gobierno heleno con las instituciones de la UE en 2015](#), requirió la imposición de medidas de control de capitales e, incluso, llevó a contemplar la posible salida de Grecia de la zona del euro. En este contexto, Grecia necesitó hasta tres programas de asistencia financiera de la UE y del Fondo Monetario Internacional (FMI) que incluyeron, en sus distintas etapas, quitas de deuda pública en manos de tenedores privados, recapitalizaciones bancarias, privatizaciones, medidas de consolidación fiscal y un ambicioso –y duro– programa de reformas, entre otras.

Estos tres programas hacen que Grecia sea, hasta la fecha, el Estado miembro de la zona euro que más programas de asistencia financiera haya recibido. Además de Grecia, los otros Estados miembros beneficiarios de un programa han sido Irlanda, Portugal, España (centrado exclusivamente en la recapitalización del sector bancario) y Chipre.

Hacer un repaso de los tres programas de asistencia financiera de Grecia equivale a estudiar la evolución del marco institucional de la zona euro en los últimos años. La

Figura 10 proporciona una visión resumida del encaje institucional y cantidades facilitadas en los tres programas.

Figura 10. Fechas, instituciones y cantidades de los tres programas de asistencia financiera

Programa de asistencia financiera	Fechas	Instituciones y cantidades
Primer programa	Mayo 2010-marzo 2012	1. Préstamos bilaterales de los Estados miembros de la zona euro (<i>Greek Loan Facility</i>): 52.900 M desembolsados (80.000 M comprometidos) 2. FMI: 20.100 M desembolsados (30.000 M comprometidos) Total desembolsado: 73.000 M
Segundo programa	Marzo 2012-junio 2015	1. Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF): 141.800 M desembolsados 2. FMI: 11.980 M desembolsados Total desembolsado: 153.800 M
Tercer programa	Agosto 2015-agosto 2018	1. Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE): 61.900 M
Total desembolsado		1. GLF, FEEF y MEDE: 256.600 M 2. FMI: 32.100 M Total: 288.700M

Grecia recibió su primer programa de asistencia financiera en mayo de 2010. En aquel momento, la zona euro no contaba con un marco institucional para la gestión y resolución de crisis, por lo que el programa se instrumentalizó a través de la denominada *Greek Loan Facility*, es decir, préstamos bilaterales de cada Estado miembro de la zona euro. A estos préstamos bilaterales se sumaron las cantidades concedidas por el FMI. Este primer programa tenía como objetivo restaurar la confianza de los mercados financieros mediante la reducción de la ratio de deuda pública y la mejora de su saldo exterior, proporcionando financiación (un total de 110.000 comprometidos inicialmente) condicionada a acometer un ambicioso proceso de consolidación fiscal concentrado en los primeros años, mejoras en la competitividad y reformas institucionales.

En paralelo, la UE comenzó a desarrollar instrumentos institucionalizados para la resolución de crisis financieras, resultando, a mediados de 2010, en un mecanismo

temporal, la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF), al que sucedió en 2012 el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), como fondo de rescate permanente.

En este contexto, y con las debilidades estructurales de la economía griega revelándose más severas de lo inicialmente estimado, Grecia pronto necesitó más financiación. Así, en 2012 se abandonó el primer programa de asistencia financiera, antes de lo previsto, sustituyéndose por un segundo programa proporcionado por el FEEF, que aportó la mayor parte de los casi 154.000 millones de euros del importe total desembolsado, y el FMI. De nuevo con un elevado componente de condicionalidad, este programa se caracterizó por involucrar al sector privado en la mejora de la sostenibilidad de la deuda griega a través del programa *Private Sector Involvement* (PSI), que implicó una reestructuración voluntaria de casi 200.000 millones de deuda en manos de acreedores privados.

