

**Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών
& Προβλέψεων****Δημήτρης Μαλλιάρopoulos**
Σύμβουλος Οικονομικών Μελετών
dmalliaropoulos@eurobank.gr**Τάσος Αναστασάτος**
Senior Economist
tanastasatos@eurobank.gr**Η Δυναμική του Ελληνικού Δημόσιου Χρέους και Γιατί
η Χρεοκοπία Δεν Αποτελεί Επιλογή**

- Για να σταθεροποιηθεί το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ σε ένα περιβάλλον χαμηλής ανάπτυξης για την επόμενη δεκαετία (1% ετησίως), απαιτείται δημιουργία πρωτογενών πλεονασμάτων της τάξης του 3% ετησίως.
- Για να μειωθεί το δημόσιο χρέος σταδιακά στο 90% του ΑΕΠ έως το 2020 σε ένα σενάριο μέτριας ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας (2% ετησίως), απαιτούνται πρωτογενή πλεονάσματα της τάξης του 4,5% ετησίως για μια δεκαετία, δηλαδή μηδενικά δημοσιονομικά ελλείμματα.
- Η δημοσιονομική προσαρμογή πρέπει να επικεντρωθεί στην περικοπή καταναλωτικών δαπανών του δημοσίου. Οι δαπάνες για δημόσια απασχόληση στην Ελλάδα, μόνο στον στενό δημόσιο τομέα, έχουν διπλασιαστεί κατά την τελευταία δεκαετία και απορροφούν σήμερα το 55% των εσόδων του δημοσίου, σε σχέση με 38% στην ΕΕ-27.
- Ο στόχος της αύξησης των φορολογικών εσόδων είναι στη σωστή κατεύθυνση. Η Ελλάδα είναι από τις χώρες στην ΕΕ-27 με τα χαμηλότερα έσοδα του Δημοσίου ως ποσοστό του ΑΕΠ. Όμως, τα φορολογικά έσοδα εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από την πορεία της οικονομικής δραστηριότητας, άρα η μείωση των δαπανών πρέπει να αποτελεί τον κύριο μοχλό της δημοσιονομικής προσαρμογής.
- Η χρεοκοπία δεν αποτελεί επιλογή για ένα κράτος μέλος της ζώνης του Ευρώ όπως η Ελλάδα αλλά δεν είναι ούτε επιθυμητή, καθόσον έχει μεγαλύτερο κόστος έναντι οποιασδήποτε επώδυνης προσαρμογής.
- Οι οικονομικές συνθήκες της Ελλάδας σήμερα διαφέρουν σημαντικά από ιστορικές περιστάσεις κήρυξης χρεοστασίου, της ίδιας της Ελλάδας στο παρελθόν συμπεριλαμβανομένης.
- Η παραμονή εντός της ΟΝΕ αποτελεί μονόδρομο για την επίτευξη δημοσιονομικής εξυγίανσης και μακροχρόνια βιώσιμης ανάπτυξης αλλά δεσμεύει τις δυνατότητες ασκήσεως οικονομικής πολιτικής, ήτοι αποκλείει τις προσωρινές λύσεις και επιβάλλει τη συνολική αντιμετώπιση.

Δημοσιονομική Προσαρμογή και Οικονομική Ανάπτυξη 2010-2020

Δημήτρης Μαλλιάρopoulos *

*Καθηγητής Χρηματοοικονομικής Πανεπιστημίου Πειραιώς, Σύμβουλος Οικονομικών Μελετών Eurobank. EFG. E-mail: dmaliaropoulos@eurobank.gr.

1. Εισαγωγή

Η κυβέρνηση κατέθεσε πρόσφατα το νέο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης, ανακοινώνοντας τους στόχους της δημοσιονομικής προσαρμογής για την επόμενη τετραετία. Παρότι οι βασικές κατευθύνσεις του προγράμματος είναι σωστές, οι αγορές παραμένουν ανήσυχες, αμφισβητώντας την ικανότητα των ανακοινωθέντων μέτρων να ανακόψουν την εκρηκτική πορεία του δημόσιου χρέους. Μια από τις κεντρικές αβεβαιότητες όσον αφορά την μακροπρόθεσμη πορεία του δημόσιου χρέους αφορά την ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας. Η παρούσα μελέτη εξετάζει την δυναμική του δημόσιου χρέους κάτω από εναλλακτικά σενάρια οικονομικής ανάπτυξης για την επόμενη δεκαετία. Στόχος μας είναι να δώσουμε μια πρώτη απάντηση όσον αφορά το μέγεθος της δημοσιονομικής προσαρμογής σε βάθος χρόνου έτσι ώστε να ανακοπεί η ανοδική πορεία του δημόσιου χρέους και να προσεγγίσουμε μακροπρόθεσμα συνθήκες βιωσιμότητας. Τέλος, εξετάζουμε τις βασικές δημοσιονομικές ανισορροπίες σε σύγκριση με τις υπόλοιπες χώρες της Ευρώπης των 27. Το συμπέρασμα αυτής της

σύγκρισης είναι ότι για να συγκλίνουμε δημοσιονομικά στην Ευρώπη, η μείωση των δαπανών πρέπει να είναι μακροπρόθεσμα διπλάσια από την αύξηση των φορολογικών εσόδων.

2. Το φαινόμενο της χιονοστιβάδας

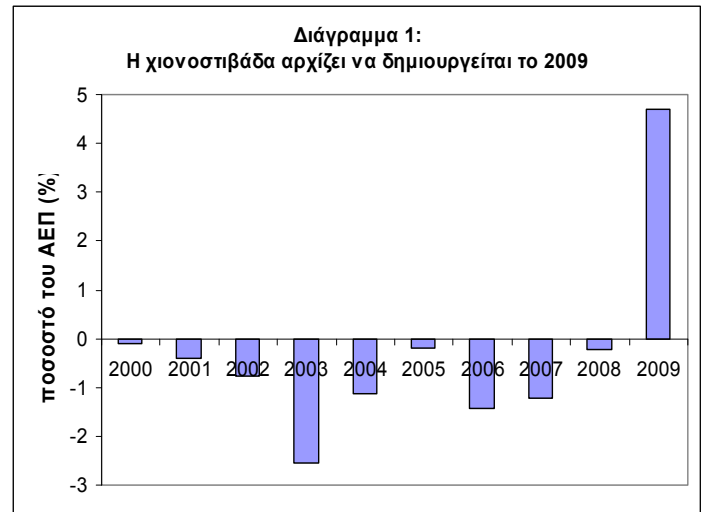
Η κυβέρνηση κατέθεσε πρόσφατα το νέο Πρόγραμμα Σταθερότητας και Ανάπτυξης, ανακοινώνοντας τους στόχους της δημοσιονομικής προσαρμογής για την επόμενη τετραετία. Παρότι οι βασικές κατευθύνσεις του προγράμματος είναι σωστές, οι αγορές παραμένουν ανήσυχες, αμφισβητώντας την ικανότητα των ανακοινωθέντων μέτρων να ανακόψουν την εκρηκτική πορεία του δημόσιου χρέους. Μια από τις κεντρικές αβεβαιότητες όσον αφορά την μακροπρόθεσμη πορεία του δημόσιου χρέους αφορά την ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας. Η παρούσα μελέτη εξετάζει την δυναμική του δημόσιου χρέους κάτω από εναλλακτικά σενάρια οικονομικής ανάπτυξης για την επόμενη δεκαετία. Στόχος μας είναι να δώσουμε μια πρώτη απάντηση όσον αφορά το μέγεθος της δημοσιονομικής προσαρμογής σε

βάθος χρόνου η οποία είναι αναγκαία ώστε να ανακοπεί η ανοδική πορεία του δημόσιου χρέους και να προσεγγίσουμε μακροπρόθεσμα συνθήκες βιωσιμότητας. Τέλος, εξετάζουμε τις βασικές δημοσιονομικές ανισορροπίες σε σύγκριση με τις υπόλοιπες χώρες της Ευρώπης των 27. Το συμπέρασμα αυτής της σύγκρισης είναι ότι για να συγκλίνουμε δημοσιονομικά στην Ευρώπη, η μείωση των δαπανών πρέπει να είναι μακροπρόθεσμα διπλάσια από την αύξηση των φορολογικών εσόδων.

Το φαινόμενο της χιονοστιβάδας στα δημόσια οικονομικά περιγράφει πως ο λόγος του δημοσίου χρέους προς το ΑΕΠ μπορεί να αυξάνεται ακόμη και όταν το πρωτογενές έλλειμμα (δημοσιονομικό έλλειμμα μείον τόκοι) είναι μηδενικό, δηλαδή δεν υπάρχει νέος δανεισμός του δημοσίου. Το φαινόμενο αυτό δημιουργείται όταν το μεσοσταθμικό επιτόκιο εξυπηρέτησης του δημοσίου χρέους είναι υψηλότερο από τον ρυθμό μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ. Καθώς το χρέος πρέπει να εξυπηρετείται κάθε χρόνο πληρώνοντας ένα επιτόκιο στους δανειστές, ο ρυθμός μεταβολής του υφιστάμενου χρέους όταν δεν υπάρχει νέος δανεισμός είναι το ίδιο το επιτόκιο. Κατά συνέπεια, όταν ο ρυθμός μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ γίνει μικρότερος από το επιτόκιο, ο λόγος δημοσίου χρέους προς το ΑΕΠ μεγαλώνει καθώς ο αριθμητής αυξάνεται γρηγορότερα από τον παρονομαστή. Το φαινόμενο αυτό γίνεται πιο έντονο σε περιόδους χαμηλής ανάπτυξης/ύφεσης και αποπληθωρισμού, όπως η περίοδος που διανύουμε σήμερα. Σε τέτοιες περιόδους, η αύξηση του εθνικού εισοδήματος δεν επαρκεί για την αποπληρωμή των τόκων εξυπηρέτησης του χρέους, με αποτέλεσμα το χρέος να αυξάνεται ως ποσοστό του εθνικού εισοδήματος χωρίς να υπάρχει νέος δανεισμός παρά μόνο για την εξυπηρέτηση μέρους των τόκων.

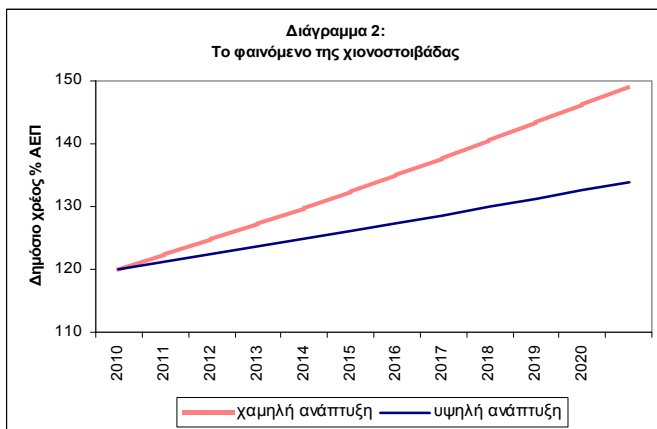
Το φαινόμενο της χιονοστιβάδας λειτουργούσε προς όφελος του δημοσίου χρέους κατά την περίοδο 2000-2008, καθώς το ονομαστικό ΑΕΠ αναπτυσσόταν με υψηλούς ρυθμούς και τα επιτόκια διατηρούνταν σε σχετικά χαμηλά επίπεδα. Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 1, η διαφορά του επιτοκίου από τον

ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ οδηγούσε σε μείωση του λόγου του δημοσίου χρέους προς το ΑΕΠ κατά 0,9 ποσοστιαίες μονάδες το χρόνο κατά μέσο όρο. Το 2009 ήταν η πρώτη χρονιά από το 2000 και μετά, κατά την οποία ο λόγος του χρέους προς το ΑΕΠ αυξάνεται κατά 4,7 ποσοστιαίες μονάδες λόγω του φαινομένου της χιονοστιβάδας.



Αν η ελληνική οικονομία παραμείνει σε μια κατάσταση χαμηλής ανάπτυξης για αρκετό διάστημα, το φαινόμενο της χιονοστιβάδας μπορεί να πάρει απειλητικές διαστάσεις, οδηγώντας σε μια σημαντική αύξηση του δημοσίου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ ακόμη και αν τα πρωτογενή ελλείμματα του δημοσίου μηδενιστούν τελείως. Στο Διάγραμμα 2 φαίνεται η εξέλιξη του δημοσίου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ σε δυο εναλλακτικά σενάρια ανάπτυξης ως αποτέλεσμα του φαινομένου της χιονοστιβάδας. Το σενάριο υψηλής ανάπτυξης υποθέτει ανάπτυξη του πραγματικού ΑΕΠ 2.5% και πληθωρισμό 2% (ονομαστική ανάπτυξη 4.5%). Το σενάριο χαμηλής ανάπτυξης υποθέτει πραγματική ανάπτυξη 1.5% και πληθωρισμό 2% (ονομαστική ανάπτυξη 3,5%). Και στα δυο σενάρια, το μεσοσταθμικό επιτόκιο των ομολόγων του ελληνικού Δημοσίου είναι 5,5%. Τέλος, και στα δυο σενάρια, υποθέτουμε ότι το πρωτογενές έλλειμμα του δημοσίου (το οποίο είναι 7,5% του ΑΕΠ το 2009) μηδενίζεται από το 2011 και διατηρείται μηδενικό μέχρι το 2020. Το Διάγραμμα δείχνει ότι ακόμη και κάτω από ένα αρκετά αισιόδοξο σενάριο ανάπτυξης, ο λόγος του δημοσίου χρέους προς το ΑΕΠ θα αυξηθεί στο 132% το 2020 από 120% το 2010. Στο

απαισιόδοξο σενάριο χαμηλής ανάπτυξης, το χρέος θα φτάσει στο 132% του ΑΕΠ ήδη το 2015 και θα ξεπεράσει το 145% το 2020.



