

## Συγγραφέας:

Καθηγητής

Γκίκας Χαρδούβελης:

Chief Economist

[ghardouvelis@eurobank.gr](mailto:ghardouvelis@eurobank.gr)

## Η ελληνική και ευρωπαϊκή κρίση και η νέα αρχιτεκτονική της Ευρωζώνης<sup>1</sup>

### 1. Εισαγωγή

Η ελληνική κρίση ξεκίνησε στο τέλος του 2009 και σύντομα μεταδόθηκε σε ολόκληρη την Ευρωζώνη. Το δημοσιονομικό πρόβλημα της Ελλάδας αφύπνισε τις αγορές που πάνω από μια δεκαετία παρέμεναν αδιάφορες στις διαφοροποιήσεις ανάμεσα στις χώρες της Ευρωζώνης και στα προβλήματα ανταγωνιστικότητας και δημοσιονομικής εκτροπής πολλών χωρών. Οι αγορές αρνήθηκαν να συνεχίσουν να δανείζουν την Ελλάδα, θεωρώντας ότι η εκτίναξη του λόγου του δημοσιονομικού χρέους προς το ΑΕΠ ήταν τόσο μεγάλη και συνεχόμενη που ενείχε τον κίνδυνο αποσταθεροποίησης της ελληνικής οικονομίας και αδυναμίας στο μέλλον να εκπληρώνει πλήρως τις υποχρεώσεις της προς του ομολογιούχους. Οι αγορές άρχισαν μάλιστα να αναλύουν εξονυχιστικά και τις υπόλοιπες χώρες της Ευρωζώνης για τυχούσες ατέλειες. Η δραματική εμπειρία από την προηγούμενη διεθνή χρηματοοικονομική και οικονομική κρίση του 2007-2009 τις είχε καταστήσει ιδιαίτερα ευαίσθητες σε κουκουλωμένα προβλήματα του παρελθόντος.

Η αντίδραση των αγορών αφύπνισε και την ευρωπαϊκή πολιτική ηγεσία, η οποία έσπευσε να σταματήσει το πανικό που δημιουργήθηκε. Οι Ευρωπαίοι σε συνεργασία με το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο έσωσαν την Ελλάδα από τη χρεοκοπία τον Μάιο του 2010, μεταθέτοντας το ελληνικό πρόβλημα τρία χρόνια μπροστά με ένα δάνειο ύψους €110 δις. Δημιούργησαν και έναν μηχανισμό στήριξης με διάρκεια ζωής τρία χρόνια και με εγγυήσεις ονομαστικής αξίας €750 δις για χώρες που πιθανόν να αντιμετώπιζαν προβλήματα παρόμοια με αυτά της Ελλάδας. Δεν κατάφεραν, όμως, να καθησυχάσουν τις αγορές επειδή οι αγορές δεν πείστηκαν για τη διαχρονική συνοχή της Ευρωζώνης με τους υπάρχοντες κανόνες λειτουργίας της. Η Ευρωζώνη μπήκε στο επίκεντρο των αναλύσεών τους. Οι αναλυτές έβλεπαν καθαρά ότι η Ευρωζώνη δεν στηρίζεται σε γερά θεμέλια και ότι υπήρχε έλλειμμα δημοσιονομικής πειθαρχίας καθώς και έλλειμμα ομοιομορφίας στη δομή των οικονομιών που την απαρτίζουν.<sup>2</sup>

Στη διάρκεια του 2010 έγινε σαφές ότι η Ευρωζώνη έχει ανάγκη μιας νέας αρχιτεκτονικής. Στήθηκε πριν 12 περίπου χρόνια με βάση τα γνωστά ονομαστικά κριτήρια της Συνθήκης του Μάαστριχτ, τα οποία αποτελούν μέρος μόνον της αναγκαίας συνθήκης για να παραμείνει το οικοδόμημα του κοινού νομίσματος διαχρονικά σταθερό. Το τμήμα της αρχιτεκτονικής που λείπει βρίσκεται σήμερα στο στάδιο διαπραγμάτευσης. Η διαπραγματεύσιμη πιθανόν να κρατήσει καιρό και να μην ικανοποιήσει τις ελαφρώς φουσκωμένες θετικές προσδοκίες για μια επίλυση στα τέλη Μαρτίου του 2011. Μπορεί, όμως, η διαπραγμάτευση τελικά να καταλήξει σε κάτι σεβαστό και εφαρμόσιμο που θα διατηρήσει τη συνοχή της Ευρωζώνης για μεγάλο χρονικό διάστημα.

Στο άρθρο επιχειρείται μια ανάλυση των γεγονότων και των παραγόντων που θα κάνουν την Ευρωζώνη μια βέλτιστη περιοχή κοινού νομίσματος. Στο άρθρο επίσης αναλύεται το ελληνικό πρόβλημα μέσα στη σημερινή δύσκολη ευρωπαϊκή συγκυρία.

<sup>1</sup> Επιθυμώ να ευχαριστήσω τον κ. Θεοδόσιο Σαμπανιώτη για τα εποικοδομητικά του σχόλια

### ΠΗΓΗ ΜΗ ΕΥΘΥΝΗΣ

Άρθρα, μελέτες, σχόλια κλπ. εκφράζουν αποκλειστικά τις απόψεις του συντάκτη τους.

Ανυπόγραφα σημειώματα θεωρούνται της συντάξεως.

Άρθρα, μελέτες, σχόλια κλπ. που υπογράφονται από μέλη της συντακτικής επιτροπής εκφράζουν τις προσωπικές απόψεις του γράφοντα.

Απαγορεύεται χωρίς προηγούμενη άδεια ή ολική ή μερική αναδημοσίευση και γενικά η αναπαραγωγή ή αναμετάδοση αυτής της έκδοσης σε οποιαδήποτε μορφή και με οποιοδήποτε μέσο, ηλεκτρονικό, μηχανικό, φωτοαντιγραφικό, ηχογραφικό

Περιγράφονται οι τρόποι απεγκλωβισμού της Ελλάδας από τη χρόνια στασιμότητα που την απειλεί, καθώς και οι κίνδυνοι που πρέπει να υπερκεραστούν ώστε να επανέλθει η χώρα σε θετικούς αλλά και ισορροπημένους ρυθμούς ανάπτυξης.

Το άρθρο ξεκινά στην επόμενη δεύτερη ενότητα παρουσιάζοντας την οπτική γωνία των αγορών για τη μελλοντική δυνατότητα των χωρών της Ευρωζώνης να αποπληρώνουν τις δανειακές τους υποχρεώσεις. Στην τρίτη ενότητα αναζητούνται οι αιτίες της ελληνικής και ευρωπαϊκής κρίσης. Αναλύονται οι παράγοντες που οδήγησαν την ελληνική οικονομία σε αδιέξοδο και στην ουσιαστική χρεοκοπία. Αναλύονται και οι αδυναμίες του οικοδομήματος της ευρωπαϊκής Οικονομικής και Νομισματικής Ένωσης. Στην τέταρτη ενότητα, με βάση τις πολιτικές και οικονομικές εξελίξεις έως τους πρώτους δύο μήνες του 2011, γίνεται και μια προσπάθεια πρόβλεψης της μελλοντικής αρχιτεκτονικής της Ευρωζώνης και των νέων όρων λειτουργίας της. Οι νέες δομές που προωθούνται επιχειρούν να επιλύσουν τις βασιμότερες αδυναμίες της ΟΝΕ, να διασώσουν το κοινό ευρωπαϊκό νόμισμα από τη τωρινή κρίση, και να διασφαλίσουν την μακροχρόνια επιβίωσή του και την εύρυθμη λειτουργία της ζώνης του ευρώ. Στην πέμπτη ενότητα παρουσιάζονται οι προοπτικές της ελληνικής οικονομίας μέσα από την εφαρμογή του προγράμματος σταθεροποίησης, αναλύονται οι κυριότεροι κίνδυνοι που μπορούν να εκτροχιάσουν την όλη προσπάθεια, και σκιαγραφούνται οι πιθανές επιπτώσεις στην ελληνική οικονομία από τις προτεινόμενες μεταρρυθμίσεις στην Ευρωζώνη. Τέλος, στην έκτη ενότητα ανακεφαλαιώνονται τα κύρια συμπεράσματα της ανάλυσης.

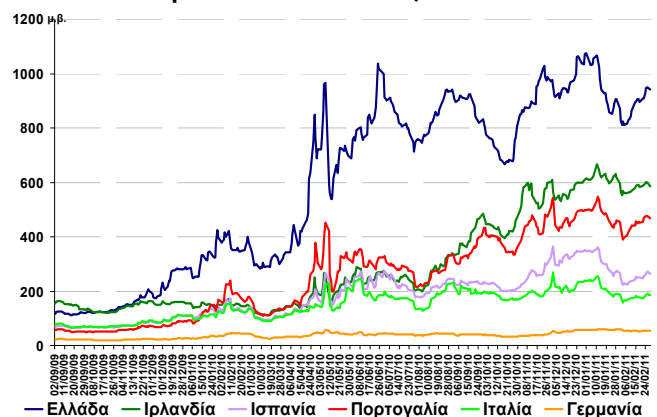
## 2. Η ανησυχία των αγορών

Το τελευταίο ενάμισο χρόνο η ανησυχία των αγορών στην Ευρωζώνη είναι μεγάλη. Πηγάζει από τη βαθύτερη αμφιβολία για την επάρκεια των υπαρχόντων δημοσιονομικών κανόνων που συγκροτούν τη λειτουργία της Ευρωζώνης. Στο Διάγραμμα 1 σκιαγραφείται η εξέλιξη της κρίσης στην περιφέρεια της Ευρωζώνης από τις αρχές Σεπτεμβρίου του 2009. Περιγράφονται τα επιτόκια των εξω-χρηματιστηριακών προθεσμιακών συμβολαίων ανταλλαγής πιστωτικού κινδύνου μακροπρόθεσμων ομολόγων πενταετούς διάρκειας της Ελλάδας, Ιρλανδίας, Πορτογαλίας, Ισπανίας, Ιταλίας και Γερμανίας (CDS rates). Στα μέσα Οκτωβρίου 2009, στη δευτερογενή αυτή αγορά των CDS, η ασφάλιση των αγοραστών ελληνικών ομολόγων κόστιζε το ίδιο με τα ιρλανδικά, περίπου 130 μονάδες βάσης ή 1,3%. Αυτό σημαίνει ότι ο αγοραστής ελληνικού πενταετούς ομολόγου ονομαστικής αξίας €10 εκ. έπρεπε να πληρώνει για την ασφάλεια 130 χιλιάδες ευρώ ετησίως για 5

χρόνια. Παρατηρήσατε ότι από το Νοέμβριο του 2009 το κόστος ασφάλισης των αγοραστών ελληνικών ομολόγων σταδιακά εκτοξεύτηκε, και φυσικά με πολλά скаμπανεβάσματα, τα οποία αντικατοπτρίζουν οικονομικές και πολιτικές εξελίξεις στην Ελλάδα και την Ευρωζώνη. Για παράδειγμα, την Παρασκευή, 17 Δεκεμβρίου 2010 στη διάρκεια της Ευρωπαϊκής Συνόδου Κορυφής ήταν 970 μονάδες βάσης, ένα κόστος σχεδόν απαγορευτικά υψηλό.