A pesar de una cierta mejoría económica en 2014, la fatiga causada por cuatro años de reformas y una profunda recesión condujo al abandono del programa de rescate en un turbulento año 2015, también en lo político, lo que provocó una importante salida de depósitos bancarios y la imposición de medidas de control de capitales, que no se suprimieron en su totalidad hasta 2019. Todo ello llevó a la firma de un tercer programa de asistencia financiera en agosto de 2015, proporcionado por el MEDE, por un importe de 86.000 millones de euros, también acompañado de condicionalidad y supervisión por las instituciones europeas y el FMI.

El tercer programa de asistencia financiera se cerró con éxito en agosto de 2018, tras lo cual Grecia estuvo sometida a supervisión “reforzada” post-programa, en función de la cual se fueron desembolsando ciertas medidas de alivio de la deuda adicionales acordadas por el Eurogrupo. Con un resultado en general satisfactorio en lo que al cumplimiento de compromisos e implementación de reformas se refiere, Grecia dejó de estar sometida a supervisión “reforzada” en agosto de 2022, pasando a un nivel de supervisión “normal”, similar a la de otros países receptores de programas de asistencia financiera. Además, Grecia repagó su deuda con el FMI de forma adelantada, quedando saldada en su totalidad en abril de 2022.

Los resultados de los programas son divergentes. Pese a que los diversos programas de rescate lograron sus objetivos de mantener la integridad de la eurozona y restaurar la estabilidad financiera de Grecia, un [informe de evaluación independiente](#) de 2020 encargado por el MEDE reconoce que se prestó insuficiente atención a las necesidades sociales subyacentes de la población griega e incide en la importancia para el éxito de futuros programas de tomar en consideración las realidades sociales de los países afectados, además de la restauración de la credibilidad de sus cuentas públicas. El propio presidente de la Comisión Europea durante gran parte de la duración de los programas, [Jean-Claude Juncker](#), ha llegado a manifestar que, pese a que “los ciudadanos griegos tienen muchas razones para estar orgullosos”, las “medidas impuestas a la sociedad griega fueron demasiado austeras”.

En cualquier caso, estas y otras lecciones aprendidas de la respuesta de la UE a las crisis financiera y de deuda soberana de la década pasada, junto con la diferente naturaleza y origen de las nuevas crisis recientes ([COVID-19](#) y [energética por la guerra](#)

en Ucrania), parecen haber contribuido a que la respuesta dada a estas últimas desde la UE haya revestido un carácter distinto. Así, a modo de ejemplo, podemos mencionar el instrumento SURE, de apoyo temporal para mitigar los riesgos por desempleo, creado en abril de 2020 por el Consejo de la UE y que, en el caso de Grecia, puso a su disposición más de 6.000 millones de euros en préstamos (de los importes más elevados de los concedidos a los Estados miembros, en comparación con el PIB). O la suspensión de las reglas fiscales europeas en 2020, permitiendo cierta laxitud en la política fiscal más para responder a la crisis del COVID-19, primero, y, después, a la crisis provocada por la guerra en Ucrania, tras ampliarse dicha suspensión a 2023. Por no mencionar el *Next Generation EU*, el instrumento de recuperación creado para dar respuesta a las consecuencias económicas y sociales de la pandemia, que supuso la ruptura de un tabú y un paso más hacia una verdadera política fiscal europea, antes anatema para los países del norte.

5. La metamorfosis: de miembro problemático a alumno brillante

5.1. La transformación de la economía griega

Tras años de duros ajustes, asumidos de manera estoica por la población griega, se puede afirmar que estamos ante una verdadera metamorfosis de muchos de los principales indicadores económicos. Grecia ha pasado de ser un miembro problemático, que incluso llegó a poner en riesgo el proyecto del euro, a un alumno brillante. A modo de ejemplo, algunos indicadores.

Comenzando con indicadores de corte financiero, el comportamiento del Índice General de la Bolsa de Atenas desde principios de 2022 ha sido sustancialmente mejor que el del Eurostoxx-50, como se observa en la Figura 11.

Figura 11. Evolución de índices bursátiles desde 2022.