Σημείωση: Εξέλιξη του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ με μηδενικά ελλείμματα όταν το μεσοσταθμικό επιτόκιο εξυπηρέτησης του χρέους είναι υψηλότερο από τον ρυθμό μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ. Το σενάριο χαμηλής ανάπτυξης υποθέτει ανάπτυξη 1,5% και πληθωρισμό 2% (ονομαστική ανάπτυξη 3,5%). Το σενάριο υψηλής ανάπτυξης υποθέτει ανάπτυξη 2,5% και πληθωρισμό 2% (ονομαστική ανάπτυξη 4,5%). Το μεσοσταθμικό επιτόκιο είναι και στα δυο σενάρια 5,5%.

Ας σημειωθεί ότι στις παραπάνω προσομοιώσεις υποθέτουμε ότι ο ρυθμός ανάπτυξης και τα μακροπρόθεσμα επιτόκια των κρατικών ομολόγων δεν παρουσιάζουν συσχέτιση, κατά συνέπεια η χιονοστιβάδα εξελίσσεται γραμμικά στο χρόνο. Όμως, δεδομένου ότι τα επιτόκια πιθανόν να επηρεαστούν θετικά αν η οικονομία μπει σε μια τροχιά χαμηλής ανάπτυξης καθώς οι επενδυτές θα ζητούν υψηλότερα ασφάλιστρα κινδύνου, δεν μπορούμε να αποκλείσουμε μια εκθετική εξέλιξη της χιονοστιβάδας, όπου μια μείωση του ρυθμού ανάπτυξης θα οδηγήσει σε υψηλότερα επιτόκια και τα υψηλότερα επιτόκια θα οδηγούν σε ακόμη χαμηλότερη ανάπτυξη, με αποτέλεσμα μια επιτάχυνση του ρυθμού συσσώρευσης του χρέους.

Το συμπέρασμα της παραπάνω ανάλυσης είναι ότι ο κίνδυνος της δημιουργίας μιας χιονοστιβάδας δημοσίου χρέους λόγω μιας μακροχρόνιας εξασθένησης της αναπτυξιακής δυναμικής της ελληνικής οικονομίας επιβάλλει όχι μόνο την άμεση μείωση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων αλλά την συστηματική δημιουργία πρωτογενών πλεονασμάτων, ικανών

να αντισταθμίσουν την επίδραση του φαινομένου της χιονοστιβάδας και να σταθεροποιήσουν το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ. Παράλληλα, είναι κρίσιμο να εκπονηθούν στρατηγικές τόνωσης της οικονομικής μεγέθυνσης, όχι με αύξηση των συνολικών δημοσίων δαπανών, το οποίο είναι ανέφικτο, αλλά με διαρθρωτικά μέτρα και μεταφορά πόρων από τη δημόσια κατανάλωση προς τη δημόσια και ιδιωτική επένδυση σε τομείς προτεραιότητας και υψηλής πολλαπλασιαστικής ισχύος.

3. Η εξέλιξη του δημοσίου χρέους σε εναλλακτικά σενάρια ανάπτυξης και δημοσιονομικής προσαρμογής

Οι προβολές του δημοσίου χρέους που κάνουμε παρακάτω δεν αποτελούν προβλέψεις αλλά εναλλακτικά σενάρια κάτω από συγκεκριμένες υποθέσεις όσον αφορά τις κεντρικές μεταβλητές που καθορίζουν την πορεία του χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ στο χρόνο. Οι μεταβλητές αυτές είναι (α) ο ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας, (β) ο πληθωρισμός, (γ) το μεσοσταθμικό επιτόκιο εξυπηρέτησης του χρέους, (δ) τα πρωτογενή ελλείμματα του δημοσίου (ελλείμματα χωρίς πληρωμές για τόκους) (ε) αστάθμητοι παράγοντες stock-flow.¹

Ο ρόλος των παραγόντων (α)-(γ) αφορά το φαινόμενο της χιονοστιβάδας και εξηγήθηκε ήδη. Τα πρωτογενή ελλείμματα του δημοσίου είναι ο νέος δανεισμός του δημοσίου που προκύπτει από την διαφορά των δημοσίων δαπανών και των καθαρών εισπράξεων από φόρους χωρίς τις δαπάνες για τόκους. Ο παράγοντας stock-flow αφορά νέο δανεισμό που προκύπτει από το έλλειμμα του ευρύτερου δημοσίου τομέα

¹ Η δυναμική του δημοσίου χρέους καθορίζεται από την εξής συνθήκη: $b_t = b_{t-1} (1+r_t-g_t) + d_t + f_t$, όπου b ο λόγος δημοσίου χρέους προς το ΑΕΠ, r το ονομαστικό μεσοσταθμικό επιτόκιο εξυπηρέτησης του χρέους, g ο ρυθμός μεταβολής του ονομαστικού ΑΕΠ (= ρυθμός ανάπτυξης + πληθωρισμός), d το πρωτογενές έλλειμμα και f η προσαρμογή stock-flow. Οι παρατιθέμενες προβολές υποθέτουν απουσία συντονισμένης επίθεσης στα ελληνικά ομόλογα ως αποτέλεσμα αρνητικής ανάγνωσης των θεμελιωδών μεγεθών.

(εθνικολογιστικές προσαρμογές, συμφωνίες swaps, εξοπλιστικά προγράμματα, δανειακές ανάγκες των Οργανισμών Τοπικής Αυτοδιοίκησης, χρέη νοσοκομείων κλπ). Ο παράγοντας αυτός είναι αστάθμητος και αποτελεί συχνά το αντικείμενο της λεγόμενης δημιουργικής λογιστικής. Κατά τη προηγούμενη δεκαετία, η μέση ετήσια προσαρμογή stock-flow ήταν 1,3 ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ, με άλλα λόγια, το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ αυξανόταν κατά 1,3 μονάδες το χρόνο λόγω αυτών των προσαρμογών. Στις παρακάτω προσομοιώσεις υποθέτουμε ότι ο παράγοντας αυτός μηδενίζεται ήδη από το 2011. Κατά συνέπεια, οι προβλέψεις του χρέους σε όλα τα σενάρια είναι

και ένα αισιόδοξο σενάριο με ανάπτυξη 4%. Ο πληθωρισμός σε όλα τα σενάρια είναι σταθερός στο 2% και το επιτόκιο εξυπηρέτησης του δημοσίου χρέους 5,5%. Σε κάθε ένα από τα σενάρια ανάπτυξης, υπολογίζουμε την πορεία του δημοσίου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ για τα επόμενα 10 χρόνια κάτω από τέσσερα σενάρια δημοσιονομικής προσαρμογής. Τα δυο πρώτα σενάρια υποθέτουν ότι το πρωτογενές έλλειμμα μειώνεται από το 2011 στο 3% και 1,5% του ΑΕΠ αντίστοιχα (από 7,5% το 2009). Το τρίτο σενάριο δημοσιονομικής προσαρμογής παρουσιάζει το απαραίτητο πρωτογενές πλεόνασμα για να διατηρηθεί ο λόγος δημοσίου χρέους προς το ΑΕΠ σταθερός περίπου στα

Πίνακας 1: Δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ σε εναλλακτικά σενάρια ανάπτυξης και δημοσιονομικής προσαρμογής

Σενάριο Ανάπτυξη	κακό 1%				μέτριο 2%				καλό 4%		
πρωτογενές έλλειμμα*	-3%	-1.5%	3%	5,7%	-3%	-1.5%	1.8%	4.5%	-3%	-0,5%	2,5%
2010	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120	120
2015	152	144	120	106	145	137	120	106	132	120	105
2020	187	170	120	90	170	155	120	90	143	120	90

Σημείωση: Όλα τα σενάρια υποθέτουν πληθωρισμό 2% και μεσοσταθμικό επιτόκιο εξυπηρέτησης δημοσίου χρέους 5,5%.

* Αρνητικοί (θετικοί) αριθμοί δηλώνουν έλλειμμα (πλεόνασμα).

μάλλον αισιόδοξες. Επιπρόσθετα, δεν παίρνουμε υπόψη τις αυξημένες ανάγκες χρηματοδότησης των ασφαλιστικών ταμείων λόγω της γήρανσης του πληθυσμού οι οποίες αναμένεται να οδηγήσουν σε επιπλέον ελλείμματα της τάξης του 1% του ΑΕΠ ετησίως τα αμέσως επόμενα χρόνια. Τέλος, υποθέτουμε ότι η κυβέρνηση θα πετύχει τον δημοσιονομικό στόχο μείωσης του ελλείμματος κατά 4 ποσοστιαίες μονάδες το 2010.

Για την προβολή του χρέους κατά τα επόμενα 10 χρόνια χρησιμοποιούμε τρία εναλλακτικά σενάρια ανάπτυξης. Ένα σχετικά απαισιόδοξο σενάριο, στο οποίο η ανάπτυξη είναι 1% (σταθερή στο χρόνο), ένα μεσαίο σενάριο με ανάπτυξη 2%

επίπεδα του 2010. Τέλος, στο τελευταίο σενάριο υπολογίζεται το απαραίτητο δημοσιονομικό πλεόνασμα έτσι ώστε το δημόσιο χρέος να μειωθεί στο 90% του ΑΕΠ έως το 2020.

Ο Πίνακας 1 παρουσιάζει τα αποτελέσματα των προβολών του δημοσίου χρέους κάτω από τα παραπάνω εναλλακτικά σενάρια. Σε ένα σχετικά κακό σενάριο χαμηλής ανάπτυξης (1% ετησίως) και μικρής δημοσιονομικής προσαρμογής, με πρωτογενή ελλείμματα της τάξης του 3%, το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ θα ξεπεράσει το 170% έως το 2020. Για να παραμείνει το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ στα σημερινά επίπεδα σε ένα περιβάλλον χαμηλής ανάπτυξης πρέπει το ελληνικό Δημόσιο να προχωρήσει άμεσα στη

δημιουργία πρωτογενών πλεονασμάτων της τάξης του 3% ετησίως. Για να μειωθεί το χρέος στο 90% του ΑΕΠ έως το 2020, απαιτούνται πρωτογενή πλεονάσματα 5,7% το χρόνο.

Σε ένα μέτριο σενάριο ανάπτυξης (2% ετησίως), το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ θα φτάσει το 170% του ΑΕΠ εάν τα πρωτογενή ελλείμματα περιοριστούν στο 3% από 7,5% σήμερα. Για να σταθεροποιηθεί το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ στα σημερινά επίπεδα, πρέπει το ελληνικό Δημόσιο να προχωρήσει άμεσα στη δημιουργία διατηρήσιμων πρωτογενών πλεονασμάτων της τάξης του 1,8% ετησίως. Το απαραίτητο πρωτογενές πλεόνασμα για να μειωθεί το χρέος στο 90% του ΑΕΠ έως το 2020 είναι 4,5% το χρόνο. Πρωτογενή πλεονάσματα αυτής της τάξης φαίνονται πολύ υψηλά σήμερα, όμως δεν είναι ακατόρθωτα. Η Ελλάδα κατάφερε πλεονάσματα της τάξης του 3 με 4% επί σειρά ετών την περίοδο 1994-2000.

Τέλος, ακόμη και αν η ανάπτυξη επιστρέψει στα επίπεδα προ του 2008 (4% ετησίως), το δημόσιο χρέος θα συνεχίσει την ανοδική του πορεία αν τα πρωτογενή ελλείμματα δεν περιοριστούν άμεσα κάτω από το 0,5%.

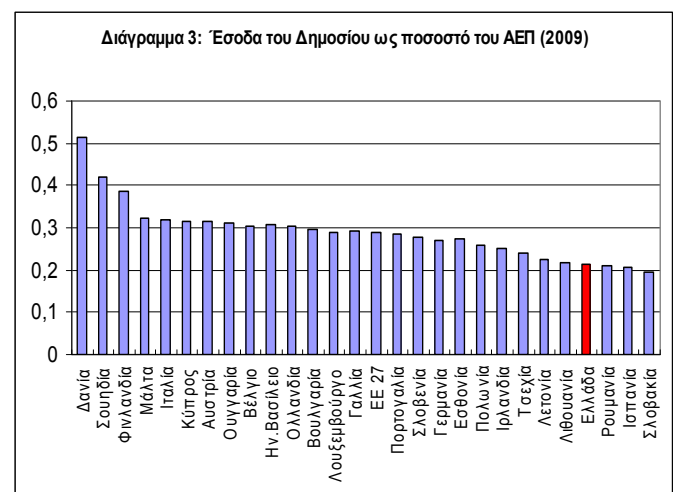
Το κεντρικό μήνυμα των παραπάνω προβολών του δημοσίου χρέους είναι ότι ακόμη και στο πιο αισιόδοξο σενάριο ανάπτυξης της οικονομίας, απαιτείται μια σημαντική δημοσιονομική προσαρμογή σε βάθος χρόνου για την σταθεροποίηση του δημοσίου χρέους, πόσο μάλλον για την σταδιακή μείωσή του. Είναι αυτονόητο ότι η απαραίτητη προσαρμογή θα είναι τόσο μεγαλύτερη, όσο αργότερα ξεκινήσει.