Η Ελλάδα ξεχωρίζει από τις υπόλοιπες χώρες. Από τα μέσα Οκτωβρίου 2009, κάθε μέρα χωρίς εξαίρεση θεωρείται ως η πλέον επικίνδυνη χώρα. Αντίθετα, η Γερμανία είναι σταθερά η λιγότερο επικίνδυνη. Έως και τον Απρίλιο του 2010, η εικόνα των υπόλοιπων χωρών δεν επιδεινώνεται σημαντικά, παρά για λίγο στις αρχές Φεβρουαρίου, όταν μεταφέρθηκαν στο προσκήνιο ανησυχίες σχετικά με τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους σε πολλές χώρες. Η μεγάλη επιδείνωση ξεκινάει από τα τέλη Απριλίου, όταν αποτελεί πλέον κοινή πεποίθηση ότι η Ελλάδα βαίνει προς χρεοκοπία και ότι ένα τέτοιο ενδεχόμενο θα προκαλούσε αναταράξεις και σε πολλές άλλες χώρες της Ευρωζώνης, πιθανόν μέσω της έκθεσης των τραπεζών τους σε ελληνικά κρατικά ομόλογα.

Διάγραμμα 1  
5ετή CDS από 1/9/2009 έως 28/2/2011



Πηγή: Bloomberg

Παρατηρήστε, επίσης, ότι σε όλο το χρονικό διάστημα Σεπτεμβρίου 2009-Φεβρουαρίου 2011, αν και τα ελληνικά ασφάλιστρα είναι τα υψηλότερα και οι διακυμάνσεις τους μεγαλύτερες, η κατεύθυνση των αυξομειώσεών τους είναι ως επί το πλείστον κοινή με την κατεύθυνση των υπολοίπων. Αυτό σημαίνει ότι κοινί παράγοντες επηρέαζαν τα ασφάλιστρα στις ευρωπαϊκές χώρες, αλλά με διαφορετική ένταση. Η τύχη της Ελλάδος είναι στο μυαλό των αγορών άμεσα συνδεδεμένη με την τύχη της Ευρωζώνης.

<sup>2</sup> Πολλοί έχουν ισχυριστεί ότι η διάλυση της Ευρωζώνης πιθανόν να έρθει από την ίδια τη Γερμανία, η οποία θα φτιάξει τη δική της μικρότερη νομισματική ένωση, πιο κοντά στα μέτρα της.

### 3. Τα αίτια της κρίσης: Προϋπάρχουσες ανισορροπίες

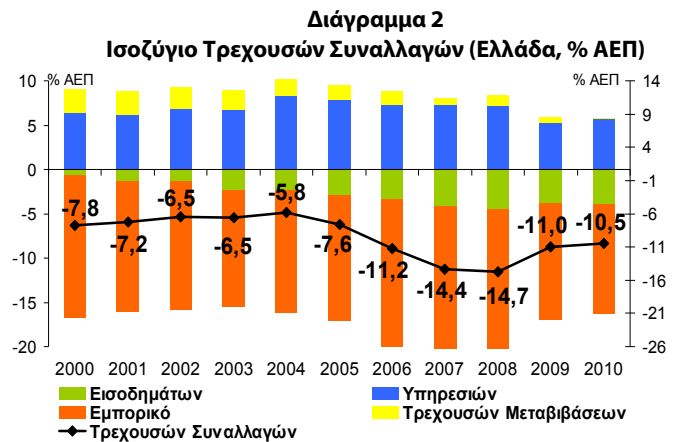
Η ελληνική κρίση εκδηλώθηκε ως αποτέλεσμα των επιπτώσεων της διεθνούς οικονομικής κρίσης και των ανισορροπιών της ελληνικής οικονομίας. Όμως, παρά το γεγονός ότι το ελληνικό αδιέξοδο οφείλεται πρωτίστως στην ανεπάρκεια δεκαετιών της ασκούμενης οικονομικής πολιτικής, εξέθεσε και τις αδυναμίες και τα ελαττώματα της δομής και του τρόπου λειτουργίας της ΟΝΕ.

#### 3.1 Οι ανισορροπίες στην Ελλάδα

Η κρίση ανέδειξε τις προϋπάρχουσες μεγάλες μακροοικονομικές ανισορροπίες και διαρθρωτικές αδυναμίες της ελληνικής οικονομίας: το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας και την οργανωτική ανεπάρκεια του κράτους. Οι δύο αυτές ανισορροπίες γίνονται εμφανείς στα μεγάλα «δίδυμα» ελλείμματα, το έλλειμμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών και το δημοσιονομικό έλλειμμα. Γίνονται εμφανείς και στα υψηλά «δίδυμα» χρέη (το δημόσιο και το εξωτερικό), που αποτελούν τη διαχρονική συσσώρευση των αντίστοιχων ετήσιων ελλειμμάτων.<sup>3</sup> Οι Buiter και Rahbari (2011) εξετάζουν την ελληνική κρίση στο πλαίσιο της ΟΝΕ και τονίζουν ότι δεν φταίει η διεθνής ύφεση για τα προβλήματα της Ελλάδας. Φταίει οι ανισορροπίες της Ελλάδας, τις οποίες, η κρίση ξεσκέπασε.

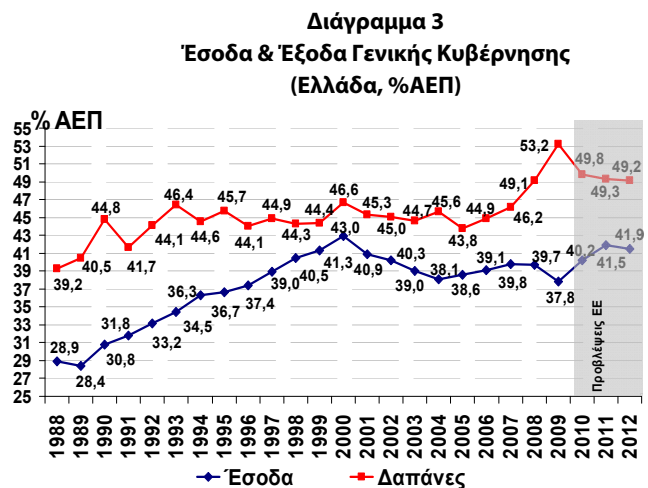
Το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας είναι το βαθύτερο πρόβλημα. Οι δείκτες της Παγκόσμιας Τράπεζας για την ευκολία του επιχειρείν δείχνουν συνεχή επιδείνωση τα τελευταία χρόνια ενώ η σταθμισμένη συναλλαγματική ισοτιμία της χώρας διαρκώς ανατιμάται.<sup>4</sup> Το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας αντικατοπτρίζεται τόσο στο τεράστιο έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών (Διάγραμμα 2) όσο και στον υψηλότερο ελληνικό πληθωρισμό σε σχέση με άλλες χώρες της Ευρωζώνης. Αγοράζουμε πολύ περισσότερα αγαθά και υπηρεσίες από ότι πουλάμε στους ξένους. Η ελληνική οικονομία δεν έχει τη δυνατότητα να παράγει ανταγωνιστικά αγαθά και υπηρεσίες. Ως αποτέλεσμα, το εξωτερικό χρέος της χώρας είχε αυξηθεί από 94% του ΑΕΠ στο τέλος του 2003 στο 187,1% στο τρίτο τρίμηνο του 2010. Το υψηλό αυτό εξωτερικό χρέος συνεπάγεται ότι το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών επιβαρύνεται από την

εκροή τόκων στο εξωτερικό, κάτι που είναι προφανές στο Διάγραμμα 2 στο έλλειμμα εισοδημάτων.<sup>5</sup>



Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας

Το δημοσιονομικό πρόβλημα είναι ακόμα πιο εμφανές. Στο χρονικό διάστημα από την είσοδο της στη ζώνη του ευρώ έως το 2008, και παρά την ισχυρή ανάπτυξη και το ευνοϊκό μακροοικονομικό περιβάλλον, η Ελλάδα δεν κατάφερε ποτέ να περιορίσει το δημοσιονομικό της έλλειμμα κάτω από το όριο του 3% του ΑΕΠ. Μάλιστα, για την παράβαση του Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης, μπήκε σε καθεστώς δημοσιονομικής επιτήρησης το 2004, βγήκε για λίγο το 2007 και ξαναμπήκε τον Απρίλιο του 2009.<sup>6</sup>



Πηγή: European Commission

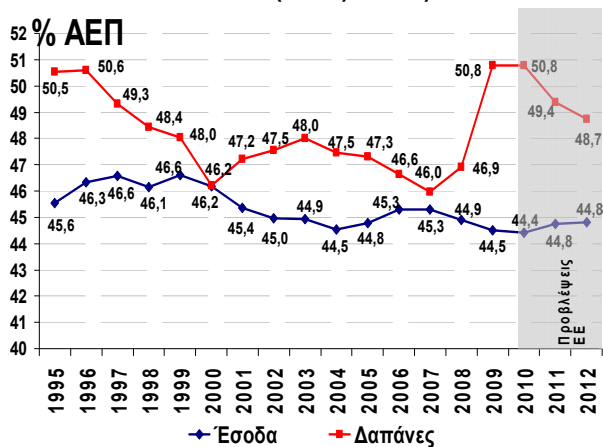
<sup>3</sup> Το πρόβλημα των ανισορροπιών της ελληνικής αναπτυξιακής πορείας είχε απασχολήσει πολλούς ερευνητές στο παρελθόν. Βλέπετε Χαρδούβελης (2007, 2008) για τη σχετική βιβλιογραφία.

<sup>4</sup> Η ανάλυση του Malliaropoulos (2010) δείχνει ότι δημοσιευμένοι δείκτες διεθνών οργανισμών και της Τράπεζας της Ελλάδος υπερεκτιμούν την απώλεια ανταγωνιστικότητας επειδή οι συνολικές σταθμίσεις τους αντικατοπτρίζουν τον ανταγωνισμό από τις άλλες χώρες στον πολύ μικρό για την Ελλάδα τομέα της βιομηχανίας και όχι των υπηρεσιών.

<sup>5</sup> Έως τη δεκαετία του 1980, το ισοζύγιο εισοδημάτων ήταν θετικό εξαιτίας της θετικής επίδρασης των μεταναστευτικών εμβασμάτων από Έλληνες του εξωτερικού, καθώς και του ναυτιλιακού συναλλάγματος. Επίσης, τότε το εξωτερικό χρέος ήταν μικρό και δεν οδηγούσε σε παρόμοια εκροή τόκων και μερισμάτων.