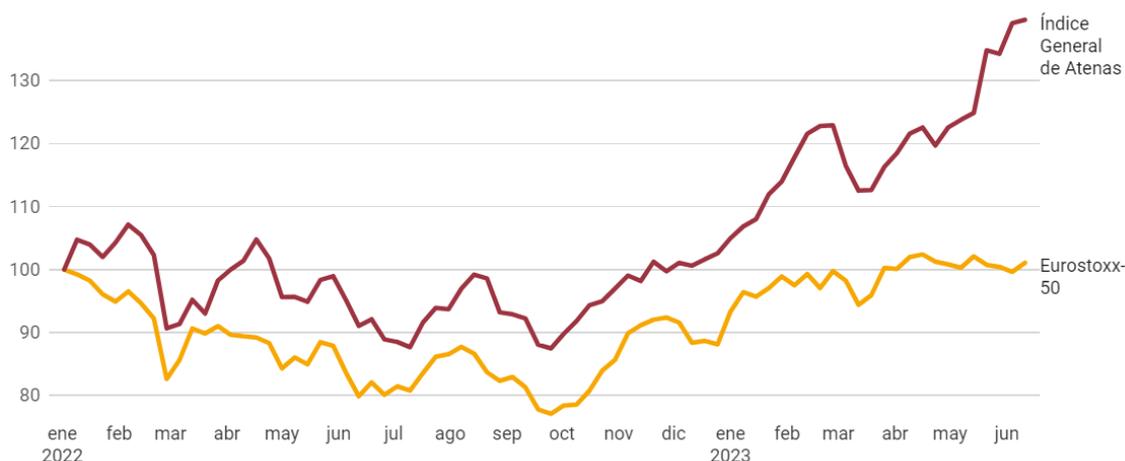


Gráfico: Judith Arnal y Álvaro García-Rosales - Real Instituto Elcano. Fuente: investing.com

La evolución de las rentabilidades en los mercados de deuda pública es también reseñable, como refleja la Figura 12, con una muy marcada caída de la prima de riesgo a 10 años que, en el momento de escribir este artículo, cotiza 50 puntos básicos por debajo de Italia.

Figura 12. Diferencial del bono griego a 10 años con respecto al bono alemán desde el 1 de enero de 2022.

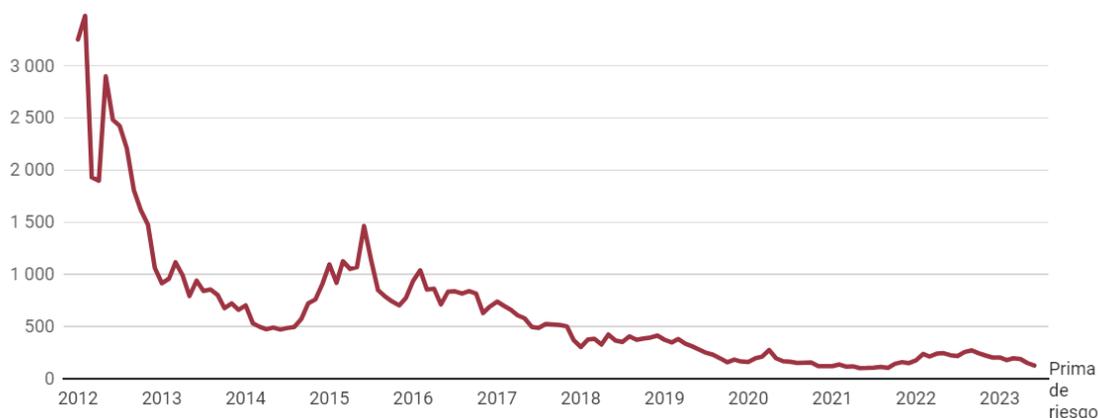


Gráfico: Judith Arnal y Álvaro García-Rosales - Real Instituto Elcano. Fuente: investing.com

Asimismo, la salud del sector bancario griego ha mejorado claramente, quedando de manifiesto, por ejemplo, en la importante reducción de la tasa de morosidad bancaria, tal y como muestra la Figura 13.

Figura 13. Ratio de morosidad bancaria.