4. Περικοπή δαπανών ή αύξηση φόρων; Η δημοσιονομική κατάσταση της Ελλάδας σε ευρωπαϊκή σύγκριση

Η Ελλάδα διαφοροποιείται από τις άλλες ευρωπαϊκές χώρες ως προς δυο κυρίως δημοσιονομικά χαρακτηριστικά. Πρώτον,

στον τομέα των εσόδων, η Ελλάδα είναι από τις χώρες με τα χαμηλότερα έσοδα του Δημοσίου ως ποσοστό του ΑΕΠ. Το 2009, τα έσοδα του ελληνικού Δημοσίου από φόρους εκτιμώνται στο 20% του ΑΕΠ, ποσοστό αρκετά χαμηλότερα από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο που είναι 29% (βλέπε Διάγραμμα 3). Επιπλέον, το ποσοστό των εσόδων του δημοσίου φαίνεται να μειώνεται διαχρονικά, από 27% το 2000 σε 20% το 2009. Η φοροσυλλεκτική ικανότητα του ελληνικού Δημοσίου συγκρίνεται μόνο με αυτήν της Ισπανίας και των χωρών της Κεντρικής και Ανατολικής Ευρώπης (Λετονία, Λιθουανία, Ρουμανία, Σλοβακία).

Δεύτερον, η Ελλάδα συντηρεί έναν συγκριτικά μεγαλύτερο δημόσιο τομέα. Χαρακτηριστικά, οι δαπάνες για δημόσια απασχόληση (μισθοί και συντάξεις δημοσίων υπαλλήλων) στην Ελλάδα απορροφούν το 55% των εσόδων του δημοσίου από φόρους, σε σχέση με 38% στην Ευρώπη των 27 (βλέπε Διάγραμμα 4). Χώρες με υψηλότερες δαπάνες για απασχόληση στο δημόσιο είναι μόνο η Ισπανία, η Λετονία και η Λιθουανία. Περισσότερο ανησυχητικό είναι το γεγονός ότι, σύμφωνα με τα στοιχεία της Eurostat, οι δαπάνες για δημόσια απασχόληση στην Ελλάδα φαίνεται να αυξάνονται συστηματικά την τελευταία δεκαετία, από 38% των καθαρών εσόδων του δημοσίου το 2000 σε 55% το 2009 παρά τις

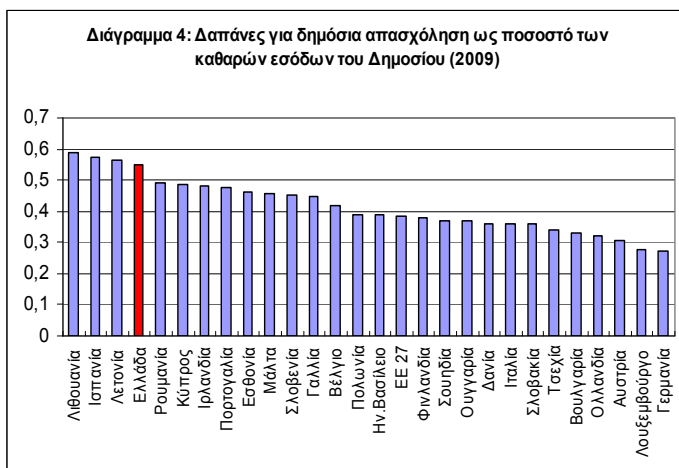


Πηγή: Ameco database, Eurostat. Η σειρά υπολογίστηκε ως (Total current revenue (URCG)-Social contributions received (UTSG))/GDP.

πιέσεις της Κομισιόν για περικοπές δαπανών. Η αύξηση αυτή των δαπανών μισθοδοσίας στο δημόσιο ως ποσοστού των καθαρών εσόδων δεν οφείλεται τόσο στην σχετική μείωση των εσόδων το 2009 λόγω της ύφεσης, αλλά στην διαχρονική αύξηση των δαπανών μισθοδοσίας. Συγκεκριμένα, ενώ τα έσοδα του δημοσίου αυξήθηκαν κατά 57% κατά την περίοδο 2000-2009, οι δαπάνες για μισθοδοσία διπλασιάστηκαν.

Προσθέτοντας και τις λειτουργικές δαπάνες στο κονδύλιο της δημόσιας απασχόλησης, η συντήρηση του δημόσιου τομέα στην Ελλάδα απορροφά το 60% των καθαρών εσόδων του δημοσίου. Το 40% των εσόδων που απομένει αντιστοιχεί σε 20 δις ευρώ το 2009, από τα οποία πρέπει να καλυφθούν οι δαπάνες για κοινωνική προστασία (4,2 δις), οι επιχορηγήσεις των ασφαλιστικών ταμείων (12,4 δις), οι αμυντικές δαπάνες (3,1 δις), η αποπληρωμή των τόκων για το δημόσιο χρέος (12,3 δις) και οι δημόσιες επενδύσεις (7,2 δις). Είναι φανερό, ότι, αν δεν περιοριστεί δραστικά το μέγεθος του δημόσιου τομέα, τα περιθώρια της δημοσιονομικής πολιτικής θα παραμείνουν πολύ περιορισμένα.

ευρωπαϊκό μέσο είναι διπλάσια (17 μονάδες ως ποσοστό των εσόδων) από την απόκλιση των εσόδων (9 μονάδες ως ποσοστό του ΑΕΠ). Κατά συνέπεια, για να συγκλίνουμε μακροπρόθεσμα προς την Ευρώπη, πρέπει η δημοσιονομική προσαρμογή να στοχεύει κυρίως στην περικοπή καταναλωτικών δαπανών του δημοσίου (με προτεραιότητα τις δαπάνες για απασχόληση και συντάξεις) και δευτερευόντως σε αύξηση των φορολογικών εσόδων. Τέλος, στις παρούσες συνθήκες αυξημένης αβεβαιότητας για την πορεία της οικονομίας και εντεινόμενων πιέσεων των αγορών, η περικοπή δαπανών επιβάλλεται ως ο κύριος μοχλός της δημοσιονομικής προσαρμογής και για τον επιπλέον λόγο ότι τα φορολογικά έσοδα εξαρτώνται άμεσα από την πορεία της οικονομικής δραστηριότητας και, κατά συνέπεια, θα επηρεαστούν αρνητικά στην περίπτωση μιας βαθύτερης ύφεσης της οικονομίας.



Πηγή: Ameco database, Eurostat. Η σειρά υπολογίστηκε ως (Compensation of employees: general government (UWCG))/(Total current revenue (URCG)-Social contributions received (UTSG)).

Τέλος, από τις παραπάνω συγκρίσεις προκύπτει ότι η απόκλιση των δαπανών για δημόσια απασχόληση από τον

Γιατί η χρεοκοπία δεν αποτελεί επιλογή: Κόστη, διαφορές και επιπτώσεις στις διαθέσιμες επιλογές οικονομικής πολιτικής

Δρ Τάσος Αναστασάτος*

*Senior Economist, Eurobank EFG. E-mail: tanastasatos@eurobank.gr.

1. Εισαγωγή

Η πιθανότητα χρεοκοπίας μία χώρας-μέλους της ζώνης του Ευρώ εν έτει 2010, μετά από πολλά έτη έντονης ανάπτυξης και θεσμικών μεταβολών θα φαινόταν αδιανόητη μέχρι πρότινος. Δυστυχώς όμως, η δραματική μεταβολή των συνθηκών λειτουργίας της ελληνικής οικονομίας οδήγησαν μεγάλα τμήματα των διεθνών αγορών και θεσμικών παραγόντων να εξετάζουν σοβαρά αυτό το ενδεχόμενο και εν πολλοίς να στοιχηματίζουν σε αυτό. Αυτό το γεγονός οδήγησε το κόστος δανεισμού του ελληνικού δημοσίου σε πρωτοφανή για κράτος-μέλος της Ευρωζώνης επίπεδα. Ενώπιον των δημοσιονομικών αδιεξόδων και των πολιτικά επώδυνων αποφάσεων οι οποίες απαιτούνται για την άρση τους, κάποιοι αναλυτές υποστηρίζουν ότι ίσως η χρεοκοπία να ήταν και η επιλογή με το μικρότερο συγκριτικά κόστος.

Η παρούσα μελέτη αναλύει γιατί η χρεοκοπία δεν είναι επιθυμητή με καθαρά οικονομικά κριτήρια, πέραν των συμβολισμών της. Ακόμα περισσότερο, εξηγεί γιατί η κήρυξη στάσεως πληρωμών, με τον τρόπο τον οποίο εφαρμόστηκε σε αρκετά αναπτυσσόμενα κράτη τις τελευταίες δεκαετίες, δεν είναι εφικτή για ένα κράτος μέλος της ζώνης του Ευρώ όπως η Ελλάδα. Αλλά και οι οικονομικές συνθήκες της Ελλάδας σήμερα διαφέρουν σημαντικά από ιστορικές περιστάσεις κήρυξης χρεοστασίου, της ίδιας της Ελλάδας

στο παρελθόν συμπεριλαμβανομένης. Κατά συνέπεια, αναλύονται οι διαθέσιμες πολιτικές επίτευξης δημοσιονομικής εξυγίανσης και μακροχρόνια βιώσιμης ανάπτυξης εντός του πλαισίου που ορίζει η συμμετοχή στην ΟΝΕ.

2. Τι σημαίνει και τι κοστίζει μία χρεοκοπία

Η χρεοκοπία μίας χώρας συνιστά αδυναμία αποπληρωμής των δανειακών της υποχρεώσεων εντός των χρονικών ορίων τα οποία προβλέπουν οι συμφωνίες δανεισμού. Η αποφυγή της χρεοκοπίας, τουτέστιν η διατηρησιμότητα του χρέους μίας χρεωμένης χώρας, προϋποθέτει να είναι εφικτή η ακολουθία των πρωτογενών πλεονασμάτων η οποία απαιτείται για να διατηρηθεί το συνολικό χρέος σταθερό ως ποσοστό του ΑΕΠ. Ακολούθως, αθέτηση πληρωμών (insolvency) μπορεί να πυροδοτηθεί από κάθε γεγονός το οποίο καθιστά την πληρωμή των τοκοχρεωλυσίων δυσκολότερη. Τέτοια γεγονότα περιλαμβάνουν μία χρηματοπιστωτική κρίση (μεγάλες εκδόσεις χρέους για την στήριξη του χρηματοπιστωτικού τομέα), διαταραχή στους όρους εμπορίου, υποτίμηση (αύξηση κόστους πληρωμών σε συνάλλαγμα) αλλά και μία μείωση του ΑΕΠ. Προβλήματα ρευστότητας μπορούν να προκύψουν λόγω πανικών, ακόμα και αν η χρηματοδότηση είναι διατηρήσιμη. Επομένως

πολλαπλά σημεία ισορροπίας είναι δυνατά. Απόσυρση χρηματοδότησης μπορεί να προκαλέσει οτιδήποτε προκαλεί έλλειψη αξιοπιστίας: κρίση εμπιστοσύνης, πολιτικές κρίσεις ή ακόμα και ο φόβος ότι η οικονομία κινείται προς ένα δυσμενές σημείο ισορροπίας. Τέλος, κάποιες χώρες μπορεί απλά να είναι απρόθυμες να πληρώσουν αν δεν τις ενδιαφέρει η ολοκλήρωση στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές ή πιστεύουν ότι το κόστος της χρεοκοπίας υπερκαλύπτεται από την απελευθέρωση πόρων για άλλες εσωτερικές προτεραιότητες.

Η διεθνής εμπειρία υποδεικνύει ότι οι χρεοκοπίες έχουν μία τυπική συμπτωματολογία. Πριν τη χρεοκοπία, οι χώρες παρουσιάζουν απώλεια συναλλαγματικών διαθεσίμων, υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας, συρρίκνωση του χρηματοπιστωτικού τομέα, ύφεση, δημοσιονομικά και εξωτερικά ελλείμματα. Κατά την κρίση, η υποτίμηση γίνεται ραγδαία, παρουσιάζονται τραπεζικοί πανικοί (μείωση των καταθέσεων, φυγή κεφαλαίων στο εξωτερικό) και καταρρέουσες κάποιων εγχωρίων πιστωτικών ιδρυμάτων. Η νομισματική προσφορά επιταχύνεται, με επιπτώσεις στον πληθωρισμό. Οι υπόλοιποι δείκτες ωστόσο έχουν αρχίσει ήδη να βελτιώνονται. Αυτές οι τάσεις εμπεδώνονται μετά την κήρυξη χρεωστασίου: ο κίνδυνος χώρας επιστρέφει σε πιο φυσιολογικά επίπεδα, το δημόσιο έλλειμμα μειώνεται, και το εξωτερικό ισοζύγιο βελτιώνεται, συνεπεία της υποτίμησης, η ισοτιμία σταθεροποιείται και οι καταθέσεις και τα διαθέσιμα επιστρέφουν. Το ΑΕΠ ανακάμπτει ταχέως αλλά αυτό δεν οφείλεται τόσο στην ανακούφιση από το χρέος όσο στη βελτίωση της ποιότητας των μακροοικονομικών πολιτικών από την εφαρμογή των προγραμμάτων που συνοδεύουν την χρεοκοπία. Η πιθανή κατάρρευση ή ο τραυματισμός του χρηματοπιστωτικού τομέα επιφέρει πιο μακροχρόνια κόστη για την οικονομική ανάπτυξη. Η ανάκτηση πρόσβασης σε χρηματοδότηση επιβραδύνεται από την συμμετοχή των διεθνών οργανισμών. Χωρίς αυτή, τα κόστη φήμης και αξιοπιστίας από την χρεοκοπία υπεραντισταθμίζουν τα χρηματικά οφέλη.

Οι χρεοκοπίες οδηγούν σε διαπραγματεύσεις με παράλληλο περιορισμό της πρόσβασης στις αγορές κεφαλαίων και, ακολούθως, σε παρατεταμένες περιόδους αυξημένου κόστους δανεισμού όταν αυτός επανεκκινήσει. Το υπόδειγμα της Goldman Sachs (Ades et al, 2000) εκτιμά ότι οι εκδόσεις χρέους που προήλθαν από αναδιάρθρωση φέρουν ένα κόστος υψηλότερο κατά 165 μονάδες βάσης κατά μέσο όρο.