<sup>6</sup> Η έξοδος από την επιτήρηση το 2007 βασίστηκε στην τότε θεωρούμενη επίτευξη ελλείμματος κάτω του 3% του ΑΕΠ το 2006. Με την πρόσφατη (Νοέμβριος 2010) αναθεώρηση των δημοσιονομικών στατιστικών στοιχείων το έλλειμμα του 2006 ανήλθε τελικά στο 5,7%.

**Διάγραμμα 4.**  
**Έσοδα & Έξοδα Γενικής Κυβέρνησης**  
**(ΕΕ-16, % ΑΕΠ)**



Πηγή: European Commission

Στο Διάγραμμα 3 παρουσιάζονται τα έσοδα και οι δαπάνες της Γενικής Κυβέρνησης στην Ελλάδα από το 1988. Παρατηρήστε ότι ανελλιπώς κάθε χρόνο υπήρχε έλλειμμα μεγαλύτερο του ορίου του 3% του ΑΕΠ. Παρατηρήστε, επίσης, ότι το 2008 και το 2009 η δημοσιονομική κατάσταση στην Ελλάδα επιδεινώθηκε σημαντικά. Ενώ πριν από το 2008, οι δαπάνες σπάνια ξεπερνούσαν το 46% του ΑΕΠ (ακόμα και την εποχή των Ολυμπιακών Αγώνων), παρατηρείται μια πολύ μεγάλη εκτίναξή τους το 2008 και το 2009.

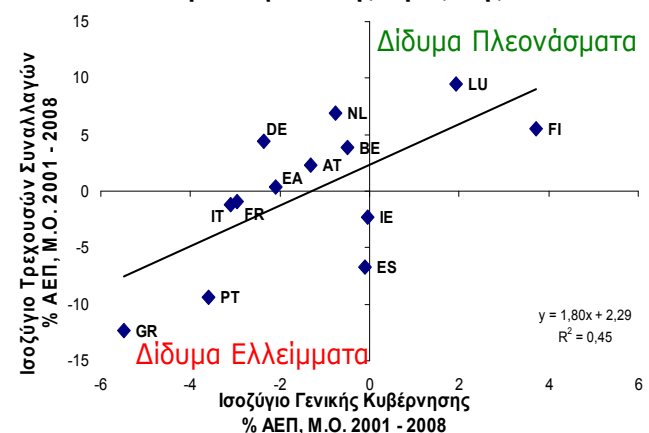
Την ίδια περίοδο, ελλείμματα χαρακτηρίζουν και το σύνολο της Ευρωζώνης, αλλά όχι τόσο μεγάλα (Διάγραμμα 4). Η επιδείνωση στην Ευρωζώνη του 2008 και του 2009 είναι σαφώς μικρότερη από την αντίστοιχη στην Ελλάδα και αυτό παρά το γεγονός ότι τότε η ύφεση εκεί ήταν μεγαλύτερη από την ύφεση στην Ελλάδα.<sup>7</sup> Ενδιαφέρον παρουσιάζει και η περίοδος πριν την ένταξη στην Ευρωζώνη. Τότε η Ελλάδα δεν κατάφερε να μειώσει τις δαπάνες της, αλλά αύξησε τα έσοδα. Αντίθετα, στις υπόλοιπες χώρες μειώθηκαν κυρίως οι δαπάνες.

### 3.2 Οι ανισορροπίες στην Ευρωζώνη

Η σημερινή ευρωπαϊκή κρίση, που ξεκίνησε ως ελληνική κρίση, δεν είναι μόνον δημοσιονομική. Είναι και αποτέλεσμα των ανισορροπιών στην ανταγωνιστικότητα, αλλά και άλλων τοπικών προβλημάτων με κυριότερο το πρόβλημα σε πολλές χώρες του χρηματοοικονομικού τομέα. Στη Ιρλανδία το πρόβλημα ξεκίνησε από την υπερθέρμανση της αγοράς κατοικίας και την ανεξέλεγκτη παροχή δανείων προς τους ιδιώτες. Η διάσωση των τραπεζών από το κράτος μετέτρεψε την τραπεζική κρίση σε κρίση δημόσιου χρέους, ενώ και οι ιδιώτες είναι υπέρ-

δανεισμένοι. Στη Ισπανία, το πρόβλημα δεν είναι δημοσιονομικό. Πηγάζει από το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας, την υπερθέρμανση της αγοράς κατοικίας, τις μικρές αποταμιευτικές τράπεζες και τον μεγάλο δανεισμό του ιδιωτικού τομέα. Στην Πορτογαλία το πρόβλημα πηγάζει από το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας, το υπερβολικό δανεισμό των ιδιωτών, αλλά και τα μεγάλα ελλείμματα του κράτους. Στην Ελλάδα, η κρίση είναι δημοσιονομική αλλά πηγάζει και από το έλλειμμα ανταγωνιστικότητας. Η Ελλάδα ευτυχώς έχει ισχυρό χρηματοοικονομικό τομέα και οι ιδιώτες δεν είναι υπέρ-δανεισμένοι.

**Διάγραμμα 5.**  
**Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών & Γενικής Κυβέρνησης των**  
**κρατών-μελών της Ευρωζώνης**



Πηγή: European Commission

Στο Διάγραμμα 5 περιγράφονται δύο μεταβλητές που απεικονίζουν την εσωτερική και εξωτερική ισορροπία των χωρών της Ευρωζώνης. Εκεί διαχωρίζονται οι χώρες της Ευρωζώνης σύμφωνα με το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (κάθετος άξονας) και το δημοσιονομικό ισοζύγιο (οριζόντιος άξονας). Οι μεταβλητές απεικονίζουν τον ετήσιο μέσο όρο της περιόδου 2001-2008, δηλαδή της εποχής του ευρώ για την Ελλάδα πριν από την ελληνική κρίση. Είναι φανερό ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ των δύο μεγεθών. Το δημοσιονομικό είναι το μεγαλύτερο από τα δύο προβλήματα για το σύνολο σχεδόν των χωρών της ζώνης του ευρώ. Η Ελλάδα και η Πορτογαλία έχουν τα μεγαλύτερα δημοσιονομικά ελλείμματα, αλλά και τα μεγαλύτερα ελλείμματα τρεχουσών συναλλαγών. Αντιθέτως, η Ιρλανδία που χτυπήθηκε μετά την Ελλάδα από τις αγορές και αναγκάστηκε να ζητήσει και αυτή τη βοήθεια της Ευρωζώνης και του ΔΝΤ, δείχνει να μην έχει πρόβλημα σε κανέναν από τους δύο τομείς.<sup>8</sup> Η Ισπανία, που επίσης βρέθηκε στο στόχαστρο των αγορών, δεν έχει διαχρονικό

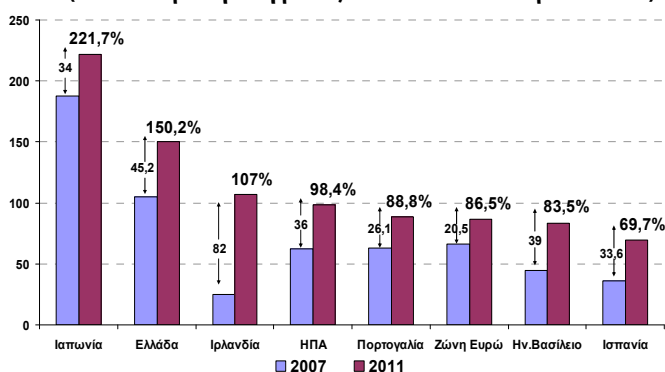
<sup>7</sup> Προσοχή κατά τη σύγκριση στη διαφορετική κλίμακα που χρησιμοποιείται στα δύο διαγράμματα.

<sup>8</sup> Τα πρόβλημα της Ιρλανδίας εμφανίστηκε μετά το 2007, με το ξέσπασμα της διεθνούς κρίσης. Το ιρλανδικό δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ αυξήθηκε από το τέλος του 2007 έως το τέλος του 2011 κατά 82 ποσοστιαίες μονάδες (βλ. Διάγραμμα 6).

δημοσιονομικό πρόβλημα. Αντιμετωπίζει μόνον πρόβλημα ανταγωνιστικότητας.

Στο Διάγραμμα 5 γίνονται εμφανείς οι σημαντικές διαφοροποιήσεις ανάμεσα στις χώρες της Ευρωζώνης όσον αφορά τη δημοσιονομική και εξωτερική τους ισορροπία. Η κρίση λοιπόν στην Ευρωζώνη είναι κυρίως κρίση συνοχής, δεν είναι μια αποκλειστικά δημοσιονομική κρίση. Άλλωστε, η Ευρωζώνη ως σύνολο δεν είναι περισσότερο υπέρ-δανεισμένη από το Ηνωμένο Βασίλειο, τις Η.Π.Α. ή την Ιαπωνία (βλ. Διάγραμμα 6). Ωστόσο, έχει χώρες όπως η Ελλάδα, που τα δημοσιονομικά τους βρέθηκαν εκτός ελέγχου ή όπως η Ιρλανδία, όπου η κατάρρευση του τραπεζικού συστήματος μετατράπηκε σε δημόσιο χρέος.

**Διάγραμμα 6.**  
**Χρέος Γενικής Κυβέρνησης**  
**(% ΑΕΠ & μεταβολή μεταξύ 2007-2011 σε π.μ. του ΑΕΠ)**



Πηγή: European Commission

Στη διάρκεια του 2010 οι αγορές εστίασαν στους κινδύνους που δημιουργούνται από τις αδυναμίες στη δομή της Ευρωζώνης. Η δημιουργία της Ευρωζώνης στη δεκαετία του 1990 ήταν ένα πολιτικό εγχείρημα, το οποίο επήλθε ως φυσική κατάληξη των προσπαθειών δημιουργίας της ενιαίας αγοράς. Η δημιουργία βασίστηκε στην ονομαστική σύγκλιση, τα γνωστά ως κριτήρια του Μάαστριχτ: πληθωρισμός, έλλειμμα μικρότερο του 3%, μειούμενο χρέος, συναλλαγματική σταθερότητα και συγκλίνοντα μακροπρόθεσμα επιτόκια. Οι πολιτικοί τότε αγνόησαν την υφισταμένη ακαδημαϊκή έρευνα, η οποία είχε επικεντρωθεί στο ερώτημα ποιες χώρες μπορούν να αποτελέσουν μια ενιαία νομισματική ζώνη. Υπήρχε τότε σημαντική ακαδημαϊκή βιβλιογραφία της Βέλτιστης Περιοχής Κοινού Νομίσματος (Optimum Currency Area), που περιέγραφε τα κριτήρια τα οποία πρέπει να πληρούν οι υποψήφιοι χώρες-μέλη.<sup>9</sup>

Όταν δημιουργήθηκε η Ευρωζώνη, αποφεύχθηκε η αντίστοιχη δημιουργία μηχανισμού δημοσιονομικών μεταβιβάσεων, γεγονός που θα σήμαινε μεγαλύτερη πολιτική ενοποίηση. Ούτε έγινε προσπάθεια αύξησης της