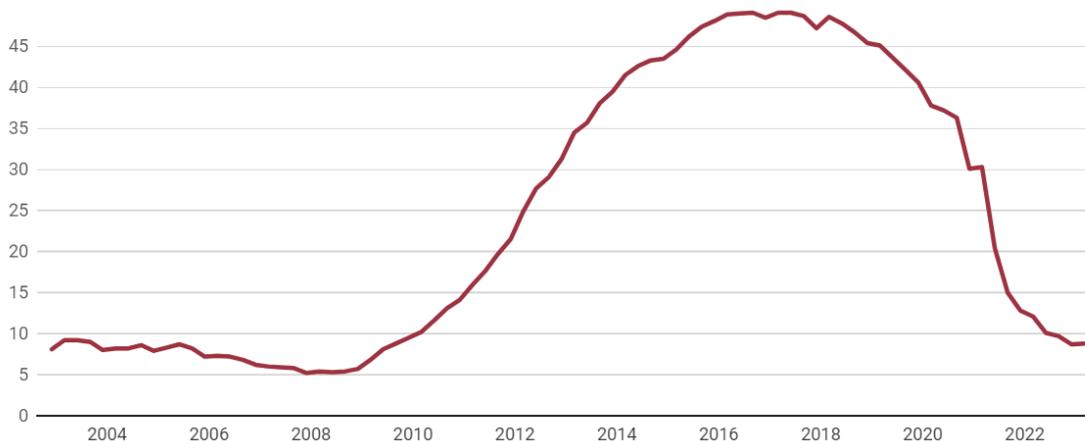


Gráfico: Judith Arnal y Álvaro García-Rosales - Real Instituto Elcano. Fuente: Banco de Grecia

Y todo esto se está traduciendo en que la economía griega está presentando tasas de crecimiento del PIB superiores a la media de la zona euro y, de hecho, a finales de 2022, estaba por encima de la zona euro con respecto al nivel de PIB previo a la pandemia, como se aprecia en la Figura 14.

Figura 14. PIB de la zona euro y Grecia (2019=base 100)

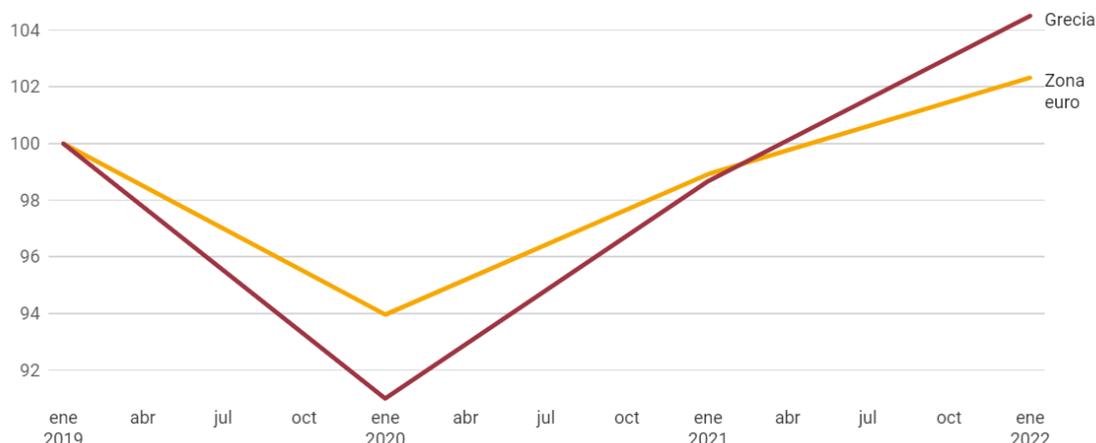


Gráfico: Judith Arnal y Álvaro García-Rosales - Real Instituto Elcano. Fuente: Eurostat

Estos desarrollos económicos positivos han llevado a las agencias de calificación crediticia a continuas revisiones al alza del rating de Grecia, como se observa en la Figura 15. Tras 12 años de tener la consideración de bono basura, e incluso alcanzar la mínima calificación crediticia posible (*default* selectivo) en 2012, la expectativa es que Grecia recupere el grado de inversión (BBB-) a lo largo de este año.