Μία χώρα η οποία αντιμετωπίζει προβλήματα ρευστότητας ή αξιοπιστίας μπορεί να επιλέξει να αθετήσει συγκεκριμένες υποχρεώσεις ώστε να ανακουφιστεί σε μια δύσκολη στιγμή αυξημένων χρηματοδοτικών αναγκών. Τα τελευταία έτη, τα περιστατικά χρεοκοπίας ή χρονικής αναδιάρθρωσης πληρωμών χαρακτηρίζονται από σύντομες διαπραγματεύσεις.² Οι αναδιρθρώσεις συνήθως θέτουν ως προτεραιότητα το χρέος προς διεθνείς οργανισμούς και πιστωτές. Χώρες με προβλήματα φερεγγυότητας ή απρόθυμες να πληρώσουν, μπορεί να επιλέξουν γενική παύση πληρωμών. Η αναδιάρθρωση συνήθως παίρνει τη μορφή ενός swap ομολόγων, όπου το παλαιό χρέος ανταλλάσσεται με νέο. Τα χαρακτηριστικά των νέων χ/ο εργαλείων σχετίζονται με τους σκοπούς της αναδιάρθρωσης. Τέτοιοι σκοποί είναι η δημιουργία ενός νέου προφίλ πληρωμών για την αποφυγή βραχυχρόνιων χρηματοδοτικών αναγκών, η μείωση του βάρους των χρεών³ και η αποφυγή της πιθανότητας κάποιου πιστωτές να μην συμμετάσχουν στη νέα συμφωνία και να προσφύγουν στα δικαστήρια κατά τη διαδικασία αναδιάρθρωσης. Η λύση αυτών των προβλημάτων αυξάνει τις πιθανότητες επανέναρξης του εθελούσιου δανεισμού.

² Το βάθος και η πολυπλοκότητα των σύγχρονων χρηματοπιστωτικών αγορών σημαίνουν την ύπαρξη πιστωτών με διαφορετικούς στόχους και προφίλ έκθεσης σε κίνδυνο χώρας. Κάποιοι εξ αυτών είναι πρόθυμοι να δανείσουν σε μία χρεοκοπημένη χώρα, με το ανάλογο τίμημα ασφαλώς. Εξάλλου, η επίτευξη γρήγορης και βιώσιμης συμφωνίας αναδιάρθρωσης χρεών περιορίζει τους κινδύνους για την σταθερότητα του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος από μία πιθανή διεθνή μετάδοση των κρίσεων.

³ Με συμπερίληψη κάποιων όρων που καθιστούν τη συμφωνία πιο ανεκτή για τους πιστωτές, πχ. πληρωμές σε μετρητά, αυξήσεις επιτοκίων, παροχή εγγυήσεων, δικαιώματα επανατοποθέτησης, υποχρέωση μείωσης ομολόγων συγκεκριμένων ληκτοτήτων.

Συνοψίζοντας, η απarıθμηση και μόνο των συμπτωμάτων της χρεοκοπίας θα έπρεπε να είναι επαρκής αιτιολόγηση του γιατί δεν αποτελεί προτιμητέα επιλογή πολιτικής, ανεξαρτήτως του κόστους της εναλλακτικής πολιτικής. Για μια ανεπτυγμένη χώρα σαν την Ελλάδα, τα κόστη φήμης και αξιοπιστίας από την χρεοκοπία είναι πιο επώδυνα σε σχέση με μία αναπτυσσόμενη χώρα και θα προκέρυπταν ακόμα και από αυτή την ίδια την προσφυγή στο ΔΝΤ. Η συμμετοχή της Ελλάδας στη ζώνη του κοινού νομίσματος αυξάνει ακόμα περισσότερο το κόστος μίας πιθανής χρεοκοπίας. Καταρχήν, δυσχεραίνει την παροχή βοήθειας ακόμα και μετά την κήρυξη χρεοκοπίας λόγω της ανάγκης μετριασμού του κινδύνου μετάδοσης και του ηθικού κινδύνου. Περαιτέρω, η σταθερότητα του νομίσματος καθιστά πιθανότερο η βοήθεια να μετατραπεί σε φυγή κεφαλαίων, φαινόμενο που μερικώς παρατηρήθηκε ήδη τις προηγούμενες εβδομάδες, με την προσδοκία και μόνο δυσκολιών. Η επιλεκτική άρνηση πληρωμών (πχ. για εργαλεία που δεν έχουν πληρωμές τα προσεχή έτη) είναι επίσης πρακτικά ανέφικτη, πέραν του τεράστιου κόστους φήμης, και για λόγους δημιουργίας πανικού που θα εκτόξευε το κόστος χρηματοδότησης. Η χώρα θα καθίστατο μέλος του Τρίτου Κόσμου για το προβλεπτό μέλλον.

3. Διαφοροποίηση της παρούσας κατάστασης από ιστορικές χρεοκοπίες και η επίδραση της ΟΝΕ

Η παρούσα κατάσταση παρουσιάζει σημαντικές διαφορές από τις ιστορικές χρεοκοπίες του ελληνικού κράτους (ίδη Πίνακα 1). Η αύξηση του κατά κεφαλήν εισοδήματος των ελλήνων (94% του μ.ο. της Ευρωζώνης σήμερα, 103% της ΕΕ27) συνεπάγεται τελείως διαφορετικές δυνατότητες αποπληρωμής χρεών και πιστοληπτικής φερεγγυότητας σε σχέση με το παρελθόν. Παρά τις πρόσφατες υποβαθμίσεις, η πιστοληπτική ικανότητα του ελληνικού κράτους παραμένει παρασάγγας καλύτερη αυτής άλλων εποχών. Η Ελλάδα του

19αι. και του πρώτου ημίσεως του 20αι. ήταν μία χώρα η οποία εταλανίζετο από συνεχείς πολέμους, προσφυγικά κύματα, πρωτόγονη παραγωγική δομή και οικονομικοπολιτική εξάρτηση. Ως συνέπεια, η χώρα αντιμετώπιζε ένα εξαιρετικά υψηλό επιτόκιο εξυπηρέτησης των χρεών της. Το υψηλό ποσοστό των –ούτως ή άλλως πενιχρών- εσόδων του προϋπολογισμού το οποίο κατευθύνετο στην εξυπηρέτηση του χρέους, μείωνε δραματικά τους διαθέσιμους πόρους για αναπτυξιακές πολιτικές, άρα και τις δυνατότητες αποπληρωμής χρεών, διαιωρίζοντας έτσι τα υψηλά επιτόκια και το υπέρογκο δανειακό βάρος. Εν πολλοίς, πρόκειται για τον φαύλο κύκλο υπερχρέωσης και χαμηλής ανάπτυξης ο οποίος χαρακτήρισε πολλές αναπτυσσόμενες χώρες. Μεταπολεμικά, οι υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης και οι συνεπείς δημοσιονομικές πολιτικές επέτρεψαν την υπέρβαση του φαινομένου. Στα τέλη της δεκαετίας του 1970, ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ ήταν μόλις στο 30%. Δυστυχώς, από την δεκαετία του 1980, οι δημοσιονομικές απέκτησαν πιο επεκτατική κατεύθυνση, ο δανεισμός, εσωτερικός και εξωτερικός, αυξήθηκε εκ νέου και έκτοτε ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ παρέμεινε υψηλός.

Παραταύτα, η πιστοληπτική ικανότητα του ελληνικού κράτους και τα επιτόκια εξυπηρέτησης του χρέους βελτιώθηκαν δραματικά τα τελευταία έτη. Αυτή η εξέλιξη οφείλεται αποκλειστικά στη συμμετοχή στην ΟΝΕ και στην αυξημένη αξιοπιστία της ΕΚΤ στην άσκηση αντιπληθωριστικής πολιτικής. Έως πρόσφατα, οι αγορές απέδιδαν στο ενδεχόμενο διάλυσης της νομισματικής ένωσης μηδενική πιθανότητα κι επομένως τιμολογούσαν τα ομόλογα των διαφόρων κρατών-μελών με ενιαίο τρόπο. Το περιθώριο απόδοσης μεταξύ του ελληνικού ομολόγου και του γερμανικού Bund, το οποίο θεωρείται το ασφαλέστερο της ζώνης, είχε σταθεροποιηθεί τα τελευταία έτη κάτω των 20 μονάδων βάσης. Ως αποτέλεσμα, μέχρι και πριν την διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση, οι δαπάνες για τοκοχρεωλύσια του ελληνικού δημόσιου χρέους είχαν μειωθεί σημαντικά. Αυτό το γεγονός, σε συνδυασμό με τους υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας, επέτρεψαν τη

Πίνακας 1: Οι Χρεοκοπίες του Ελληνικού Κράτους

Έτος	Αιτιολογία	Ρύθμιση
1827	Αδυναμία καταβολής των τοκοχρεολυσίων δύο δανείων από την Αγγλία ονομαστικής αξίας £2.800.000.	Μάχη του Ναβαρίνου! (δημιουργία κρατικής οντότητας με δυνατότητα καταλογισμού)
1843	Διακοπή εξόφλησης των δόσεων κοινοπρακτικού δανείου αξίας 60.000.000 γαλλικών φράγκων (προς αποπληρωμή των «Δανείων της ανεξαρτησίας», εξαγορά από την Τουρκία των επαρχιών Αττικής, Ευβοίας και μέρους της Φθιώτιδος και την συντήρηση των βαυαρικών στρατών)	Διακοπή των πιστωτικών γραμμών από το εξωτερικό, στροφή στον εσωτερικό δανεισμό για τη χρηματοδότηση του χρέους
1893	Αδυναμία εξυπηρέτησης δανείων συνολικής αξίας 585,4 εκατ. χρυσών φράγκων (προς εξυπηρέτηση παλαιών δανείων, ανάπτυξη υποδομών, εξαγορές και άλλων επαρχιών στη Θεσσαλία, χρηματοδότηση του «Κρητικού ζητήματος» και προμήθειες πολεμικού υλικού	Υπαγωγή το 1897 στον Διεθνή Οικονομικό Έλεγχο, είσπραξη για λογαριασμό των δανειστών φόρων σε είδη μονοπωλίου (αλάτι, σπύρτα, πετρέλαιο), λήψη νέου δανείου 150 εκατ. φράγκων το 1898. Άρση ΔΟΕ το 1978.
1932	Κερδοσκοπικές επιθέσεις στη δραχμή μετά την κατάρρευση του κανόνα του χρυσού, απώλεια συναλλαγματικών διαθεσίμων \$3,6 εκατ, κήρυξη στάσης πληρωμών (συνολική αξία συσσωρευμένων δανείων 2,868,1 εκατ. χρυσά φράγκα)	Τελικός διακανονισμός όλων των προπολεμικών χρεών της Ελλάδας από τον Σπύρο Μαρκεζίνη στα 1952-53. Τελικές πληρωμές εκείνων των δανείων ολοκληρώθηκαν το 1967.

Πηγές: Αλογοσκούφης και Λαζαρέτου (2002), Πολυδώρου (2009), Μαλούχος (2009).

σταθεροποίηση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ, παρά την ουσιαστική απουσία περιοριστικών δημοσιονομικών πολιτικών.

Αυτό δεν ισχύει πλέον. Η αποστροφή κινδύνου, ιδίως προς τις περιφερειακές αγορές, η οποία προέκυψε μετά τη διεθνή χρηματοπιστωτική κρίση, οδήγησε τις αγορές να ελέγχουν σε βάθος τις δημοσιονομικές αδυναμίες εκάστης χώρας ξεχωριστά. Εντός αυτού του πλαισίου, η ανακάλυψα δυναμική εκτόξευσης του δημοσίου χρέους κάποιων χωρών, με πρώτη την Ελλάδα, σε συνδυασμό με την προβλεπόμενη χαμηλή ανάπτυξη, δημιουργούν φόβους για το φαινόμενο της χιονοστιβάδας το οποίο περιγράφεται στο άρθρο του Δ.

Μαλλιαρόπουλου. Οι αγορές ομολόγων, τιμολόγησαν αυτό τον κίνδυνο χώρας ενσωματώνοντας ένα premium στα ελληνικά ομόλογα, με αποτέλεσμα την άνοδο του κόστους δανεισμού σε πρωτοφανή για χώρα της ΟΝΕ επίπεδα. Παρά ταύτα, θα εξηγηθεί παρακάτω ότι η αξιοπιστία της ΟΝΕ εξακολουθεί να ενισχύει το αξιόχρεο της Ελληνικής Δημοκρατίας.