ομοιογένειας των οικονομιών, με κοινούς κανόνες για τις συντάξεις, τους μισθούς, τη φορολογία, κλπ. Μάλιστα, στο Σύμφωνο Σταθερότητας & Ανάπτυξης, δεν ενσωματώθηκαν παράγοντες όπως η κατάσταση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, οι εξελίξεις του μοναδιαίου κόστους εργασίας και άλλων βασικών δεικτών, στους οποίους έκανε μνεία η Συνθήκη του Maastricht και αφορούν τη σύγκλιση της δομής των πραγματικών οικονομιών. Αποτέλεσμα ήταν η Ευρωζώνη να δημιουργηθεί με προφανείς ατέλειες. Η υπολανθάνουσα υπόθεση ήταν ότι σε περίπτωση συστηματικών αποκλίσεων στο πεδίο της ανταγωνιστικότητας, η προσαρμογή θα επέρχονταν αυτομάτως μέσω της λειτουργίας των μηχανισμών της αγοράς και των τιμών (εσωτερική υποτίμηση). Αυτό αποδείχθηκε στην πράξη ότι δεν ισχύει. Μετά από 12 χρόνια λειτουργίας της Ευρωζώνης, δημιουργήθηκε ως αποτέλεσμα ένας ανταγωνιστικός Βορράς και ένας μη ανταγωνιστικός Νότος.<sup>10</sup>

Στη διάρκεια των 12 ετών ύπαρξης της Ευρωζώνης αναδύθηκε και ένα δεύτερο πρόβλημα. Από τους δύο στυλοβάτες της ΟΝΕ, η ΕΚΤ λειτούργησε αποτελεσματικά, ενώ αντιθέτως το Σύμφωνο Σταθερότητας και Ανάπτυξης δεν λειτούργησε (Mayer (2011)), τόσο λόγω της μη ουσιαστικής επιβολής ποινών και της ελλιπούς παρακολούθησης, όσο και της ελαστικοποίησης των όρων του, πρώτα από τις μεγάλες οικονομίες το 2003 (Γαλλία, Γερμανία). Έτσι καταλήξαμε και σε δημοσιονομικό πρόβλημα σε πολλές χώρες.<sup>11</sup> Η κρίση κατέστησε σαφές ότι η προηγούμενη απλή διακυβερνητική συνεργασία δεν λειτουργεί, ότι δηλαδή η Ευρωζώνη παραμένει μια νομισματική ένωση χωρών χωρίς επαρκή δημοσιονομικό συντονισμό.

#### 4. Πορεία προς μια νέα αρχιτεκτονική της Ευρωζώνης

Η κρίση στην Ευρωζώνη έφερε στην επιφάνεια το δίλημμα της επιθυμητής μορφής της Ευρωπαϊκής Ένωσης: θα διατηρηθεί η Ένωση ως έχει, δηλαδή ως μια διακυβερνητική συνεργασία ή θα πάρει έναν ομοσπονδιακό χαρακτήρα σε θέματα οικονομικής πολιτικής; Οι περισσότερες χώρες, συμπεριλαμβανομένης της Γερμανίας, θεωρούν ότι η Ένωση πρέπει να παραμείνει ως μια, πιθανόν ενισχυμένη, διακυβερνητική συνεργασία. Γι' αυτό και από την αρχή της κρίσης στην Ευρωζώνη, η αντίδραση των ευρωπαϊκών πολιτικών ηγεσιών αποδείχθηκε, τηρουμένων των περιστάσεων, ιδιαίτερα χαλαρή. Οι πολιτικές ηγεσίες φάνηκαν να τρέχουν με καθυστέρηση πίσω από τις εξελίξεις στις αγορές. Δεν

<sup>9</sup> Mundell (1961), McKinnon (1963) και Frankel and Rose (1998).

<sup>10</sup> Η επίδραση της ΟΝΕ στην αναγκαιότητα των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, που δυστυχώς δεν έγιναν, έχει αναλυθεί στο παρελθόν από τον συγγραφέα, βλ. Χαρδούβελης (2007, 2008).

<sup>11</sup> Μετά την ευρωπαϊκή κρίση του 2010 παρακάμφθηκε και το «No bail out clause» αφού η χρεοκοπία ενός κράτους-μέλους μπορεί πλέον να φέρει κατάρρευση και σε άλλες χώρες.

μπόρεσαν να πάρουν την πρωτοβουλία των ενεργειών, γεγονός που πιθανόν ανέβασε ακόμη περισσότερο τα επιτόκια στην Ευρωζώνη στη διάρκεια της κρίσης.<sup>12</sup>

Σήμερα δεν είναι πιθανή η δημιουργία μηχανισμού μόνιμων δημοσιονομικών μεταβιβάσεων από τις πλούσιες και ανταγωνιστικές χώρες του Βορρά προς τις λιγότερο ανταγωνιστικές χώρες του Νότου. Η Ευρωζώνη απλώς επεξεργάζεται ένα συνολικό σχέδιο οριστικής επίλυσης των προβλημάτων σε τρία μέτωπα συνεργασίας:

- (α) Ισχυρότερη εποπτεία του χρηματοοικονομικού τομέα, ένα ζήτημα με το οποίο ασχολούνται άλλες αναλύσεις άρθρων (βλ. Χαρδούβελης (2011)),
- (β) πιο συνεκτική δημοσιονομική πολιτική, και
- (γ) πολιτικές αύξησης της ανταγωνιστικότητας και ενδυνάμωσης των κοινών πολιτικών στο εργασιακό, το συνταξιοδοτικό ή το φορολογικό.

Τα δύο τελευταία μέτωπα είναι απαραίτητα συμπληρώματα της κοινής νομισματικής πολιτικής. Σε αυτά επικεντρώνεται η υπόλοιπη ανάλυση του παρόντος άρθρου. Στη δημόσια συζήτηση υπάρχουν διάφορες προτάσεις, σενάρια και εναλλακτικές λύσεις που αφορούν κυρίως: α) ένα νέο μηχανισμό διακυβερνητικής συνεργασίας και β) ένα μόνιμο μηχανισμό αντιμετώπισης κρίσεων, ακόμη και γ) την έκδοση κάποιας μορφής ευρωομολόγων. Τα ζητήματα αυτά αναλύονται στη συνέχεια.

#### 4.1 Νέος μηχανισμός διακυβερνητικής συνεργασίας

Με απόφαση του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου στις 25-26 Μαρτίου 2010, την ευθύνη για συγκεκριμένες προτάσεις δημιουργίας ενός νέου μηχανισμού διακυβερνητικής συνεργασίας ανέλαβε επιτροπή (Task Force) με μέλη τους υπουργούς Οικονομικών των 27 χωρών, την ΕΚΤ και με επικεφαλής τον Πρόεδρο του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου, κ. Herman Van Rompuy. Η επιτροπή δημοσιοποίησε τις τελικές προτάσεις της τον Οκτώβριο του 2010. Λίγο νωρίτερα, η Ευρωπαϊκή Επιτροπή στα τέλη Σεπτεμβρίου 2010, βασιζόμενη στα γενικά συμπεράσματα της επιτροπής Van Rompuy, παρουσίασε ως προπομπό πιο συγκεκριμένες προτάσεις για την ενίσχυση της δημοσιονομικής πειθαρχίας στην Ευρωζώνη.

Οι προτάσεις Σεπτεμβρίου της Ευρωπαϊκής Επιτροπής ήταν λογικές και αρχικά φάνηκε να είχαν προσυμφωνηθεί πλήρως. Αντέδρασε, όμως σε πολλά σημεία τους η Γερμανία, ιδίως στις αυτόματες ποινές και για χώρες με μηδενικά ελλείμματα που συγχρόνως έχουν υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, με την οποία συμφώνησε και η Γαλλία. Έτσι πολλές λεπτομέρειες διεγράφησαν, αν και το πνεύμα

του συνόλου των προτάσεων παρέμεινε και ανακοινώθηκε τον Οκτώβριο ως τα συμπεράσματα της επιτροπής Van Rompuy. Οι προτάσεις αυτές δεν απαιτούν αλλαγή στη Συνθήκη και έγιναν στη συνέχεια αποδεκτές από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της 28<sup>ης</sup> και 29<sup>ης</sup> Οκτωβρίου 2010, το οποίο έδωσε χρονικό περιθώριο έως τον Ιούνιο του 2011 για την πλήρη εξειδίκευσή τους. Κύρια σημεία των προτάσεων:

- ✓ Μείωση δημόσιου χρέους για χώρες με χρέος άνω του 60% του ΑΕΠ, αυστηρότερη επιβολή του ορίου και συντομότερη περίοδος προσαρμογής.
- ✓ Συσχέτιση στόχων ελλείμματος και χρέους, όσο υψηλότερο το χρέος τόσο μεγαλύτεροι οι περιορισμοί στο έλλειμμα.
- ✓ Έλεγχος όχι μόνο του ύψους του δημοσίου χρέους, αλλά και της διατηρησιμότητάς του. Μια χώρα θα μπαίνει στη Διαδικασία Υπερβολικού Ελλείμματος (Excessive Deficit Procedure - EDP) αν, με βάση καθορισμένα κριτήρια, το χρέος της κρίνεται μη διατηρήσιμο, ακόμα και αν το έλλειμά της είναι μικρότερο του 3%.
- ✓ Πιο αυστηρές κυρώσεις, με μεγαλύτερο κόστος και συντομότερη περίοδο λήψης αποφάσεων.
- ✓ Κυρώσεις με τη μορφή καταθέσεων (τοκοφόρες καταθέσεις στο στάδιο λήψης προληπτικών μέτρων, μη τοκοφόρες καταθέσεις κατά την είσοδο στη EDP και πρόστιμο σε περίπτωση μη συμμόρφωσης).
- ✓ Μεγαλύτερη αυτοματοποίηση κυρώσεων. Αρχή της αντίστροφης ψηφοφορίας. Αν η Επιτροπή κρίνει ότι παραβιάστηκαν οι όροι του ΣΣΑ, επιβάλλει αυτομάτως (για τα πρώτα δύο στάδια ποινών) τις νέες κυρώσεις εκτός αν εντός συγκεκριμένης προθεσμίας η πλειοψηφία των κρατών μελών ψηφίσει εναντίον.
- ✓ Ενίσχυση ευρωπαϊκών και εθνικών μηχανισμών παρακολούθησης.
- ✓ Η συστηματική παρακολούθηση δεικτών ανταγωνιστικότητας κάθε χώρας (διαφορές πληθωρισμού και κόστους παραγωγής έναντι εταίρων, πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία, ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, εξωτερικό χρέος) και πιθανή επιβολή αυτόματων ποινών σε περίπτωση υπερβάσεων. «Διαδικασία υπερβολικών ανισοροπιών».
- ✓ Μεγαλύτερος συντονισμός σε ευρωπαϊκό επίπεδο των εθνικών οικονομικών και δημοσιονομικών πολιτικών.
- ✓ Μόνιμος μηχανισμός αντιμετώπισης κρίσεων – διάδοχος EFSF και EFSM.

Στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο της 4ης Φεβρουάριου 2011, όλοι οι ηγέτες συμφώνησαν πως θα πρέπει να ενισχυθεί περαιτέρω ο συντονισμός της οικονομικής πολιτικής των κρατών-μελών της Ευρωζώνης, ιδιαίτερα όσον αφορά την ανταγωνιστικότητά τους. Παρουσιάστηκε η πρόταση της Γερμανίας και της Γαλλίας για τη μελλοντική μορφή της ζώνης του ευρώ. Σε αντάλλαγμα για την περαιτέρω ενίσχυση του EFSF και την δημιουργία μόνιμου

<sup>12</sup> Βλέπετε μια ενδιαφέρουσα ανάλυση του θέματος από τον τέως πρωθυπουργό, κ. Σημίτη (ΒΗΜΑ (24/12/2010)), ο οποίος θεωρεί ότι υπάρχει κενό πολιτικής ηγεσίας στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

μηχανισμού επίλυσης κρίσεων χρέους, οι δύο χώρες απαίτησαν μια ουσιαστικότερη παρακολούθηση, εναρμόνιση και συντονισμό των πολιτικών οι οποίες καθορίζουν την πραγματική σύγκλιση και την ανταγωνιστικότητα, μέσω της υιοθέτησης ενός Συμφώνου Ανταγωνιστικότητας. Ήδη το Van Rompuy Task Force έβαζε κανόνες επί του δημοσιονομικού χρέους και του ελλείμματος, οι οποίοι αναμένεται να εξειδικευτούν έως τον Ιούνιο του 2011. Το Σύμφωνο Ανταγωνιστικότητας επιβάλλει περαιτέρω κανόνες. Βασικά χαρακτηριστικά του Συμφώνου, που δεν ήταν επίσημο αλλά διέρρευσε στον Τύπο, είναι:

- Συστηματική παρακολούθηση δεικτών που αφορούν τη συνολική ανταγωνιστικότητα κάθε χώρας:
  - i. ανταγωνιστικότητα ως προς τις τιμές (σταθεροποίηση του πραγματικού μοναδιαίου κόστους εργασίας – Real Unit Labour Cost – , εναρμόνιση του κόστους εργασίας με την παραγωγικότητα),
  - ii. σταθερότητα δημόσιων οικονομικών
  - iii. καθορισμός ελάχιστων ορίων επενδύσεων σε έρευνα και ανάπτυξη, εκπαίδευση και υποδομές.
- Πρόγραμμα έξι σημείων για την Ανταγωνιστικότητα, με στόχο να εφαρμοστεί εντός 12 μηνών:
  - i. κατάργηση συστημάτων αυτόματης τιμαριθμικής αναπροσαρμογής μισθών
  - ii. Συμφωνία Αμοιβαίας Αναγνώρισης εκπαιδευτικών διπλωμάτων και πιστοποιητικών επαγγελματικής επάρκειας για την προώθηση της κινητικότητας των εργαζομένων,
  - iii. υιοθέτηση ελάχιστου φορολογικού συντελεστή για τις επιχειρήσεις,
  - iv. μηχανισμός προσαρμογής των ασφαλιστικών συστημάτων στις δημογραφικές εξελίξεις,
  - v. η αυστηροποίηση των διαδικασιών ελέγχου, αποτροπής και καταστολής των δημοσιονομικών υπερβάσεων και με τη συμπερίληψη σχετικών ρητρών στα Συντάγματα των χωρών,
  - vi. ίδρυση εθνικών μηχανισμών αντιμετώπισης κρίσεων στο τραπεζικό σύστημα.

Καθώς, πολλά από τα προτεινόμενα επιμέρους μέτρα συναντούν τις αντιδράσεις χωρών μελών, όπως π.χ. της Ιρλανδίας για τον ελάχιστο φορολογικό συντελεστή των επιχειρήσεων, οι διαπραγματεύσεις είναι σκληρές για την επίτευξη συμφωνίας. Στα τέλη Φεβρουαρίου διέρρευσε κείμενο εργασίας της Ευρωπαϊκής Επιτροπής το οποίο επιχειρεί να συμβιβάσει τις απόψεις όλων των κρατών μελών. Περιλαμβάνει το μεγαλύτερο μέρος των κοινών γαλλογερμανικών προτάσεων, αλλά:

- i. προβλέπει ότι η εφαρμογή του Συμφώνου θα συντονίζεται και θα αξιολογείται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και όχι από τις κυβερνήσεις των χωρών,

- ii. δεν απαιτεί την κατάργηση των συστημάτων αυτόματης τιμαριθμικής αναπροσαρμογής των μισθών, αλλά προτείνει ένα σύστημα παρακολούθησης της εξέλιξης μισθών και παραγωγικότητας με την υποχρέωση λήψης μέτρων αν οι μισθοί ανεβαίνουν δυσανάλογα,
- iii. και δεν απαιτεί την υιοθέτηση ελάχιστου φορολογικού συντελεστή για τις επιχειρήσεις – κάτι που είχε συναντήσει την σφοδρή αντίδραση της Ιρλανδίας.

Στις αρχές Μαρτίου θα πραγματοποιηθεί έκτακτη σύνοδος κορυφής και ως στόχος τέθηκε η επίτευξη συμφωνίας το πρώτο δεκαπενθήμερο του Μαρτίου και επικύρωσή της στην τακτική σύνοδο κορυφής στις 24-25 Μαρτίου. Πάντως, όσο η αβεβαιότητα διαρκεί, η διακύμανση στις αγορές θα είναι μεγάλη.

#### 4.2 Ευρωμόλογα

Στο μεσοδιάστημα των δύο Ευρωπαϊκών Συμβουλίων Οκτωβρίου-Δεκεμβρίου 2010, η εκδήλωση της κρίσης στην Ιρλανδία και ο φόβος ότι η κρίση μπορεί να μεταδοθεί και σε άλλες χώρες του Ευρωπαϊκού Νότου (Πορτογαλία και Ισπανία) αναζωπύρωσαν τη συζήτηση για α) την κεντρική έκδοση ευρωομολόγων (E-bonds, βλ. Collignon (2011)) σε συνδυασμό με τη δημιουργία του Μηχανισμού Στήριξης, και β) την πιθανολογούμενη παρέμβαση της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας για την παροχή της απαραίτητης ρευστότητας στις αγορές.

Πιο συγκεκριμένα, δύο εβδομάδες πριν από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο του Δεκεμβρίου ο Πρωθυπουργός και υπουργός Οικονομικών του Λουξεμβούργου, κ. Jean-Claude Juncker, μαζί με τον υπουργό Οικονομικών της Ιταλίας, κ. Giulio Tremonti, με κοινό άρθρο τους στους Financial Times, πρότειναν την έκδοση ευρωομολόγων από μια νέα αρχή, που την ονόμασαν European Debt Agency (EDA). Τα E-bonds θα υποστηρίζουν το χρέος της κάθε χώρας έως το 40% του ΑΕΠ της.<sup>13</sup> Για χώρες με πρόβλημα δανεισμού, θα μπορούν να υποστηρίξουν έως και το 100% των εκδόσεών τους. Την πρόταση για την έκδοση ευρωομολόγων, σε διάφορες παραλλαγές, υποστήριξαν με άρθρα τους στους Financial Times ο πρώην Επίτροπος Μάριο Μόντι, καθώς και δύο προβεβλημένοι Γερμανοί σοσιαλδημοκράτες, ο πρώην υπουργός Εξωτερικών της Γερμανίας Frank-Walter Steinmeier και ο πρώην υπουργός Οικονομικών Peer Steinbrück. Τελικά, μετά από μια άτυπη συνάντηση του κ. Γιούνκερ με την καγκελάρια της

<sup>13</sup> Βλ. Juncker and Tremonti (2010). Η πρόταση των Γιούνκερ-Τρεμόντι για ευρωμόλογα που θα στηρίζουν τις χώρες έως το 40% του χρέους τους, είναι παραπλήσια προηγούμενης πρότασης για blue bond - red bond των Delpla και Weizsäcker για το 60% του χρέους (Delpla and Weizsäcker (2010)). Προφανώς, οι ανωτέρω Ευρωπαίοι πολιτικοί ήθελαν να αυστηροποιήσουν τον κανόνα για να τον κάνουν αποδεκτό από τους Γερμανούς.

Γερμανίας κα. Μέρκελ λίγο πριν από τη Σύνοδο Κορυφής του Δεκεμβρίου 2010, η πρόταση των ευρωομολόγων απεσύρθη.

Η ιδέα του ευρωομολόγου, συναντά αντιρρήσεις, με το σκεπτικό ότι η εφαρμογή κοινού επιτοκίου για όλες τις χώρες ανεξαρτήτως της υγείας των μακροοικονομικών και δημοσιονομικών μεγεθών τους, μειώνει το κίνητρο συμμόρφωσης των προβληματικών χωρών.<sup>14</sup> Η ιδέα θα μπορούσε να επανέλθει όταν έχει εξασφαλιστεί η αποφυγή ανισορροπιών μέσω της δόμησης ενός σχετικού μηχανισμού. Πάντως, πρέπει να τονιστεί ότι το EFSF εκδίδει στην ουσία ευρωομόλογα όταν δανείζεται από τις αγορές. Συνεπώς, τα ευρωομόλογα ήδη υπάρχουν, αλλά σε μικρές ποσότητες.

Στα πλαίσια των διαπραγματεύσεων για τη νέα δομή της Ευρωζώνης και της ενίσχυσης της ανάπτυξης η Ευρωπαϊκή Επιτροπή στις 28/2/2011 έδωσε στη δημοσιότητα για διαβούλευση ένα σχέδιο για τη χρηματοδότηση επενδύσεων σε μεγάλα έργα υποδομής. Οι ανάγκες για επενδύσεις στην ενέργεια, τις μεταφορές και τις επικοινωνίες εκτιμώνται στα €1,5 με 2 τρις μέχρι το 2020. Το σχέδιο «Europe 2020 Project Bond Initiative» προβλέπει την παροχή εγγυήσεων από την ΕΕ και την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων για την έκδοση από ιδιωτικούς φορείς ομολόγων για την χρηματοδότηση της κατασκευής έργων υποδομής στα πλαίσια των διαευρωπαϊκών δικτύων. Έτσι θα μειωθεί το κόστος χρηματοδότησης και θα γίνουν οικονομικά εφικτά περισσότερα επενδυτικά σχέδια. Μια τέτοια εξέλιξη θα βοηθούσε ιδίως χώρες όπως η Ελλάδα, όπου οι δημοσιονομικές δυσκολίες καθιστούν εξαιρετικά δύσκολη την χρηματοδότηση των απαραίτητων έργων υποδομής.