Figura 15. Calificación crediticia de Grecia por S&P.

Fecha	Rating	Perspectiva
21 de abril de 2023	BB+	Positiva
22 de abril de 2022	BB+	Estable
23 de abril de 2021	BB	Positiva
24 de abril de 2020	BB-	Estable
25 de octubre de 2019	BB-	Positiva
20 de julio de 2018	B+	Positiva
25 de junio de 2018	B+	Estable
19 de enero de 2018	B	Positiva
22 de Julio de 2017	B-	Positiva
22 de enero de 2016	B-	Estable
21 de julio de 2015	CCC+	Estable
29 de junio de 2015	CCC-	negativa

Tabla: Judith Arnal y Álvaro García-Rosales. Fuente: Trading Economics.

5.2. A pesar de la mejora, persisten desafíos

A pesar de las importantes mejoras señaladas en el apartado anterior, el PIB de la economía griega sigue 20 puntos porcentuales por debajo del registrado en 2008, como se puede apreciar en la Figura 16. Es un daño económico prácticamente asimilable al de una economía en guerra.

Figura 16. PIB de Grecia (2008=base 100)

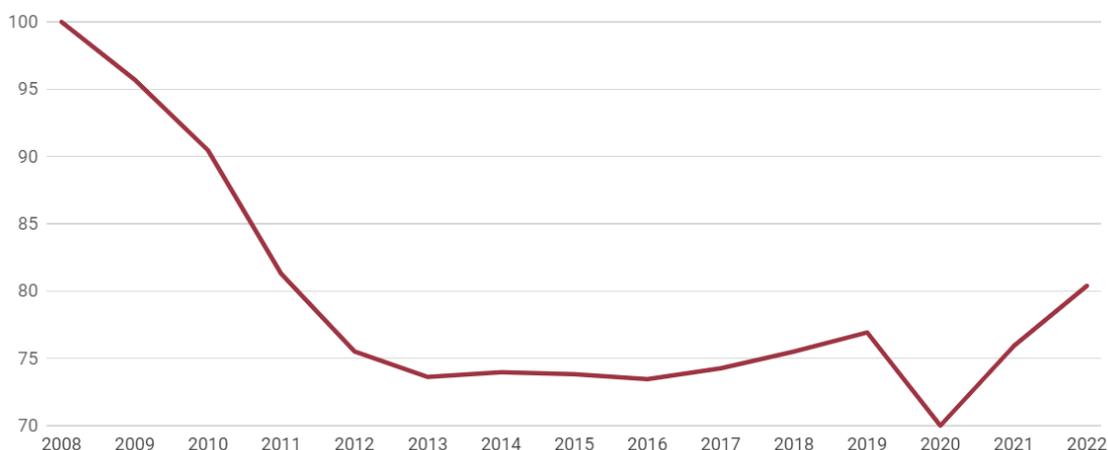


Gráfico: Judith Arnal y Álvaro García-Rosales - Real Instituto Elcano. Fuente: Eurostat

Por otro lado, no hay que olvidar que la acumulación de un importante déficit por cuenta corriente fue uno de los principales desequilibrios macroeconómicos que condujeron a Grecia al abismo. Pues bien, aunque Grecia consiguió reducir su déficit por cuenta corriente en los primeros años de ajuste, los desequilibrios han vuelto a aparecer ya que, en 2022, el saldo de la cuenta corriente fue negativo y se acercó al 10% del PIB, como se observa en la Figura 17. De este modo, el sector exterior sigue siendo una clara debilidad para el país.