Η παρούσα κατάσταση διαφέρει όμως σημαντικά και από τις οικονομικές συνθήκες στις χώρες οι οποίες κήρυξαν χρεοκοπία στο πρόσφατο παρελθόν. Στον Πίνακα 2 παρουσιάζονται τα μεγέθη των μεταβλητών ενδιαφέροντος σε αυτές τις χώρες ένα έτος πριν την κήρυξη του

Πίνακας 2: Τα Συμπτώματα των Διεθνών Χρεοκοπιών και η Ελλάδα

	Δημόσιο χρέος/ΑΕΠ	Δημοσ/κό έλλειμμα (% ΑΕΠ)	Συν/κά Διαθέσιμα (% μτβ)	Καταθέσεις (% μτβ)	Εξωτερικό έλλειμμα (% ΑΕΠ)	Ισοτιμία (% μτβ) *	ΑΕΠ (% μτβ)
Ρωσία 1998	140	-4,1	-20,4	-28,8	5,6	345	-34,1
Πακιστάν 1998	99	-6,4	-10,2	0,5	-3,9	4,5	2,5 (ονομαστική)
Ισημερινός 1999 (Q3)	132	0,1	-12,4	-50,4	9,2	213	-7,2
Αργεντινή 2001 (Q1)	52	-3,4	-27,7	-10,4	-3,9	0	-0,1
Μέσος όρος χρεοκοπιών 1990-2003	97	-2,6	-7,2	-5,6	1,5	16,2	-3,7
Ελλάδα 2009	113,4	-12,7	10,9**	8,5**	-10,5**	-	-1,3**

Στοιχεία από τον Sturzenegger (2002), ΤτΕ (2009), επεξεργασία των συγγραφέων

* Άνοδος της ισοτιμίας υποδηλοί υποτίμηση, ** Εκτίμηση

χρεοστασίου και αντιπαραβάλλονται με τα αντίστοιχα μεγέθη της ελληνικής οικονομίας το 2009. Ένα πρώτο συμπέρασμα είναι ότι ο υψηλός λόγος δημόσιου χρέους προς ΑΕΠ δεν είναι επαρκής αλλά ούτε αναγκαία προϋπόθεση για την κήρυξη χρεοκοπίας. Αρκετές ανεπτυγμένες χώρες οι οποίες δεν αντιμετωπίζουν προσκόμματα στη χρηματοδότησή τους από τις διεθνείς αγορές, έχουν υψηλότερο λόγο χρέους προς ΑΕΠ από χώρες οι οποίες υποχρεώθηκαν σε χρεωστάσιο. Η δυσκολία χρηματοδότησης του δημόσιου χρέους προκύπτει από την καχυποψία των αγορών για την δυναμική μεταβολής και τη διατηρησιμότητα των θεμελιωδών μεγεθών. Ενίοτε δε αφορά και την επίφοβη απροθυμία των χωρών να πληρώσουν τα χρέη τους. Προς τούτο, είναι χαρακτηριστικό ότι οι ανησυχίες στις διεθνείς αγορές για πιθανή χρεοκοπία της Ελλάδας, ανεφύησαν όταν η δημοσιονομική εκτροπή του 2009, σε συνδυασμό με την εμμένουσα ύφεση, δημιούργησαν δυναμική εκτόξευσης του χρέους, και όχι πριν, παρά τον ήδη υψηλό λόγο χρέους προς ΑΕΠ.

Από τη σύγκριση επίσης προκύπτει ότι η συμμετοχή στην ΟΝΕ απαλάσσει τη χώρα από τον σημαντικότερο λόγο κήρυξης χρεωστασίου: τις κερδοσκοπικές επιθέσεις στα συναλλαγματικά της διαθέσιμα και το νόμισμα. Τέτοιες επιθέσεις συνήθως καταλήγουν σε υποτίμηση, η οποία αυξάνει την αξία των δανείων τα οποία είναι εκφρασμένα σε ξένο νόμισμα ώστε το συνολικό βάρος του χρέους να καθίσταται μη εξυπηρετήσιμο. Για την Ελλάδα τέτοιος κίνδυνος δεν υφίσταται, καθώς σχεδόν το σύνολο του χρέους της είναι εκφρασμένο σε ευρώ και οι όποιες πιέσεις εκφράζονται αποκλειστικά στην αγορά ομολόγων. Παρά ταύτα, πρέπει να επισημανθεί ότι η πραγματική υπερτίμηση την οποίαν έχει συσσωρεύσει η Ελλάδα από της εισόδου της στην ΟΝΕ έως σήμερα (18% σε όρους ΔΤΚ, 32% σε όρους μοναδιαίου κόστους εργασίας) δεν απέχει πολύ από τη μέση υποτίμηση των χωρών που πτώχευσαν. Οι απώλειες ανταγωνιστικότητας τις οποίες υποδηλοί η υπερτίμηση είναι ένα από τα σημαντικότερα προβλήματα για την οικονομική ανάκαμψη και, άρα, τη μακροχρόνια βιωσιμότητα των δημόσιων οικονομικών. Ο βασικός φόβος για τη δημιουργία του φαινομένου της χιονοστιβάδας εκπορεύεται ακριβώς από

την πιθανή μείωση του μακροπρόθεσμου δυνητικού προϊόντος της ελληνικής οικονομίας λόγω της χαμηλής ανταγωνιστικότητας.

4. Οικονομικές πολιτικές για την έξοδο από την κρίση

Στο Τμήμα 2 εξηγήθηκε γιατί η κήρυξη χρεοκοπίας δεν είναι επιθυμητή. Το παρόν τμήμα θα δείξει όμως ότι στην πράξη δεν είναι, τελικά, ούτε εφικτή. Κατά συνέπεια, ορθόδοξες οικονομικές πολιτικές πρέπει να εκπονηθούν και εφαρμοστούν σε έναν πολυετή ορίζοντα ώστε να επιτευχθεί η ανάταξη της ελληνικής οικονομίας. Η ανάλυση που ακολουθεί περιγράφει συνολικά το ελληνικό πρόβλημα, αναδεικνύοντας τις παραμέτρους που επηρεάζουν τη μακροχρόνια βιωσιμότητα, πέραν της ανάγκης για άμεση μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος. Οι οικονομικές πολιτικές οι οποίες είναι αναγκαίες προς τούτο αναλύονται υπό το πρίσμα των περιορισμών τους οποίους επιβάλλει το διεθνές περιβάλλον, καθώς και η συμμετοχή στο κοινό ευρωπαϊκό νόμισμα.

4.α Το Διεθνές πλαίσιο

Τις τελευταίες δεκαετίες έχουν συντελεστεί σημαντικές αλλαγές στον τρόπο με τον οποίο χορηγούνται δάνεια στις εθνικές κυβερνήσεις, ειδικά αυτές αναδυόμενων κρατών. Συνακόλουθα, η διεθνής αρχιτεκτονική χειρισμού των κρίσεων χρεοκοπίας έχει υποστεί οβιδιακές μεταμορφώσεις ως αποτέλεσμα της ιστορικής εμπειρίας (ίδε [Box 1](#)). Το εκκρεμές κινήθηκε ανάμεσα σε δύο ακραίες στρατηγικές: αυτή που αποσκοπεί στη μείωση του κόστους πιθανής χρεοκοπίας για αμφοτέρωτα τα κράτη και τους διεθνείς δανειοδότες και αυτή που παρέχει αντικίνητρα χρεοκοπίας ώστε να ενισχυθεί η σταθερότητα του διεθνούς

χρηματοπιστωτικού συστήματος, ιδίως του σκέλους του που αφορά τα προϊόντα χρηματοδότησης των αναδυόμενων οικονομιών. Η συσσωρευμένη εμπειρία κατέληξε πλέον στην επιλογή κάθε χώρα σε δυσκολία να αντιμετωπίζεται από τους διεθνείς οργανισμούς και τις αγορές ανάλογα με τη συμπεριφορά της: υποστήριξη παρέχεται μόνο εάν η χώρα εφαρμόζει συνεπείς πολιτικές, ιδίως όσον αφορά τη δημοσιονομική προσαρμογή.

Η εν εξελίξει διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση και η ένταση την οποία προσέλαβε μετά την χρεοκοπία της Lehman Brothers, κατέδειξε την επικινδυνότητα για τη σταθερότητα του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος πιθανής χρεοκοπίας κάποιας κρατικής οντότητας. Η μεταρρύθμιση του διεθνούς χρηματοπιστωτικού συστήματος η οποία προωθείται από το G20 κατατείνει στη δημιουργία αυστηρότερης εποπτείας και κανόνων χρηματοδότησης ώστε να αποτραπούν μελλοντικές περιπτώσεις ανάληψης υπερβολικού ρίσκου από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και αποσταθεροποίησης του συστήματος. Ωστόσο, η ανησυχία σταδιακά μετατοπίζεται προς τις δημοσιονομικές επιπτώσεις των πακέτων στήριξης των τραπεζών και της πραγματικής οικονομίας τα οποία εφήρμοσαν αρκετές κυβερνήσεις. Κατά συνέπεια, η διασφάλιση της σταθερότητας του διεθνούς συστήματος θα επιβάλλει μία αυστηροποίηση της διαχείρισης των δημόσιων οικονομικών.

4.β Το πλαίσιο της ONE

Στο εσωτερικό της ΕΕ, υπάρχουν επιπρόσθετα κίνητρα εφαρμογής αυστηρού θεσμικού πλαισίου και πρακτικής. Πιθανή χρεοκοπία ενός κράτους-μέλους της ONE θα υπέσκαπτε το κύρος ολόκληρου του εγχειρήματος και την αξιοπιστία του κοινού νομίσματος ως ασπίδας προστασίας έναντι κρίσεων, νομισματικής και χρηματοπιστωτικής αστάθειας. Η αρχική εκτίμηση η οποία διέτρεχε την πολιτική της ΕΕ είναι ότι η Ελλάδα είναι μία μικρή αγορά ώστε ο κίνδυνος μετάδοσης της ελληνικής κρίσης σε άλλες ευρωπαϊκές χώρες να είναι διαχειρίσιμος. Αντίθετα, η παροχή πακέτου διάσωσης εθεωρείτο ότι ενέχει ηθικό

κίνδυνο (moral hazard) χαλάρωσης άλλων απειθαρχων δημοσιονομικά χωρών. Επομένως, η πρώτη αντίδραση της ΕΕ στα δημοσιονομικά προβλήματα της Ελλάδας, κατά κύριο λόγο, αλλά και άλλων υπερχρεωμένων οικονομιών, ήταν η άσκηση πίεσης σε αυτές να συμμορφωθούν και να εφαρμόσουν συνεπείς δημοσιονομικές επιλογές με ίδιες δυνάμεις, χωρίς διασυστική χρηματοδότηση.

σε εθνική βάση. Πλέον κερδίζουν έδαφος οι απόψεις ότι η σταθερότητα της ΟΝΕ απαιτεί την αυστηροποίηση των αρχών εναρμόνισης των εθνικών πολιτικών ή και την μεταφορά αρμοδιοτήτων άσκησης πολιτικής σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Η εμπάθυνση της οικονομικής ενοποίησης θα απαιτήσει και εμπάθυνση της πολιτικής ενοποίησης. Παράλληλα, εντείνονται και τα κατασταλτικά μέτρα ώστε η πιθανότητα

Box 1: οι μεταβολές της διεθνούς αρχιτεκτονικής χειρισμού των κρίσεων χρεοκοπίας

Η στρατηγική η οποία διαμορφώθηκε στον απόηχο της χρεοκοπίας του Μεξικού το 1982 και το ακόλουθο ντόμινο χρεοκοπιών πολλών αναπτυσσόμενων χωρών προέβλεπε την ενεργό ανάμιξη διεθνών κοσφόρτσιουμ τραπεζών στην αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των αναδύμενων οικονομιών και την αντίστοιχη χορήγηση δανείων. Η αποτυχία περιορισμού των χρεοκοπιών οδήγησε στον περιορισμό της πρόσβασης των χρεωμένων χωρών στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές. Μετά το 1990, τα διεθνή δάνεια προς κράτη αυξήθηκαν εκ νέου αλλά αυτή τη φορά με την πρωτοβουλία και την ευθύνη ιδιωτών επενδυτών ομολόγων. Ο φόβος νέου κύματος χρεοκοπιών όμως, κινητροδότησε την ενεργητική παρέμβαση της διεθνούς κοινότητας, ιδίως των ΗΠΑ. Οι συμφωνίες προέβλεπαν την ανταλλαγή του παλιού εμπορικού χρέους με καινούρια χρηματοοικονομικά εργαλεία τα οποία πρόσφεραν μειώσεις στο οφειλόμενο κεφάλαιο ή τους τόκους (Brady deals). Και αυτή η προσέγγιση υπέστη κριτική ότι δημιουργούσε κίνητρα στις κυβερνήσεις να χρεοκοπήσουν (moral hazard). Ως απάντηση, το ΔΝΤ απέστη ενεργητικής παρεμβάσεως σε επόμενες περιπτώσεις. Η απροθυμία ήταν μεγαλύτερη εάν τα κράτη που ζητούσαν τη βοήθειά του ΔΝΤ τηρούσαν καθεστώς σταθερής συναλλαγματικής ισοτιμίας. Η σταθερή ισοτιμία αυξάνει την πιθανότητα τα χρήματα της βοήθειας απλώς να χρηματοδοτήσουν τη φυγή κεφαλαίων των εγχώριων και ξένων επενδυτών. Όταν το ΔΝΤ ανεμεινύετο, το έκανε με την προϋπόθεση εφαρμογής αυστηρών όρων, ιδίως όσον αφορά τη δημοσιονομική διαχείριση των χωρών τις οποίες δανειοδοτούσε. Ούτε αυτή η προσέγγιση στερούσε το κίνητρο χρεοκοπίας, εφόσον οι χώρες ετύγχαναν ευχερέστερης πρόσβασης σε χρηματοδότηση μόνο αφότου χρεοκοπούσαν. Ενισχύθηκε έτσι η αντίληψη ότι χρεοκοπία είναι, όχι μόνο εφικτή, αλλά σε ορισμένες περιπτώσεις και επωφελής. Λόγω αυτών των προσμετρήσεων, η διεθνής τάση πλέον είναι η αύξηση του κόστους των χρεοκοπιών για όλα τα εμπλεκόμενα μέρη ώστε η χρεοκοπία να μην είναι ελκυστική επιλογή.