#### 4.3 Μόνιμος μηχανισμός στήριξης

Στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο του Οκτωβρίου 2010, οι αρχηγοί των κρατών-μελών συμφώνησαν επιπλέον για τη θέσπιση ενός μόνιμου μηχανισμού στήριξης με σκοπό να διαφυλάξει την χρηματοοικονομική ισορροπία της Ευρωζώνης, αφού ο μηχανισμός που είχε συμφωνηθεί τον προηγούμενο Μάιο θα έληγε το 2013 (Πίνακας 1). Στην απόφαση του Συμβουλίου, επίσης, ενσωματώθηκε η

απαίτηση της Γερμανίας σχετικά με την ανάγκη για τροποποίηση της Συνθήκης της Λισσαβόνας για τη δημιουργία του μηχανισμού στήριξης. Σημειώστε εδώ πως η τροποποίηση της Συνθήκης απαιτεί δημοψήφισμα ή ψηφοφορία στα Κοινοβούλια όλων των κρατών – μελών. Είναι συνεπώς χρονοβόρα και δεν έχει εξασφαλισμένο αποτέλεσμα.

Στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο στις 16-17 Δεκεμβρίου 2010, οι αρχηγοί των κρατών-μελών της Ευρωπαϊκής Ένωσης επιβεβαίωσαν ότι ο νέος Ευρωπαϊκός μηχανισμός στήριξης θα αντικαταστήσει από το 2013 το υπάρχον πλαίσιο στήριξης (European Financial Stability Facility (EFSF) & European Financial Stabilization Mechanism (EFSM)), που θα παραμείνει σε ισχύ μέχρι τον Ιούνιο του 2013 (Πίνακας 1). Απαραίτητη προϋπόθεση για τη δημιουργία του νέου μηχανισμού είναι η τροποποίηση της Συνθήκης της Λισσαβόνας χωρίς όμως τη χρονοβόρα και πολιτικά απρόβλεπτη προσφυγή σε δημοψηφίσματα. Στόχος του χρονοδιαγράμματος, που καθορίστηκε στο Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, είναι η αναθεώρηση της Συνθήκης και να ολοκληρωθούν ως το τέλος του 2012 όλες οι υπόλοιπες διαδικασίες που απαιτούνται για τη δημιουργία του νέου μηχανισμού στήριξης. Αν και οι λεπτομέρειες σχετικά με τη δομή του νέου μηχανισμού στήριξης δεν είναι ακόμη πλήρως ξεκαθαρισμένες, σίγουρο είναι ότι αυτός θα βασιστεί στις αρχές για την ενίσχυση της δημοσιονομικής πειθαρχίας που παρουσιάστηκαν νωρίτερα. Παράλληλα, το Συμβούλιο ανακοίνωσε ότι υποστηρίζει την προώθηση της διαμόρφωσης ενός πολυετούς προϋπολογισμού για την Ευρωπαϊκή Ένωση. Στην ατζέντα του Συμβουλίου δεν μπήκε η πρόταση για περαιτέρω ενίσχυση του υπάρχοντος μηχανισμού στήριξης με επιπλέον κεφάλαια.

<sup>14</sup> Ο Cabral (2010) έχει αντίθετη άποψη, επιχειρηματολογώντας ότι χώρες που αποδέχονται να χρηματοδοτηθούν μέσω του ευρωομολόγου χάνουν το δικαίωμα κουρέματος ή οποιουδήποτε άλλου είδους αναδιάρθρωσης του χρέους τους, αφού το Δίκαιο που στηρίζει την έκδοση των νέων ομολόγων είναι Κοινοτικό και όχι τοπικό, έκαστης χώρας. Σύμφωνα με τον Cabral, οι Γερμανοί θα έπρεπε να είναι ένθερμοι υποστηρικτές του ευρωομολόγου, αφού το ευρωομόλογο μειώνει αντί να αυξάνει το κόστος δανεισμού της Γερμανίας.



Πίνακας 1			
Βασικά Χαρακτηριστικά Ευρωπαϊκών Μηχανισμών Στήριξης			
	Σημερινό EFSM	Σημερινό EFSF	Μελλοντικό ESM
<b>Διαδικασία Έγκρισης Μηχανισμού</b>	ECOFIN, ενισχυμένη πλειοψηφία	Eurogroup, απαιτεί έγκριση από τα εθνικά κοινοβούλια των χωρών-μελών	Ευρωπαϊκό Συμβούλιο, τροποποίηση της Συνθήκης της Λισσαβόνας (έγκριση από εθνικά κοινοβούλια των κρατών - μελών για τροποποίηση της Συνθήκης)
<b>Ημερομηνία Ενεργοποίησης Μηχανισμού</b>	Από 5/2010	8/2010 - 6/2013	Μόνιμος μηχανισμός που θα ενεργοποιηθεί από 1/1/2013. Θα αντικαταστήσει τους δύο υπάρχοντες μηχανισμούς.
<b>Μέγεθος</b>	€ 60 δισ	€ 440 δισ	Δεν έχει καθορισθεί ακόμη
<b>Πάροχος Χρηματοδότησης - Εγγυήσεων</b>	Προϋπολογισμός ΕΕ, Έκδοση διμερών δανείων	Χώρες της Ευρωζώνης, Έκδοση Ομολόγων EFSF	Δεν έχει καθορισθεί ακόμη
<b>Σε ποιους απευθύνεται</b>	Σε όλα τα μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης	Σε όλα τα μέλη της Ευρωζώνης	Σε όλα τα μέλη της Ευρωζώνης
<b>Διαδικασία ενεργοποίησης του Μηχανισμού</b>	ECOFIN, ενισχυμένη πλειοψηφία, μετά από κοινή πρόταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και της ΕΚΤ	Eurogroup, ομόφωνη απόφαση, μετά από κοινή πρόταση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής της ΕΚΤ και του ΔΝΤ	Ομόφωνη απόφαση των χωρών μελών της Ευρωζώνης
<b>Προτεραιότητα εξόφλησης χρέους έναντι τρίτων</b>	Εξόφληση κατά προτεραιότητα, ανώτερο μόνο το ΔΝΤ	Δεν υπάρχει προτεραιότητα: Ότι ισχύει για τους ιδιώτες πιστωτές	Εξόφληση κατά προτεραιότητα, ανώτερο μόνο το ΔΝΤ, Εισαγωγή Ρητρών Συλλογικής Δράσης (Collective Action Clauses) συνεπών με τις αντίστοιχες ρήτρες των Η.Π.Α. και του Ηνωμένου Βασιλείου

Σημείωση: **EFSM**: European Financial Stabilization Mechanism, **EFSF**: European Financial Stability Facility, **ESM**: European Stability Mechanism

Πηγή: Euro Weekly, Συμπεράσματα Ευρωπαϊκού Συμβουλίου Δεκεμβρίου 2010

## 5. Η ελληνική προοπτική

### 5.1 Το Πρόγραμμα σταθεροποίησης της ελληνικής οικονομίας

Στο πρώτο τρίμηνο του 2011 η κρίση εξακολουθεί να επηρεάζει την πορεία της ελληνικής οικονομίας. Οι προβλέψεις της Τρόικας για τους μελλοντικούς ρυθμούς ανάπτυξης, που γίνονται θετικοί από το 2012 και ύστερα, δεν καθησυχάζουν εύκολα τις αγορές. Και αυτό διότι μια απλή αριθμητική με βάση τις προβλέψεις του θετικού σεναρίου της Τρόικας για το ΑΕΠ, τον πληθωρισμό, τα περιθώρια επιτοκίων με τα αντίστοιχα γερμανικά, αλλά και τα σημαντικά πρωτογενή πλεονάσματα της τάξης του 6% του ΑΕΠ, δείχνει το χρέος να πάνει το 158% του ΑΕΠ το 2012 και 2013, προτού αρχίσει να μειώνεται σταδιακά ώστε να φτάσει περίπου στο 131% το 2020.

Στον Πίνακα 2 περιέχονται οι προβλέψεις Νοεμβρίου/Δεκεμβρίου 2010 του ΔΝΤ για την περίοδο έως το 2020. Το Πρόγραμμα προβλέπει: επάνοδο στο βιοτικό επίπεδο του 2008 το 2017, δηλαδή μια χαμένη δεκαετία. Ο πληθωρισμός προβλέπεται να είναι μικρού ύψους, μικρότερος του στόχου του 2% της ΕΚΤ. Το ΔΝΤ και

γενικότερα η Τρόικα υποθέτει ότι οι διαθρωτικές μεταρρυθμίσεις θα αυξήσουν τον ανταγωνισμό στις αγορές προϊόντων και υπηρεσιών, ενώ θα συγκρατήσουν την αύξηση των πραγματικών μισθών κάτω από την αντίστοιχη αύξηση της παραγωγικότητας. Έτσι, οι τιμές δεν θα ανεβαίνουν γρήγορα και θα ανακτηθεί μέρος της απολεσθείσας στο παρελθόν ανταγωνιστικότητας. Απαραίτητη προϋπόθεση επίσης να σπάσει η ολιγοπωλιακή διάρθρωση της αγοράς.

Στον Πίνακα 2, ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ φτάνει το 2,7% το 2015 και στη συνέχεια παραμένει σταθερός. Είναι ένας ρυθμός προσιτός, με δεδομένη την πρόσφατη ιστορική εμπειρία ρυθμών της τάξης του 4%. Αν, παρεμπιπτόντως, ο ρυθμός επιταχυνθεί κατά μία ποσοστιαία μονάδα, τότε ο λόγος χρέους ως προς ΑΕΠ μπορεί να πέσει στο 91% το 2020 από το 131%, που είναι το σενάριο βάσης.<sup>15</sup> Φυσικά, ακόμα και τότε, μια δεκαετία αργότερα, το χρέος είναι μεγάλο, πολύ

<sup>15</sup> Το σενάριο αυτό της ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ φαίνεται να κρύβει και επιπλέον θετικές υποθέσεις διότι από μόνη της η μεγέθυνση του ρυθμού ανάπτυξης κατά μία ποσοστιαία μονάδα δεν αρκεί για να μειωθεί ο λόγος χρέους ως προς ΑΕΠ κατά 40 ποσοστιαίες μονάδες.