Figura 17. Saldo de la cuenta corriente sobre PIB

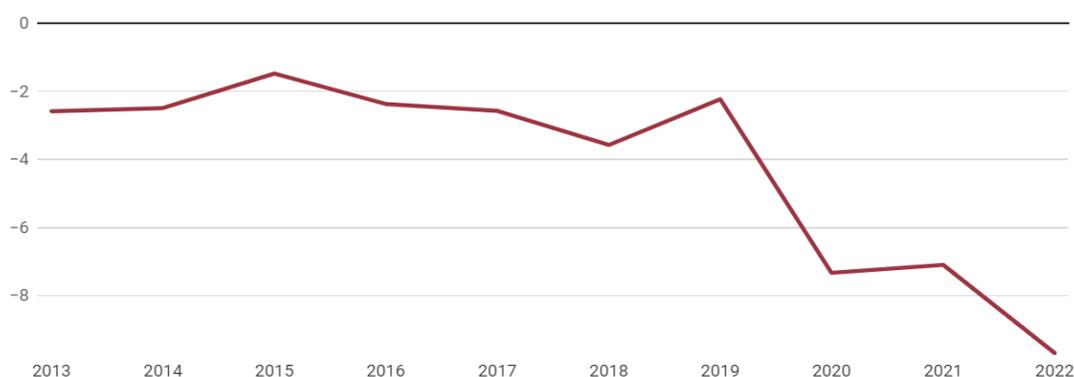


Gráfico: Judith Arnal y Álvaro García-Rosales - Real Instituto Elcano. Fuente: Eurostat

La elevada ratio de deuda pública sobre PIB, como se muestra en la Figura 5, a pesar de que las previsiones apuntan a su reducción, constituye también un importante desafío para la economía griega, especialmente teniendo en cuenta el aumento de los costes de financiación derivados de las alzas de tipos de interés por el Banco Central Europeo (BCE).

Y, por último, pero no por ello menos importante, la cohesión social en Grecia sigue siendo una cuestión pendiente de afrontar, algo que probablemente las duras condiciones impuestas en los diferentes programas de asistencia financiera no hayan contribuido a resolver. Tal y como se observa en la Figura 18, Grecia es el tercer país

de la UE, tras Rumanía y Bulgaria, con mayor porcentaje de la población en riesgo de pobreza. Casi el 30% de la población griega, es decir, más de tres millones de personas, estaban en 2022 en riesgo de pobreza. Todo esto indica que, aunque en la presente cita electoral parezca haber primado lo puramente económico (así como posiblemente otras cuestiones, como la inmigración o lo identitario, que no son objeto del presente análisis) el nuevo gobierno, además de centrarse en política pro-empresa para mejorar el clima de negocios, debería tener también un enfoque social.

Figura 18. Porcentaje de la población en riesgo de pobreza en 2022.