Η στρατηγική πίεσης περιλαμβάνει τόσο την αναθεώρηση επί το αυστηρότερον των θεσμών προληπτικού ελέγχου των οικονομικών πολιτικών των κρατών-μελών όσο και κατασταλτικά μέτρα. Ως προς την πρόληψη, μία συζήτηση λαμβάνει χώρα για την πιθανότητα αναθεώρησης των Ευρωπαϊκών Συνθηκών ώστε η Ευρωπαϊκή Επιτροπή να μπορεί να επεμβαίνει προληπτικά σε περιπτώσεις διαφανόμενης δημοσιονομικής εκτροπής ή απώλειας ανταγωνιστικότητας, αντί να απευθύνει απλές συστάσεις, όπως συνέβαινε μέχρι σήμερα. Περαιτέρω, η ελληνική περίπτωση έχει καταστήσει σαφή την αποτυχία του υφιστάμενου πλαισίου άσκησης της δημοσιονομικής πολιτικής

κοινοτικής αλληλεγγύης να μην χαλαρώνει την αφοσίωση των κρατών-μελών στην εφαρμογή πολιτικών συνεπών με τους

στόχους της δημοσιονομικής σταθερότητας και της μακροχρόνιας ανταγωνιστικότητας. Προς τούτο, η ΕΕ διαθέτει αρκετά μέσα. Στην περίπτωση της Ελλάδας, ήδη η χώρα βρίσκεται σε καθεστώς πρωτοφανούς ελέγχου της εφαρμογής του Προγράμματος Σταθερότητας και Ανάπτυξης (ΠΣΑ). Τριμερής επιτροπή, αποτελούμενη από εκπροσώπους της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, της ΕΚΤ και του ΔΝΤ θα ελέγχει την εκτέλεση του προϋπολογισμού σε μηνιαία βάση. Σε περίπτωση απόκλισης από τους στόχους που έχουν τεθεί, η Επιτροπή θα εισηγείται συγκεκριμένα επιπρόσθετα μέτρα και δεν θα περιορίζεται σε γενικές εισηγήσεις. Μάλιστα τα

μέτρα θα αφορούν και την ανάταξη της ανταγωνιστικότητας και όχι μόνον τη δημοσιονομική προσαρμογή. Αν το ΠΣΑ δεν εφαρμόζεται επαρκώς, το EcoFin μπορεί να εκδώσει «ειδοποίηση». Αν δεν ληφθούν μέτρα έως τον Ιούνιο του 2010, μπορούν να επιβληθούν κυρώσεις, ήτοι άτοκες «καταθέσεις» ίσες με 0,2% του ΑΕΠ οι οποίες θα παρακρατηθούν αν παρέλθουν άπρακτα 2 έτη. Επίσης, επικρέμεται η επαναφορά του κατωφλίου ποιότητας για την αποδοχή ομολόγων από την ΕΚΤ ως εχέγγυο στο Α-. Εάν έως ότου συμβεί αυτό η Ελλάδα δεν καταφέρει να ανατρέψει τις πρόσφατες υποβαθμίσεις, απειλείται η δυνατότητα και το κόστος της χρηματοδότησης της ελληνικής οικονομίας εν συνόλω. Τέλος, εάν η Ελλάδα δεν λάβει επαρκή μέτρα δημοσιονομικής εξυγίανσης, το EcoFin μπορεί να αποφασίσει πάγωμα πόρων έως και €3,7 δις από τα Ταμεία Συνοχής.

Ωστόσο, τις τελευταίες ημέρες κατέστη σαφές ότι η Ευρωζώνη αντιμετωπίζει μία πολύ πιο άμεση πρόκληση. Αποδείχτηκε ότι η υποψία και μόνο δυσκολιών εξυπηρέτησης του χρέους μίας χώρας μπορεί να πυροδοτήσει ντόμινο επιθέσεων εναντίον των κρατικών ομολόγων άλλων χωρών-μελών που αντιμετωπίζουν δημοσιονομικές δυσκολίες. Δεδομένου ότι μια τέτοια επίθεση θα αύξανε το χρέος εξυπηρέτησης μέχρι πρότινος φερέγγυων χωρών, θα μπορούσε να προσλάβει τα χαρακτηριστικά αυτοεκπληρούμενης προφητείας. Μια τέτοια προοπτική θα έθετε εν εμβόλω το επίπεδο ή και την ίδια την ύπαρξη του ευρώ. Οι ευρωπαϊκοί θεσμοί έχουν πλέον κατανοήσει ότι τμήματα των αγορών κεφαλαιοπούν επί αυτής της προοπτικής.

Η λήψη μέτρων διάσωσης μίας χώρας-μέλους της ΟΝΕ από την ΕΚΤ δεν προβλέπεται στη Συνθήκη. Αυτή η παράλειψη αποσκοπούσε ακριβώς στην εμπέδωση δημοσιονομικής πειθαρχίας. Μία τροποποίηση των Συνθηκών ή άλλες επιλογές διάσωσης (απευθείας εγγύηση του ελληνικού δανεισμού από μεμονωμένες χώρες-μέλη, έκδοση ευρωομολόγου, δάνειο από την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων) συναντούν αντιρρήσεις. Αφενός, τα

δημοσιονομικά συνεπή κράτη-μέλη είναι απρόθυμα να πληρώσουν, άμεσα ή έμμεσα, το κόστος της διάσωσης μίας χώρας η οποία θεωρείται ότι επανειλημμένα παραβίασε το πνεύμα και το γράμμα των Συνθηκών και παρείχε ανακριβή στατιστικά στοιχεία. Αφετέρου, μία πιθανή παροχή διασωστικού πακέτου, ακόμα και αν δεν δημιουργούσε ηθικό κίνδυνο (moral hazard) χαλάρωσης σε άλλες χώρες της Ευρωζώνης οι οποίες αντιμετωπίζουν δημοσιονομικά προβλήματα, θα μπορούσε να τις καταστήσει στόχους επιθέσεων. Η προσδοκία ενός επόμενου διασωστικού πακέτου θα μπορούσε να κινητροδοτήσει κάποια τμήματα των αγορών να προχωρήσουν σε πωλήσεις των ομολόγων τέτοιων χωρών. Από την άλλη πλευρά, η ένταση των επιθέσεων επί των ομολόγων των χωρών του ευρωπαϊκού Νότου δημιουργεί προβλήματα στη χρηματοδότησή τους. Εάν αυτό επιμείνει, μία κατάρρευση ενός κράτους-μέλους δεν είναι θεωρητικά αδύνατη, ακόμα κι αν αυτό το κράτος εφαρμόσει όλα τα «σωστά» μέτρα πολιτικής. Η προσφυγή μίας χώρας στο ΔΝΤ για παροχή βοήθειας θα είχε τεράστιο κόστος φήμης, εφόσον θα αποδυνάμωνε την εικόνα της Ένωσης ως μίας ισχυρής λέσχης που λύνει μόνη της τα προβλήματά της. Αυτό θα είχε επιπτώσεις στην παγκόσμια λειτουργία του ευρώ ως αποθετήριου νομίσματος.

Ο συνυπολογισμός όλων των ανωτέρω παραγόντων, οδήγησε σταδιακά στη μορφοποίηση συναίνεσης για μία ευρωπαϊκή απάντηση στο πρόβλημα. Η δήλωση στήριξης της Ελλάδας από τους ευρωπαϊκούς θεσμούς ήταν πολιτικού χαρακτήρα και ηθελημένα ασαφής. Ο καθησυχασμός των φόβων των αγορών, και άρα η αποκατάσταση ευχερούς εξωτερικής χρηματοδότησης στις χώρες που αντιμετωπίζουν δυσκολίες, ίσως απαιτήσει την διαθεσιμότητα κεφαλαίων (εγγυήσεις χρεών ή απευθείας δάνεια). Όσο πειστικότερη η επίδειξη αποφασιστικότητας, τόσο μικρότερη η πιθανότητα αυτά τα κεφάλαια τελικώς να χρησιμοποιηθούν. Έχει άλλωστε εξασφαλιστεί ήδη ότι η διευκόλυνση αυτή θα συνοδεύεται από όρους αρκετά αυστηρούς ώστε, και να εξασφαλίζεται η δημοσιονομική προσαρμογή, και να μην δημιουργείται ηθικός κίνδυνος. Μία τέτοια πρωτοβουλία θα αποτελούσε βαθιά

ανάσα για την Ελλάδα. Ο λόγος είναι ότι εάν η εκτέλεση του ΠΣΑ δεν καταφέρει να διασκεδάσει οριστικά τους φόβους χρεοκοπίας και το περιθώριο απόδοσης των ελληνικών ομολόγων δεν μειωθεί από τα παρόντα υψηλά επίπεδα, οι επιπτώσεις θα είναι δυσμενέστερες. Εκτιμάται ότι για το 2010 μόνον, το ελληνικό δημόσιο πρέπει να προβεί σε δανεισμό €54 δις. Κάθε άνοδος του κόστους δανεισμού κατά 100 μονάδες βάσης, θα κοστίζει €40 εκατ. επιπλέον των προϋπολογισθέντων ετησίων. Οι πόροι αυτοί θα λείψουν από την ανάπτυξη, και από τον προϋπολογισμό, πρόσθετα μέτρα θα πρέπει να ληφθούν για να επιτευχθούν οι δημοσιονομικοί στόχοι, τα οποία θα συμπίεσουν εκ νέου τη συνολική ενεργό ζήτηση και το ΑΕΠ και ούτω καθεξής.

Η Ελλάδα όμως δεν πρέπει να επαφίεται στην –λεκτική ή ουσιαστική– στήριξη από την ΕΕ. Πρέπει η ίδια να λάβει αποφασιστικά μέτρα τα οποία θα επαναφέρουν το κόστος δανεισμού σε λογικότερα επίπεδα. Με τον όρο μέτρα εννοούνται αυξήσεις των εσόδων και –κυρίως– μειώσεις των δημοσίων δαπανών με επιθετικότερο τρόπο από αυτόν που έχουν προβλέψει οι αγορές ώστε να ανατραπούν οι προσδοκίες χρεοκοπίας. Η διαφοροποίηση των διεθνών πηγών χρηματοδότησης του χρέους, αν και χρήσιμη, δεν μπορεί να λύσει το πρωτογενές πρόβλημα.

4.γ Σταθεροποίηση και ανάταξη εντός της ΟΝΕ

Εξηγήθηκε ήδη ότι η συμμετοχή στην ΟΝΕ εξαλείφει τον κίνδυνο κερδοσκοπικής επιθέσεως εναντίον του νομίσματος της χώρας και μειώνει την ένταση της επιθέσεως εναντίον των ελληνικών ομολόγων. Ωστόσο, το καθεστώς σταθερής ισοτιμίας, το οποίο de facto είναι η ΟΝΕ, αποστερεί το εργαλείο της υποτίμησης για την –προσωρινή έστω– ανακούφιση των απωλειών ανταγωνιστικότητας. Αυτό σημαίνει ότι η προσαρμογή μπορεί να προέλθει μόνο από διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις και μεταβολές μισθών και τιμών, δηλαδή με μία εσωτερική υποτίμηση. Αυτό προϋποθέτει μία επίπονη, πολυετή και διαχρονικά συνεπή προσπάθεια. Ειδάλλως, ο δυνητικός ρυθμός ανάπτυξης του ελληνικού ΑΕΠ θα παραμείνει χαμηλός, πλήττοντας και

την μελλοντική δυνατότητα αποπληρωμής χρεών. Ιστορικά, δεν είναι πολλές οι περιπτώσεις χωρών που κατάφεραν μία τέτοια προσαρμογή. Αυτό έχει οδηγήσει κάποιους αναλυτές στην εκτίμηση ότι, δεδομένης της αδυναμίας κάποιων χωρών να βελτιώσουν την ανταγωνιστικότητά τους, η μακροχρόνια ικανότητα επιβίωσης εντός της Ευρωζώνης είναι μικρή και άρα ότι θα έπρεπε να αποχωρήσουν οικειοθελώς. Η συλλογιστική αυτή είναι λανθασμένη.

Εκ πρώτης όψεως, η δυνατότητα διόρθωσης των απωλειών ανταγωνιστικότητας με μία υποτίμηση φαίνεται δελεαστική. Ωστόσο, εν τη απουσία αυστηρών νομισματικών και δημοσιονομικών πολιτικών, η υποτίμηση πολύ γρήγορα θα μετατρεπόταν σε πληθωρισμό, ο οποίος θα εξάλειφε τα ανταγωνιστικά οφέλη, έχοντας προηγουμένως μειώσει και την αγοραστική δύναμη των εισοδημάτων. Έτι περισσότερο, η υποτίμηση θα αύξανε ισοποσοσטיαία την αξία των δανείων που έχουν συναφθεί σε ευρώ, καθιστώντας την εξυπηρέτησή τους πρακτικά αδύνατη και άρα θα κατέληγε πάραυτα σε κήρυξη χρεοστασίου. Πολλώ δε μάλλον καθόσον η μειωμένη αξιοπιστία του νέου εθνικού νομίσματος έναντι του ευρώ θα κατέληγε σε αυξημένα επιτόκια δανειοδότησης του ελληνικού δημοσίου. Πιο μακροχρόνια, η έξοδος από την ΟΝΕ θα έπληττε τους ρυθμούς ανάπτυξης μέσω άλλων καναλιών, όπως η επανάκαμψη του κόστους συναλλαγών με τις ευρωπαϊκές χώρες λόγω των διαφορετικών νομισμάτων, η αβεβαιότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας και οι επιπτώσεις της στο εμπόριο, η απώλεια της άγκυρας πειθαρχίας των πολιτικών που παρέχει η ΟΝΕ και της ποιότητας του θεσμικού περιβάλλοντος που επιβάλλουν οι ευρωπαϊκές συνθήκες. Είναι λοιπόν προφανές ότι τόσο η βραχυχρόνια αποτροπή της χρεοκοπίας όσο και η πιο μακροχρόνια οικονομική ανάπτυξη, η οποία αποτελεί και προϋπόθεση δημοσιονομικής προσαρμογής, επιβάλλουν την παραμονή της Ελλάδας εντός της ΟΝΕ.