Πίνακας 2								
Οι προβλέψεις της ΕΕ/ΕΚΤ/ΔΝΤ για την Ελλάδα								
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2020
ΑΕΠ πραγματικό (% μεταβολή)	-2,0	-4,5	-3,0	1,1	2,1	2,1	2,7	2,7
ΑΕΠ αποπληθωριστής (%)	1,3	2,2	1,5	0,4	0,8	1,2	1,3	1,8
ΑΕΠ ονομαστικό (€ δις)	235	229	227	230	237	244	254	311
Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών (% ΑΕΠ)	-11,1	-10,5	-7,1	-6,1	-5,2	-4,3	-3,3	---
Ονομαστικό Επιτόκιο Δημοσίου Χρέους (% μέσος όρος)	4,8	4,9	4,6	5,0	5,4	5,7	5,7	5,7
Επιτόκιο 10-ετούς Γερμανικού Ομολόγου (μονάδες βάσης)		225	275	350	350	350	350	350
Περιθώριο Επιτοκίου επιπλέον 10-ετούς γερμανικού ομολόγου (μονάδες βάσης)		550	525	350	300	300	300	250
Δαπάνες για Τόκους (€ δις)	12,4	14,6	14,9	17,2	19,6	21,3	21,4	23,1
Δαπάνες για Τόκους (% ΑΕΠ)	5,3	6,4	6,6	7,5	8,3	8,7	8,4	7,4
Πρωτογενείς Δαπάνες (% ΑΕΠ)	47,9	43,1	43,2	42,2	40,7	37,3	36,1	34,4
Εσοδα Γ.Κ. (% ΑΕΠ)	37,8	39,8	42,4	43,2	44,2	43,4	42,0	40,3
Πρωτογενές Ισοζύγιο (% ΑΕΠ)	-10,1	-3,3	-0,8	1,1	3,5	6,0	6,0	6,0
Ισοζύγιο Γενική Κυβέρνησης (% ΑΕΠ)	-15,4	-9,6	-7,4	-6,4	-4,8	-2,7	-2,4	-1,4
Ισοζύγιο Γενική Κυβέρνησης (€ δις)	-36,1	-22,2	-16,7	-14,7	-11,3	-6,6	-6,2	-4,4
Δημόσιο Χρέος (% ΑΕΠ)	127	141	152	158	158	154	150	131
Δημόσιο Χρέος (€ δις)	298	324	344	363	374	376	381	408
Δημόσιο Χρέος (% ΑΕΠ με 2% υψηλότερο επιτόκιο)	127	141	152	158	159	155	153	145
Δημόσιο Χρέος (% ΑΕΠ με 1% υψηλότερη ανάπτυξη)	127	139	148	151	147	140	132	91

Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ, IMF Country Report No. 10/372 (December 2010), υπολογισμοί Eurobank EFG Research

μεγαλύτερο για παράδειγμα από το χρέος του 2010 της Ισπανίας, την οποία η αγορά πίεζε με μεγάλες απαιτούμενες αποδόσεις. Αν αντιστρόφως, στο μέλλον η αγορά επιμένει σε υψηλότερες αποδόσεις από τα νέα εκδιδόμενα ελληνικά ομόλογα, περίπου 2% παραπάνω από τις προβλέψεις του σεναρίου βάσης, τότε ο λόγος του χρέους ως προς το ΑΕΠ το 2020 επιδεινώνεται στο 145%. Η επιδείνωση δεν είναι πολύ μεγάλη επειδή η Ελλάδα δεν χρειάζεται να βγει στην αγορά να δανειστεί πριν από το δεύτερο εξάμηνο του 2013.

Παρατηρήστε επίσης, ότι ενώ το δημοσιονομικό έλλειμμα μειώθηκε κατά περίπου €14 δις το 2010, το 2011 η αντίστοιχη πτώση είναι μόνον €5,5 δις και το 2012 €2 δις. Αυτό είναι ένα εμφανές μαξιλάρι στη δημοσιονομική πολιτική ώστε να μπορέσει η οικονομία να ξεφύγει από τη βαθιά ύφεση του 2009-2011. Βεβαίως, στις προβλέψεις της Τρόικας θεωρείται δεδομένο ότι η εποχή της δημοσιονομικής λιτότητας δεν τελειώνει το 2011 ή 2012. Μπορεί η δημοσιονομική προσαρμογή να είναι μικρότερη μετά το 2010, αλλά εξακολουθεί να υφίσταται. Για παράδειγμα, μετά το 2012 οι πρωτογενείς δαπάνες ως ποσοστό του ΑΕΠ μειώνονται πολύ γρήγορα. Από 42,2% το 2012 πέφτουν στο 36,1% το 2015. Για να συμβεί κάτι τέτοιο

η οποιαδήποτε αύξηση των δημοσίων δαπανών στο μέλλον πρέπει να υπολείπεται σημαντικά της αύξησης του ονομαστικού ΑΕΠ. Έτσι μόνον θα δημιουργηθούν πρωτογενή πλεονάσματα περίπου 6% του ΑΕΠ, ικανά να μειώνουν το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ. Μάλιστα, στο Μνημόνιο γίνεται σαφής αναφορά για συγκεκριμένα επιπλέον μέτρα στην περίοδο 2012-2014 της τάξης του 5% του ΑΕΠ.<sup>16</sup>

## 5.2 Οικίνδυνοι

Ένα εύλογο ερώτημα που προκύπτει είναι το πώς σε μια τέτοια εποχή λιτότητας θα μπορέσει να υπάρξει ανάπτυξη. Η απάντηση είναι ότι η ανάπτυξη δεν αναμένεται να βασίζεται πλέον στις δαπάνες του Δημοσίου. Αντίθετα, η ανάπτυξη αναμένεται να έρθει από την μείωση του ειδικού βάρους του Δημοσίου στην οικονομία και από την αντίστοιχη αύξηση της ανταγωνιστικότητας του ιδιωτικού τομέα. Παρατηρήσατε ότι αν οι πρωτογενείς δαπάνες περιγράφουν σωστά το ειδικό βάρος του δημοσίου τομέα στην ελληνική οικονομία, τότε σύμφωνα με τις προβλέψεις

<sup>16</sup> Στην επιτυχή εφαρμογή ακριβώς αυτών των μέτρων έβαλε ερωτηματικά ο αξιολογικός οίκος Moody's το Δεκέμβριο του 2010.

του Πίνακα 2, αυτό το ειδικό βάρος μειώνεται από 47,9% το 2009 στο 34,4% το 2010. Αυτό σημαίνει απελευθέρωση πόρων για παραγωγικές δραστηριότητες (εξαγωγές, επενδύσεις), μετατόπιση παραγωγής προς τους τομείς των διεθνώς εμπορεύσιμων αγαθών και υπηρεσιών, προώθηση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων που θα επιφέρει πιο ευέλικτες αγορές προϊόντων και παραγωγικών συντελεστών, βελτίωση της ποιότητας των θεσμών (μείωση γραφειοκρατίας, διαφθοράς, αλληλοεπικαλύψεων αρμοδιοτήτων και βραδυπορίας στη λήψη αποφάσεων, κατάργηση πληθώρας άχρηστων ή αντιπαραγωγικών οργανισμών, μείωση σπατάλης), βελτίωση της ποιότητας ζωής (αειφόρος ανάπτυξη, σύγχρονες δομές κράτους, εμπέδωση νέας κουλτούρας υπευθυνότητας και διαγενεακής αλληλεγγύης). Στο μέλλον, το Δημόσιο προσδοκείται να λειτουργεί ως απλός θεματοφύλακας σταθερών κανόνων σε μια οικονομία με περισσή διαφάνεια και μειούμενη διαφθορά. Φυσικά, αυτή η αναμενόμενη συρρίκνωση του Δημοσίου δεν αντικαθίσταται εύκολα και γρήγορα από έναν μεγαλύτερο και πιο ανταγωνιστικό ιδιωτικό τομέα και, συνεπώς, έχει σημαντικές παρενέργειες στην ανεργία και το βιοτικό επίπεδο. Ελπίζουμε ότι η ελληνική κοινωνία θα αντέξει αυτή τη δραματική προσαρμογή.

Στο σχετικά αισιόδοξο αλλά ρεαλιστικό σενάριο του Πίνακα 2 υπάρχουν σημαντικά ρίσκα. Το πρώτο ρίσκο έχει να κάνει με τη δυνατότητα της σημερινής οικονομίας να απεγκλωβιστεί από την ύφεση σχετικά σύντομα, προς το τέλος του 2011. Αυτό μπορεί να γίνει μόνον αν το κακό κλίμα στις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά αντιστραφεί, οι επενδύσεις σταματήσουν την καθοδική τους πορεία και οι εξαγωγές ανακάμψουν. Προϋπόθεση γι' αυτό είναι να κινητοποιηθούν οι πόροι του ΕΣΠΑ, να προχωρήσουν νέα ΣΔΙΤ και να επιταχυνθούν κάποιες ιδιωτικοποιήσεις. Επίσης, να αρχίσουν να αποδίδουν σταδιακά οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, βελτιώνοντας την ανταγωνιστικότητα. Ο απεγκλωβισμός επιταχύνεται ιδιαίτερα αν οι Ευρωπαίοι πολιτικοί δώσουν μια αξιόπιστη και οριστική λύση στον ατελή ευρωπαϊκό δημοσιονομικό μηχανισμό (Buitter & Rahbari (2011)). Αν, για παράδειγμα, ξεκαθαριστεί το τοπίο του Ευρωπαϊκού Μηχανισμού Στήριξης, θα μειωθούν τα ελληνικά επιτόκια και θα αυξηθεί η ρευστότητα του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, ενισχύοντας την πιστωτική επέκταση και τις παραγωγικές δραστηριότητες του ιδιωτικού τομέα.

Το δεύτερο μεγάλο ρίσκο εντοπίζεται στον χρηματοοικονομικό τομέα. Τον Ιανουάριο του 2011, το ελληνικό τραπεζικό σύστημα συνέχιζε να δανείζεται από την ΕΚΤ ένα ποσό μεγαλύτερο των €90 δις, όταν το συνολικό ενεργητικό του ήταν λίγο μεγαλύτερο από τα €500 δις. Το ποσό δανεισμού από την ΕΚΤ διπλασιάστηκε στη διάρκεια της ελληνικής κρίσης. Μια κύρια αιτία ήταν η απώλεια καταθέσεων στη διάρκεια του 2010 της τάξης των €30 δις, και κυρίως του παγώματος της διατραπεζικής

αγοράς για τις ελληνικές τράπεζες. Στις αρχές του 2011, οι ελληνικές τράπεζες απορροφούσαν περίπου το ένα πέμπτο των συνολικών δανείων της ΕΚΤ και μόνον οι ιρλανδικές τράπεζες δανείζονταν περισσότερο. Αν λοιπόν η ΕΚΤ αποφασίσει να περιορίσει την παροχή ρευστότητας, οι ελληνικές τράπεζες πιθανόν να αναγκαστούν να ρευστοποιήσουν τμήμα του ενεργητικού τους. Επιπλέον, ο κίνδυνος να απολεσθούν ακόμη περισσότερες καταθέσεις δεν είναι ευκαταφρόνητος, αφού τα αρνητικά γεγονότα για την Ευρωζώνη πολλαπλασιάζονται και οι Έλληνες αντιδρούν αυθόρμητα και γρήγορα. Συγχρόνως, όπως συνήθως γίνεται σε περιόδους ύφεσης, το ποσοστό των δανείων σε καθυστέρηση αυξάνεται, πιέζοντας έτσι την κερδοφορία και την κεφαλαιακή βάση των τραπεζών.