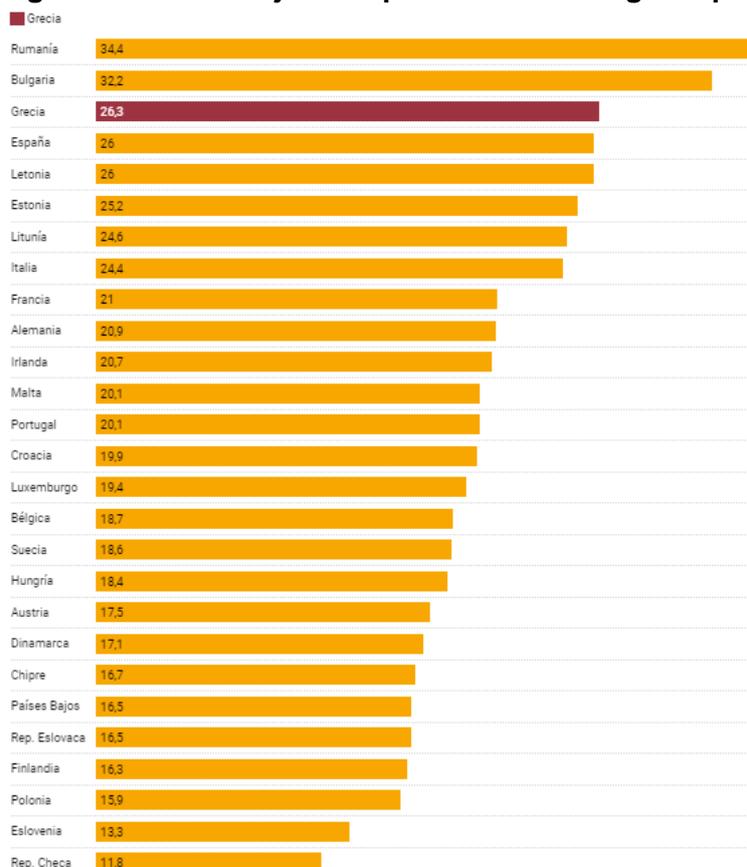


Gráfico: Judith Arnal y Álvaro García-Rosales - Real Instituto Elcano. Fuente: Eurostat

6. Posición geopolítica de Grecia

En cualquier caso, Grecia no sólo es de interés desde un punto de vista meramente financiero. También tiene una especial relevancia geoestratégica, dada su posición privilegiada entre tres continentes, situándose en una encrucijada entre los Balcanes Orientales, el Norte de África y Oriente Medio, su carácter de potencia del este Mediterráneo, con sus principales puertos (Pireo, Tesalónica y Alejandrópolis) actuando como pasarela entre la UE y el mar Caspio, o el hecho de poseer la mayor flota marítima comercial del mundo.

Por un lado, Grecia es un importante miembro de la OTAN, organización de la que pertenece a desde 1952. En particular, guarda una especial relación en este ámbito con Estados Unidos (EEUU), que la considera un aliado clave en la Organización dado su carácter estratégico en su flanco sur, y con quien ha firmado numerosos memorandos

de cooperación en diferentes ámbitos, incluidos en materia de seguridad (los más recientes, en 2019 y 2021). Esta relación parece haberse estrechado en los últimos años, en especial a raíz de invasión rusa de Ucrania, tras la cual el propio primer ministro Mitsotakis pronunció en mayo de 2022 un discurso ante el Congreso estadounidense donde manifestó claramente el alineamiento de Grecia con Ucrania ante la agresión rusa.

Por otro lado, es relevante la tensa relación que Grecia mantiene con Turquía, también miembro de la OTAN. Estas tensiones se producen a raíz de las recurrentes reclamaciones territoriales del gobierno de Erdoğan sobre parte del mar territorial griego e, incluso, sobre algunas de sus islas, en lo que Grecia considera una interpretación malintencionada por parte de Ankara del Tratado de Lausana de 1923, que establece las fronteras entre ambos países. Reclamaciones que no se quedan en mera retórica incendiaria, sino que en ocasiones han venido acompañadas de incursiones de buques turcos de exploración de hidrocarburos en la zona económica exclusiva griega y chipriota. En este contexto, la falta de un claro posicionamiento en favor de Grecia por parte de la UE, que no ha accedido a las peticiones griegas de sancionar a Turquía, ha provocado que el gobierno griego haya cultivado en los últimos tiempos sus relaciones bilaterales, en particular con EEUU, pero también con Francia. No parece haber sido casualidad que Grecia optara por el país galo como suministrador en su multimillonario programa de renovación de fragatas y de aviones de combate en 2021 y 2022.

Asimismo, Atenas viene colaborando de manera cada vez más estrecha con otros países de la región del Mediterráneo Oriental, como Israel y Egipto, también recelosos de ciertas políticas de Turquía y también aliados estrechos de EEUU. Esta cooperación se materializa asimismo en el ámbito energético, por ejemplo, con la firma en enero de 2020 de un acuerdo entre los tres países (más Chipre) para la construcción del Eastmed, un gaseoducto submarino que permitiría conectar los yacimientos de gas de Chipre e Israel con Europa, a través de Grecia.

Precisamente en el ámbito energético, la guerra en Ucrania ha afectado especialmente a Grecia, muy dependiente del gas ruso hasta entonces (alrededor del 40% de su suministro de gas natural procedía de Rusia). En este contexto, Grecia ha buscado diversificar sus proveedores moviéndose hacia el gas natural licuado. Ello ha permitido al país heleno, además, comenzar a posicionarse como *hub* energético de la zona de los Balcanes, aprovechando el proyecto de gaseoducto con Bulgaria, que ya estaba en marcha y que se inauguró en julio de 2022, o el lanzamiento del proyecto para la construcción de una nueva terminal de regasificación de gas natural licuado en Alejandrópolis, que se sumaría a la ya terminal ya existente de Revythoussa, cerca de Atenas.