Είναι όμως αυτό προς το συμφέρον των λοιπών μελών της Ένωσης; Τα θεωρητικά υποδείγματα κέντρου-περιφέρειας (π.χ. Buiter et al, 1996) υποστηρίζουν ότι η οικειοθελής

αποχώρηση ενός ή κάποιων περιφερειακών μελών θα μπορούσε να ισχυροποιήσει τη νομισματική και οικονομική εναρμόνιση των χωρών που θα απομείνουν στην Ένωση. Ουσιαστικά, αυτό το επιχείρημα αποτελεί την βασική κριτική των πολέμιων της νομισματικής ενοποίησης, ότι η Ευρωζώνη δεν αποτελεί Βέλτιστη Νομισματική Ζώνη. Βασική συνέπεια ενός τέτοιου ενδεχομένου θα ήταν ότι οι χώρες-μέλη αντιμετωπίζουν ασύμμετρες διαταραχές ζήτησης και προσφοράς και ασύγχρονους οικονομικούς κύκλους, με αποτέλεσμα η κατεύθυνση της ενιαίας νομισματικής πολιτικής να μην είναι ποτέ κατάλληλη για το σύνολο των χωρών.⁴ Εμπειρικές μελέτες ωστόσο (π.χ. Rose et al, 2005), έχουν δείξει ότι ο βαθμός του συγχρονισμού των οικονομικών κύκλων στην ΟΝΕ αυξάνεται προϊόντος του χρόνου, συνεπεία ακριβώς της νομισματικής ενοποίησης και της εναρμόνισης των δημοσιονομικών πολιτικών. Ως αποτέλεσμα, τα προαναφερθέντα οφέλη υπεραντισταθμίζουν αυτό το κόστος. Περαιτέρω, η αποχώρηση ενός κράτους μέλους εντός των παρουσών συνθηκών θα προκαλούσε πανικό και πιθανότατα επίθεση εναντίον των ομολόγων και άλλων χωρών που αντιμετωπίζουν δημοσιονομικά προβλήματα. Ένα νόμιμο αποχωρήσεων όμως θα επέφερε συστημικό κίνδυνο διάλυσης της ευρωζώνης ή μακροχρόνιας αστάθειας και αδυναμίας του νομίσματος. Κατ' ελάχιστον, η απώλεια μεγέθους της κοινής αγοράς και της εμπιστοσύνης που προκαλεί στις αγορές και τη διεθνή κοινότητα, θα έπληττε, πιθανότατα ανεπανόρθωτα, τη δυναμική του εγχειρήματος της οικονομικής ενοποίησης. Τέλος, ας μην παραγνωρίζεται ότι η ΟΝΕ είναι ένα εγχείρημα πολιτικής και γεωστρατηγικής σημασίας, τα κόστη δεν είναι μόνο οικονομικά. Το ιστορικό μέγεθος του διακυβεύματος εξηγεί την απουσία διαδικασιών εξόδου ενός κράτους μέλους από το κοινό νόμισμα. Εν κατακλείδι, η παραμονή όλων των μελών εντός της ΟΝΕ είναι η βέλτιστη επιλογή.

4.5 Μία συνολική αντιμετώπιση

⁴ Σύμφωνα με αυτό το επιχείρημα, και τα αποχωρούντα μέλη θα ωφελούντο από τη δυνατότητα άσκησης ανεξάρτητης νομισματικής πολιτικής με γνώμονα τη φάση στην οποία βρίσκεται η οικονομία τους και όχι η οικονομία της Ευρωζώνης συνολικά.

Η συμμετοχή στο κοινό νόμισμα δεσμεύει τις δυνατότητες άσκησης οικονομικής πολιτικής, ήτοι εξαλείφει τις προσωρινές λύσεις και επιβάλλει τη συνολική αντιμετώπιση. Βραχυχρονίως, η σημαντικότερη παράμετρος αντιμετώπισης της κρίσης είναι ασφαλώς η αποφυγή δημοσιονομικής χαλαρότητας και αύξησης του λόγου χρέους προς ΑΕΠ. Η μεταβλητή ενδιαφέροντος όμως είναι, όχι το απόλυτο ύψος του χρέους αλλά ο λόγος του δημοσίου χρέους προς το ΑΕΠ, καθόσον αυτό αντανακλά τη δυνατότητα εξυπηρέτησης των δανειακών υποχρεώσεων. Επομένως, η τόνωση της οικονομικής ανάπτυξης είναι εξίσου σημαντική με τα άμεσα μέτρα δημοσιονομικής προσαρμογής. Υψηλότερη ανάπτυξη σημαίνει, αφενός υψηλότερα φορολογικά έσοδα, αφετέρου βελτίωση του λόγου χρέους προς ΑΕΠ.

Η ανάπτυξη όμως θα είναι πολύ δυσχερής υπόθεση τα επόμενα έτη. Το περιβάλλον κρίσης ανέδειξε τα χρόνια διαρθρωτικά προβλήματα της ελληνικής οικονομίας, ήτοι τα δίδυμα ελλείμματα, δημοσιονομικό και εξωτερικό. Τα συμπτώματα αυτά μαρτυρούν τις βαθύτερες παθογένειες της χαμηλής ανταγωνιστικότητας και του στρεβλού παραγωγικού προτύπου της ελληνικής οικονομίας. Η αβελτηρία των αρχών άσκησης οικονομικής πολιτικής στην ενεργητική αντιμετώπιση αυτών, καθιστά πλέον πιθανότερο σενάριο την αναγκαστική προσαρμογή των ανισορροπιών μέσω μίας μακροχρόνιας ύφεσης. Η ύφεση μειώνει την ιδιωτική κατανάλωση, τόσο σε απόλυτα μεγέθη όσο και ως ποσοστό του ΑΕΠ, καθόσον μειώνει το διαθέσιμο εισόδημα. Αυτό ακολούθως επιφέρει την μείωση μισθών και τιμών και άρα την προσαρμογή της ανταγωνιστικότητας ως προς τις τιμές.

Αυτό όμως είναι το χειρότερο δυνατό σενάριο προσαρμογής. Αφενός διότι δεν αντιμετωπίζει τις υπολανθάνουσες, διαρθρωτικές, αιτίες της υστέρησης της ανταγωνιστικότητας, άρα υπονομεύει τις μακροχρόνιες προοπτικές ανάπτυξης, επιφέρει μεγαλύτερη συνολική απώλεια εισοδημάτων και κοινωνικής ευημερίας σε σχέση με μία συνεκτική στρατηγική διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και δεν αποκλείει την επανάληψη του φαινομένου. Αφετέρου, κάθε θεραπεία-σok

δεν επιτρέπει την στοχευμένη κατανομή του κόστους μεταξύ των κοινωνικών στρωμάτων και μεταξύ των γενεών, ώστε τελικά το κόστος της θα βαρύνει αναλογικά περισσότερο τους λιγότερο εύπορους και τις μελλοντικές γενεές έναντι των οικονομικά ενεργών επί του παρόντος. Όμως, εάν δεν επιταχυνθούν οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, η θεραπεία των ανισοροπιών αποκλειστικώς μέσω της ύφεσης είναι αναπόφευκτη. Η αδήριτη ανάγκη άσκησης περιοριστικής δημοσιονομικής πολιτικής θα επιδεινώσει τις υφιστάμενες πιέσεις. Όποιο μείγμα πολιτικών και αν προκριθεί, παραμένει η ανάγκη να μειωθεί η συνεισφορά της καθαρής δημόσιας δαπάνης κατά τέσσερις ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ ετησίως περίπου για τα επόμενα τρία έτη, ώστε να επανέλθει το δημοσιονομικό έλλειμμα κάτω από το κατώφλιο του 3% του ΑΕΠ.⁵ Η μείωση των δημοσίων δαπανών συνεπάγεται μείωση της συνολικής ζήτησης και του ΑΕΠ.⁶ Η αφαίρεση τόσο μεγάλων ποσών από την συνολική ενεργό ζήτηση είναι δεδομένο ότι θα επιταχύνει τις υφιστάμενες πιέσεις, δυνητικά ακυρώνοντας και τις όποιες προσπάθειες στήριξης του εισοδήματος των ασθενέστερων. Αρκεί να αναφερθεί ότι το 2009, η δημοσιονομική ένεση άνω των 10 ποσοστιαίων μονάδων του ΑΕΠ στη συνολική ζήτηση μέσω του δημοσιονομικού ελλείματος, δεν εμπόδισε την συνολική εγχώρια ζήτηση να μειωθεί κατά 5,5 ποσοστιαίες μονάδες.⁷ Δεδομένου ότι οι βασικές κινητήριες δυνάμεις της ελληνικής οικονομίας (ιδιωτική πίστη και κατανάλωση, κατασκευές, τουρισμός, ναυτιλία) δεν αναμένεται να ανακάμψουν εντυπωσιακά στο αμέσως προσεχές διάστημα, δεν είναι προφανές τί μπορεί να αντικαταστήσει τις τέσσερις ποσοστιαίες μονάδες συνεισφοράς των δημοσίων δαπανών.⁸

⁵ Αυτό το ποσοστό δεν πρέπει να θεωρηθεί ότι εξασφαλίζει τη μακροχρόνια διατηρησιμότητα των δημόσιων οικονομικών, απλώς εκπληρώνει τις επιταγές του Συμφώνου Σταθερότητας.

⁶ Η ιστορική πολλαπλασιαστική επίδραση των καταναλωτικών δαπανών του δημόσιου είναι 0,7. Αυτό σημαίνει ότι μία μείωση αυτών των δαπανών κατά 1% μειώνει το ΑΕΠ κατά 0,7%.

⁷ Αυτό που περιόρισε τη μείωση του ΑΕΠ στο 2%, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις, ήταν η μείωση των εισαγωγών κατά περίπου 25%, η οποία περιόρισε την αρνητική συνεισφορά του εξωτερικού τομέα στο ΑΕΠ. Είναι προφανές ότι τέτοιας κλίμακας μειώσεις εισαγωγών δεν μπορούν να επαναλαμβάνονται κάθε έτος.

⁸ Το ΠΣΑ υποστηρίζει ότι η μείωση της ενεργούς ζήτησης η οποία θα προκύψει από τη δημοσιονομική προσαρμογή θα είναι περιορισμένη λόγω του ότι τα μέτρα θα είναι εστιασμένα στα υψηλότερα εισοδήματα, τα οποία έχουν μικρότερη ροπή προς κατανάλωση, και στη σύλληψη της

Έχει καταστεί πλέον σαφές ότι η ανάπτυξη δεν μπορεί πλέον να στηριχθεί στην ενίσχυση της εσωτερικής ζήτησης, και δη βασισμένης στην πιστωτική επέκταση. Οι κεύνσιανου τύπου πολιτικές τόνωσης της ζήτησης είναι τελείως αναποτελεσματικές για λόγους χρέους προς ΑΕΠ μεγαλύτερους του 100%. Αυτό είναι εύλογο, καθότι το υψηλό χρέος πυροδοτεί την αύξηση του κινδύνου χώρας και άρα του κόστους δανεισμού με αποτέλεσμα η όποια θετική επίδραση της δημοσιονομικής επέκτασης στη ζήτηση να υπεραντισταθμίζεται από την αύξηση των εκρών πόρων για πληρωμή τοκοχρεολυσίων του δημόσιου χρέους. Είναι αλήθεια ότι πιθανό βάθεμα της ύφεσης θα μειώσει τη φοροδοτική ικανότητα της οικονομίας, θα αυξήσει τις μεταβαστικές δαπάνες και θα χειροτερεύσει το λόγο χρέους προς ΑΕΠ. Αυτό πιθανόν να καταστήσει αναγκαία τη λήψη πρόσθετων μέτρων. Ωστόσο, όταν η χώρα πληρώνει ήδη υπέρογκα επιτόκια, η αποφυγή λήψης περιοριστικών μέτρων με την ελπίδα ότι η ανάπτυξη θα παράξει – μεσοχρονίως- έσοδα, είναι μία πολύ επικίνδυνη πολιτική.

Οι μόνες πολιτικές οι οποίες είναι τεκμηριωμένο επιστημονικά ότι μπορούν να τονώσουν τους ρυθμούς ανάπτυξης είναι τα διαρθρωτικά μέτρα βελτίωσης της ανταγωνιστικότητας ως προς την ποιότητα: καταπολέμηση του γραφειοκρατικού κόστους έναρξης και λειτουργίας επιχειρηματικής δραστηριότητας, κόστους διαφθοράς, κόστους ολιγοπωλιακών στρεβλώσεων στις αγορές προϊόντων, υπηρεσιών και παραγωγικών συντελεστών (πχ. άνοιγμα κλειστών επαγγελματιών, κατάργηση συντεχνικών προνομίων που συντηρούν τη δομική ανεργία, έλεγχος δεσποζουσών θέσεων και πρακτικών καρτέλ στην αγορά από εγχώριους και πολυεθνικούς ομίλους) και η ενθάρρυνση της

παραοικονομίας, η οποία δεν έχει μεγάλη επίδραση στα επίσημα στατιστικά. Αναμένεται η ποσοτική τεκμηρίωση αυτής της εκτίμησης. Επίσης υπάρχει και μία δεύτερη επίδραση η οποία πρέπει να ιδωθεί, ο βαθμός στον οποίον η μείωση του δημοσιονομικού ελλείματος θα μειώσει την εκτόπιση (crowding out) των ιδιωτικών επενδύσεων. Αυτή η θετική επίδραση θα μειωθεί αν το Δημόσιο καταφύγει σε μεγαλύτερο βαθμό από το παρελθόν στους εγχώριους επενδυτές για την πώληση ομολόγων. Επί του παρόντος, το δημόσιο χρέος διακρατείται σε ποσοστό περίπου 70% από ξένους επενδυτές.

μετακίνησης ανθρώπινου και υλικού κεφαλαίου από φθίνοντες προς δυναμικούς κλάδους. Εφόσον δεν υπάρχει πλέον καμία δυνατότητα επέκτασης της ζήτησης, η ανάπτυξη μπορεί να ενισχυθεί μόνο με την μεταφορά πόρων προς δραστηριότητες με μεγαλύτερη προστιθέμενη αξία.⁹ Πολλά από αυτά τα μέτρα δεν έχουν δημοσιονομικό κόστος, αντίθετα, κάποια συνεπάγονται και εξοικονομήσεις. Σε μία χώρα με πολύ χαμηλή (δομική) ανταγωνιστικότητα ως προς την ποιότητα, τέτοια μέτρα μπορεί να παράξουν τεράστια οφέλη για την ανάπτυξη. Είναι επιτακτική ανάγκη να επιταχυνθεί η εφαρμογή τους ώστε η Ελλάδα να αποφύγει τον αργό θάνατο της μακροχρόνιας στασιμότητας.

Εξίσου σημαντική για την οικονομική βιωσιμότητα είναι και η προώθηση της υγείας του τραπεζικού τομέα. Προς τούτο, η σώφρων ρύθμιση δεν αρκεί. Καταρχήν, το κόστος δανεισμού του κράτους επηρεάζει άμεσα το κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών. Η αύξηση των περιθωρίων δανεισμού του δημοσίου, εφόσον διατηρηθεί, θα σημάνει αύξηση του επιτοκίου χορηγήσεων των τραπεζών κι επομένως επιβράδυνση των πιστώσεων, πολλώ δε μάλλον αν η ύφεση επιφέρει αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Επιπρόσθετα, ο δανεισμός του δημοσίου και τα φορολογικά μέτρα απειλούν να εκτοπίσουν τις καταθέσεις. Είναι κρίσιμο λοιπόν να αντιμετωπιστούν έγκαιρα οι δημοσιονομικές στρεβλώσεις. Τέλος, σημαντικό μέρος του χαρτοφυλακίου των τραπεζών αποτελείται από ομόλογα.¹⁰ Είναι κρίσιμο λοιπόν να αντιμετωπιστούν έγκαιρα οι δημοσιονομικές στρεβλώσεις ώστε να μην μετατραπούν σε μία γενικευμένη χρηματοπιστωτική κρίση με βαρύτερες επιπτώσεις στο ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης.

5. Επίλογος

⁹ Για μία ολοκληρωμένη ανάλυση του πως μπορεί να επιτευχθεί η μεταρρύθμιση του αναπτυξιακού προτύπου, (βλ. Αναστασάτος (2009)).

¹⁰ Ο περιορισμός της διακράτησης κρατικού χρέους στα χαρτοφυλάκια των τραπεζών συνιστά μία δραματική αλλαγή και θα έδινε το λανθασμένο σήμα ότι το κρατικό χρέος δεν είναι ούτε ασφαλές, ούτε ρευστό. Γι αυτό τον λόγο δεν συνιστάται παρά μόνο σε χώρες με χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα (below investment grade). Επιπλέον, εάν οι τράπεζες πωλούσαν τα ομόλογά τους, το κόστος δανεισμού του δημοσίου θα επιβαρυνόταν επιπλέον.

Η παρούσα μελέτη καταδεικνύει την αναγκαιότητα λήψεως άμεσων και γενναίων μέτρων δημοσιονομικής προσαρμογής, ακόμα και αν αυτά είναι κοινωνικά και πολιτικά επώδυνα. Περαιτέρω, αναδεικνύεται η επικινδυνότητα των αντιλήψεων οι οποίες επαφίουν την σωτηρία της ελληνικής οικονομίας στο κίνητρο της ΕΕ να διαφυλάξει το κύρος της νομισματικής ένωσης ή ακόμα και προτείνουν εμμέσως την άσκηση πίεσης στην ΕΕ μέσω απειλής προσφυγής στο ΔΝΤ. Τα προβλήματα της Ελλάδας δεν έχουν επιφέρει απλώς την παγκόσμια διαπόμπευσή της. Την έχουν εμπλέξει σε ένα διεθνές νομισματικό παίγνιο πολύ μεγαλύτερο των δυνάμεων της. Τα ελληνικά δημοσιονομικά προβλήματα έχουν καταστεί όχημα για την αμφισβήτηση της ισχύος του ευρώ και αυτού του ίδιου του εγχειρήματος της οικονομικής ενοποίησης. Αυτό το διακύβευμα είναι πολύ μεγάλο για να αφήσει αδιάφορους εχθρούς και φίλους της ΟΝΕ. Τούτων δοθέντων, φιλολαϊκή πολιτική είναι αυτή η οποία θα ανατρέψει τη φιλολογία της χρεοκοπίας, ακόμα και επιφέροντας οικονομικό κόστος σε κάποια στρώματα της κοινωνίας. Κάθε καθυστέρηση ή ατολμία αυξάνει το κόστος της προσαρμογής και μειώνει τις δυνατότητες δίκαιης και αποτελεσματικής κατανομής του. Επιβάλλεται να χρησιμοποιήσουμε το έντονο ενδιαφέρον των ευρωπαίων εταίρων μας ως μηχανισμό πειθαρχίας και δανεισμό αξιοπιστίας. Θα είναι επώδυνο, αλλά ίσως αποτελέσει το μοναδικό τρόπο για να πραγματοποιήσουμε τις, αναγκαίες ούτως ή άλλως, διαρθρωτικές αλλαγές τις οποίες αποτύχαμε να εφαρμόσουμε στις εποχές της έντονης ανάπτυξης.

Irresponsibility is Idiosyncratic, NBER Working Paper No. 11580, August.

Sturzenegger, F. (2002), Default Episodes in the 90s: Factbook and Preliminary Lessons, Universidad Torcuato Di Tella Working Paper (prepared for the World Bank), June.

Βιβλιογραφία

Α. Ελληνική

Αλογοσκούφης Γ. και Σ. Λαζαρέτου (2002), Η δραχμή από το Φοίνικα στο Ευρώ, Εκδόσεις Λιβάνη.

Αναστασάτος, Τ. (2009), Προς Ένα Νέο Ελληνικό Αναπτυξιακό Πρότυπο: Επενδύσεις και Εξωστρέφεια, Οικονομία & Αγορές, Τόμος IV, Τέχος 7, Eurobank Research, Νοέμβριος.

Μαλούχος, Γ.Π. (2009), Οι τέσσερις ελληνικές πτωχεύσεις, Το Βήμα, 13 Δεκεμβρίου.

Πολυδώρου, Μ. (2009), Τα Μεγάλα Κανόνια της Ελληνικής Οικονομίας, www.nooz.gr.

Β. Ξενόγλωσση

Ades, A., F. Kaune, P. Leme, R. Masih and D. Tenengauzer (2000), A New Framework for Assessing Fair Value in Emerging Markets Hard-Currency Debt, Global Economics, Paper No. 45. June 2000.

Buiter, W., G. Corsetti and P. Pesenti (1996), 'Financial Markets and International Monetary Co-operation', Cambridge: Cambridge University Press.

Rose, A.K. Z. Darvas and G. Szapary (2005), Fiscal Divergence and Business Cycle Synchronization:

ΠΡΟΣΦΑΤΑ ΤΕΥΧΗ του ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ & ΑΓΟΡΕΣ

Τόμος(Τεύχος)	Ημερομηνία	Συγγραφείς-Τίτλοι Άρθρων
IV(8)	Δεκέμβριος 2009	Γκίκας Χαρδούβελης, Τρύφων Κολλίντζας, Μιχάλης Ψαλιδόπουλος, Νικόλαος Καραμούζης: Δεκέμβριος 2009. Η κρίση του 2007-2009: τα αίτια, η αντιμετώπιση και οι προοπτικές
IV(7)	Νοέμβριος 2009	Τ. Αναστασάτος: Προς Ένα Νέο Ελληνικό Αναπτυξιακό Πρότυπο: Επενδύσεις και Εξωστρέφεια
IV(6)	Σεπτέμβριος 2009	Κ. Βορλόου: Η Απαισιόδοξη των Ελληνικών Νοικοκυριών
IV(5)	Ιούλιος 2009	Γ. Χαρδούβελης, Π. Μονοκρούσος: Είναι Διατηρήσιμο το Συναλλαγματικό Καθεστώς στη Βουλγαρία; (αγγλική έκδοση)
IV(4)	Μάιος 2009	Γ. Γκιώνης: Η Χρηματοοικονομική Κρίση και η Νέα Ευρώπη
IV(3)	Απρίλιος 2009	Β. Αρακελιάν: Η Διεύρυνση του Περιθωρίου Απόδοσης του 10ετούς Ελληνικού Κυβερνητικού Ομολόγου εν μέσω της Διεθνούς Χρηματοπιστωτικής Κρίσης
IV(2)	Μάρτιος 2009	Π. Μονοκρούσος: Πρόσφατες Εξελίξεις και Προοπτικές στις Αγορές Κυβερνητικών Ομολόγων
IV(1)	Ιανουάριος 2009	Κ.Ε. Βορλόου & Σ. Κανελλοπούλου: Οικονομικές Κρίσεις και Τουριστική Κίνηση στην Ελλάδα
III(10)	Νοέμβριος 2008	Τ. Αναστασάτος: Η Ελληνική Νομισματική Πολιτική και τα Διδάγματα για τις Χώρες της Νέας Ευρώπης
III(9)	Οκτώβριος 2008	Κ.Ε. Βορλόου: Η τιμή του πετρελαίου και η σχέση με το ευρώ.
III(8)	Σεπτέμβριος 2008	Δ. Μαλλιάρopoulos, Κ. Λαμπρινουδάκης, Ο. Κοσμά: Βρίσκεται η Ευρώπη στα πρόθυρα μιας ύφεσης;
III(7)	7 Ιουλίου 2008	Eurobank EFG Economic Research Forum: Η Νέα Παγκόσμια Οικονομία: Προοπτικές & Προκλήσεις
III(6)	22 Ιουνίου 2008	Τ. Αναστασάτος: Η Επιδείνωση του Ελληνικού Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών: Αίτια, Επιπτώσεις και Σενάρια Προσαρμογής

Τα παραπάνω άρθρα και περισσότερες εκδόσεις είναι διαθέσιμες ηλεκτρονικά δωρεάν, από την ιστοσελίδα της Eurobank EFG:

<http://www.eurobank.gr/research>

Κυκλοφορούν επίσης:

1. Γκίκας Χαρδούβελης, «Πηγές Ανάπτυξης: Μπορεί η Ελλάδα να Ακολουθήσει το Παράδειγμα της Ιρλανδίας;» (ISBN: 9608386381, Ιανουάριος 2006, Εκδόσεις Κέρκυρα), με τα πρακτικά και τις μελέτες του ομώνυμου συνεδρίου της Eurobank EFG (4/10/2005).
2. Νικόλαος Καραμούζης & Γκίκας Χαρδούβελης, «Αγορά κατοικίας: τάσεις και επενδυτικές ευκαιρίες» (ISBN: 9789604451661, 2007, Εκδόσεις Σάκκουλα).

Eurobank Research: Οικονομία και Αγορές

ISSN: 1790-6881

Eurobank EFG, Διεύθυνση Οικονομικών Μελετών & Προβλέψεων
Ερευνητική Ομάδα:Συντάκτης: Γκίκας Χαρδούβελης,
Chief Economist & Director of ResearchΔημήτρης Μαλλιάρopoulos: Research Advisor
Τάσος Αναστασάτος: Senior Economist
Ιωάννης Γκιώνης: Research Economist
Στέλλα Κανελλοπούλου: Research Economist
Θεόδωρος Σταματίου: Research EconomistΘεοδόσης Σαμπανιώτης: Senior Economic Analyst
Όλγα Κοσμά: Economic Analyst
Μαρία Πρανδέκα: Economic Analyst
Βασίλης Ζάρκος: Junior Economic Analyst
Θεόδωρος Ράπανος: Junior Economic AnalystEurobank EFG, Σουρή 5 & Αμαλίας 20, Μποδοσάκειο, 10557 Αθήνα, τηλ. (210) 333.7365, Φαξ: (210) 333.7687,
web: <http://www.eurobank.gr/research>, Email επικοινωνίας: Research@eurobank.gr

Ρήτρα μη ευθύνης (disclaimer):

Άρθρα, μελέτες, σχόλια κ.λπ. εκφράζουν αποκλειστικά τις απόψεις του συντάκτη τους. Ανυπόγραφα σημειώματα θεωρούνται της συντάξεως. Άρθρα, μελέτες, σχόλια κ.λπ., που υπογράφονται από μέλη της συντακτικής επιτροπής, εκφράζουν τις προσωπικές απόψεις του γράφοντα. Απαγορεύεται χωρίς προηγούμενη άδεια η ολική ή μερική αναδημοσίευση και γενικά η αναπαραγωγή ή αναμετάδοση αυτής της έκδοσης σε οποιαδήποτε μορφή και με οποιοδήποτε μέσο, ηλεκτρονικό, μηχανικό, φωτοαντιγραφικό, ηχογραφικό ή άλλο.