Por último, cabe hacer mención al grave problema migratorio y de asilo que sufre Grecia desde hace ya varios años (cerca de un millón de personas cruzaron sus fronteras entre enero de 2015 y febrero de 2016), al ser un lugar clave de paso para los emigrantes que tienen Europa central por destino y que, por su pertenencia al espacio Schengen, hace que deba actuar como frontera exterior de Europa y que albergue, o haya albergado, enormes enclaves de refugiados tanto en las islas más próximas a Turquía (Lesbos, Samos...) como en su territorio continental.

Conclusión

La fuerte acumulación de desequilibrios macroeconómicos en los primeros años tras la adhesión de Grecia a la zona euro desencadenaron una fuerte crisis financiera en el país a partir de 2009, que llevó al país a perder acceso a los mercados financieros y terminó por contagiarse a otros países de la zona euro, poniendo en riesgo la estabilidad financiera del área monetaria única. Entre 2010 y 2018, Grecia estuvo inmersa en tres programas de asistencia financiera, recibiendo 288.700 millones de euros en desembolsos, a cambio de una fuerte condicionalidad y de profundas reformas estructurales.

A día de hoy, la situación de la economía griega es muy diferente: el principal índice bursátil de Grecia ha mostrado un comportamiento mucho más positivo que el Eurostoxx-50 desde 2022; el diferencial de la rentabilidad de la deuda pública griega con respecto a la alemana se mantiene estable y casi 50 puntos básicos por debajo de Italia; el sector bancario se ha saneado, con una drástica reducción de la tasa de morosidad bancaria; el PIB de Grecia está por encima del de la zona euro con respecto a los niveles pre-pandemia. Todo esto lleva a las autoridades públicas y analistas a pensar que Grecia recuperará la calificación crediticia de grado de inversión este 2023. A pesar de esta importante mejora, aún persisten desequilibrios para la economía griega: el PIB de Grecia en 2022 seguía estando 20 puntos porcentuales por debajo del nivel de PIB en 2008; el déficit por cuenta corriente sigue siendo muy elevado (prácticamente 10% del PIB en 2022); la ratio de deuda pública sobre PIB permanece también en niveles elevados; y la cohesión social en Grecia es claramente mejorable, siendo el tercer país de la UE con mayor nivel de población en riesgo de pobreza.

En este contexto, este año están teniendo lugar las elecciones generales en Grecia, que se saldarán con una segunda vuelta el próximo 25 de junio. El sistema de bonus de 50 escaños al ganador de las elecciones, junto con los resultados de la primera ronda de mayo, hace razonable pensar que el partido de centroderecha Nueva Democracia podrá reeditar su gobierno. El programa electoral de Nueva Democracia para las elecciones de 2023 es de corte pro-empresarial, prometiendo recortes de impuestos, alcanzar una tasa de crecimiento anual del 3%, impulsar la inversión extranjera directa y reducir el desempleo por debajo del 8%. Por su parte, el programa de Syriza, el principal partido de la oposición, es de corte social, con promesas de incrementos de salarios y pensiones, el establecimiento de límites a los márgenes de beneficios en el sector energético, la reducción de la jornada laboral y la eliminación del fondo griego para el rescate bancario.

En cualquier caso, Grecia no sólo es relevante desde el punto de vista financiero. También tiene una importante posición desde el punto de vista geoestratégico, como potencia este del Mediterráneo, garante de la estabilidad en el Egeo, punto de conexión entre tres continentes y receptor de un importante número de refugiados. Grecia es un importante aliado en la OTAN, con alianzas estratégicas, por ejemplo, en materia energética, con Israel y Egipto, destacando asimismo el cambio de sus relaciones con Rusia desde la invasión de Ucrania.