Το 2011, εφόσον τα χειρότερα της ευρωπαϊκής κρίσης παρέλθουν, η πολιτική της ΕΚΤ αναμένεται να γίνει περισσότερο περιοριστική και με περισσότερο εμφανή τη στροφή προς τον μακροοικονομικό στόχο του πληθωρισμού. Ήδη ο κ. Trichet έχει μιλήσει δημοσίως για τη αναγκαστική αυτή στροφή, γεγονός που επιταχύνεται και από τη λήξη της θητείας του τον Οκτώβριο του 2011 και την προφανή επιθυμία του να αφήσει πίσω του την ΕΚΤ απόλυτο κυρίαρχο του πληθωριστικού στόχου. Η σχετική θέση της Ελλάδας και των ελληνικών τραπεζών αναγκαστικά θα δυσκολευτεί αν συνεχίσουν να έχουν την ίδια ανάγκη ρευστότητας που είχαν στη διάρκεια του 2009 και 2010. Βεβαίως, η σταθεροποίηση των προσδοκιών και η μείωση των ελληνικών επιτοκίων αναμένεται να μειώσει την ανάγκη προσφυγής στην ΕΚΤ αφού οι καταθέσεις θα σταθεροποιηθούν, η αξία των ελληνικών ομολόγων ως ενέχυρο θα αυξηθεί και η διατραπεζική αγορά σταδιακά θα ανοίξει και για τις ελληνικές τράπεζες.

Ναι μεν υπάρχουν ρίσκα για το τραπεζικό σύστημα και την οικονομία γενικότερα, τα ρίσκα όμως παραμένουν διαχειρίσιμα. Οι ελληνικές τράπεζες ήταν και συνεχίζουν να είναι σωστά οργανωμένες. Δεν πάσχουν από πρόβλημα φερεγγυότητας αλλά από πρόβλημα ρευστότητας. Διαθέτουν ακόμα μαξιλάρια για την περίπτωση επιδείνωσης των συνθηκών χρηματοδότησής τους.<sup>17</sup> Μεγάλο μέρος των εργασιών τους, ένα ποσοστό περίπου 25%, προέρχεται από το εξωτερικό, από χώρες όπου οι οικονομικές συνθήκες είναι καλύτερες. Οι περισσότερες από τις τράπεζες έχουν, επίσης, μειώσει τα λειτουργικά κόστη τους σημαντικά, ενώ έχουν προβεί και σε διάφορες μορφές κεφαλαιακής ενίσχυσης. Σημειώσατε, επίσης, ότι

<sup>17</sup> Τα stress tests του Ιουλίου 2010 για τις ελληνικές τράπεζες έδειξαν ότι οι μεγάλοι ελληνικοί ιδιωτικοί τραπεζικοί όμιλοι είχαν επαρκή κεφαλαιακή επάρκεια (Tier I ratio) ακόμα και στο δυσμενέστερο υπό εξέταση σενάριο. Το τεστ προέβλεπε ένα κούρεμα για τα ελληνικά ομόλογα της τάξης του 23,1% για τα ομόλογα στο χαρτοφυλάκιο συναλλαγών. Αυτά αποτελούσαν το 6,7% του συνόλου των ελληνικών κρατικών ομολόγων στην κατοχή τους. Η συνολική ονομαστική αξία της έκθεσης των ελληνικών υπό έλεγχο τραπεζών σε ελληνικά ομόλογα ήταν €56,15 δις (Blundell-Wignall and Slovik (2010)).

από το δάνειο των €110 δις, ένα ποσό €10 δις έχει καθοριστεί για την κεφαλαιακή ενίσχυση όσων τραπεζών βρεθούν σε ανάγκη. Επιπλέον, η οποιαδήποτε μελλοντική πίεση από την ΕΚΤ για μείωση του δανεισμού αναμένεται να γίνει μόνον αν στο ίδιο χρονικό διάστημα η διατραπεζική αγορά ξεκινήσει σταδιακά να ανοίγει για τις ελληνικές τράπεζες, έστω και με υψηλό κόστος.

Ένα τρίτο ρίσκο στο σενάριο της Τρόικας έχει να κάνει με τη δυνατότητα των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων να αυξήσουν μακροπρόθεσμα το δυνητικό προϊόν της χώρας. Πολλές ακαδημαϊκές μελέτες δείχνουν ότι η επίδραση των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων είναι μεγάλη. Ο Ζόνζηλος (2010) εκτιμά ότι ένα πρόγραμμα διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων στην αγορά των μη εμπορευσίμων αγαθών (κυρίως υπηρεσιών) και την αγορά εργασίας, που θα μειώσει το περιθώριο (mark up) στις τιμές, μακροχρόνια θα έχει σωρευτική επίδραση στο πραγματικό ΑΕΠ 17 π.μ. Έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (European Commission (2010)) εκτιμά ότι μια μόνιμη μείωση των πραγματικών μισθών κατά 1% θα οδηγήσει σε μια αύξηση του ΑΕΠ κατά 4% σε τέσσερα χρόνια. Η ίδια έκθεση εκτιμά ότι μια μείωση κατά 5% στο mark up στις τιμές θα οδηγήσει σε μια αύξηση του ΑΕΠ κατά 2,5% σε πέντε χρόνια. Επίσης εκτιμά ότι μια μείωση στο περιθώριο των ελληνικών ομολόγων κατά 100 μ.β. θα έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του ΑΕΠ κατά 1,5% το ίδιο έτος. Οι Buis & Duval (2011) εκτιμούν ότι η σωρευτική επίδραση στο κατά κεφαλήν ΑΕΠ της Ελλάδας σε δέκα χρόνια, μεταρρυθμίσεων στις αγορές προϊόντων και εργασίας αλλά και στο φορολογικό και ασφαλιστικό σύστημα, είναι περίπου 17 π.μ., η δεύτερη υψηλότερη εκτιμώμενη επίδραση στις χώρες του ΟΟΣΑ.

Παρά τις μελέτες, πολλοί αναλυτές με δυσκολία αποδέχονται την περίπτωση η Ελλάδα να μπορέσει να αναδιαρθρώσει την οικονομία της. Πιστεύω ότι οι απαισιόδοξοι αναλυτές υποεκτιμούν το μέγεθος της προσπάθειας. Οι μεταρρυθμίσεις του 2010 αποτελούν επανάσταση στο ελληνικό κατεστημένο, που για δεκαετίες αρνήθηκε να κάνει το παραμικρό που θα ενοχλούσε συγκεκριμένες οργανωμένες μειοψηφίες και συμφέροντα. Το ασφαλιστικό, το εργασιακό, το δημοσιονομικό, η απελευθέρωση των επαγγελματιών και η μείωση της σπατάλης στις ΔΕΚΟ, τα νοσοκομεία και τους ΟΤΑ αποτελούν μεγάλες μεταρρυθμίσεις, οι οποίες μπορούν να αυξήσουν το δυνητικό προϊόν σημαντικά και να επαναφέρουν τη χώρα σε μια νέα μακροχρόνια αλλά ισορροπημένη αναπτυξιακή τροχιά.

Ένα τελευταίο ζήτημα έχει να κάνει με το υπέρογκο ύψος του χρέους. Πολλοί αναλυτές, ακόμα και όταν παραμερίζουν τα παραπάνω ρίσκα και τον κίνδυνο να μην επαληθευτούν οι θετικές προβλέψεις της Τρόικας, θεωρούν το βάρος ενός χρέους 131% του ΑΕΠ το 2020 δυσβάστακτο. Επιμένουν λοιπόν στο σενάριο της

χρεοκοπίας, δηλαδή της άρνησης από το ελληνικό Δημόσιο επιστροφής του συνολικού ποσού της ονομαστικής αξίας των ομολόγων όταν αυτά λήγουν, και της επιστροφής ενός κλάσματος μόνον, μετά από σημαντικό «κούρεμα» της οφειλής. Βεβαίως, σε μια ελεύθερη αγορά και οικονομία, η χρεοκοπία είναι εφικτή μόνον εφόσον η Ελλάδα πάψει να χρειάζεται ξανά δανεικά στο μέλλον, όταν με άλλα λόγια αποκτήσει την ικανότητα να εισπράττει τα έσοδα που καλύπτουν τις συνολικές δαπάνες πλην των τόκων, αν έχει δηλαδή πρωτογενή πλεονάσματα κάθε χρόνο χωρίς εξαίρεση στο διηνεκές (ή έως ότου ξεχαστεί η χρεοκοπία από τη θύμηση των επενδυτών).<sup>18</sup> Σύμφωνα με τον Πίνακα 2, η Ελλάδα θα μπορεί από το 2012 να έχει πρωτογενή πλεονάσματα και συνεπώς τότε μόνον, και εφόσον το περιβάλλον της Ευρωζώνης το επιτρέπει, θα έχει την δυνατότητα να χρεοκοπήσει.

Το περιβάλλον όμως της Ευρωζώνης δεν επιτρέπει τη χρεοκοπία. Στην περίπτωση της Ελλάδας, το ζήτημα της χρεοκοπίας περιπλέκεται από το γεγονός ότι η χώρα έχει ήδη δεσμευτεί για δάνειο €110 δις από χώρες της Ευρωζώνης και το ΔΝΤ. Σε αυτό το δάνειο η Ελλάδα δεν μπορεί να αρνηθεί αποπληρωμή στο ακέραιο. Επιπλέον, οι ιδιώτες που διακρατούν σήμερα ελληνικά ομόλογα είναι κατά κύριο λόγο τράπεζες της Ευρωζώνης. Κατά συνέπεια, η απόφαση χρεοκοπίας είναι μια απόφαση που θα ληφθεί από κοινού με τα υπόλοιπα κράτη της Ευρωζώνης, και δεν αποτελεί μια καθαρά ελληνική απόφαση.<sup>19</sup> Αν γίνονταν καθαρά ελληνική απόφαση, τότε η πόρτα εξόδου από την Ευρωπαϊκή Ένωση και την Ευρωζώνη θα άνοιγε διάπλατα. Δεν συμφέρει την Ελλάδα αυτή η λύση, ούτε πολιτικά ούτε και οικονομικά.<sup>20</sup>

Οι Cottarelli et al. (2010) αναλύουν όλα τα επιχειρήματα που αναφέραμε παραπάνω για χρεοκοπία και, όπως και η παραπάνω ανάλυση, τα αντικρούουν ως ανεδαφικά. Σύμφωνα με την άποψή τους, το ζητούμενο είναι το ισοζύγιο κόστους-ωφέλειας από μια χρεοκοπία. Το κόστος είναι τεράστιο, οικονομικό και πολιτικό. Η ωφέλεια όμως είναι μικρή, ακόμα και με κούρεμα της τάξης του 60%.

<sup>18</sup> Η χρεοκοπία δεν σημαίνει ότι οι καταθέτες θα χάσουν τα χρήματά τους. Σημαίνει, όμως, ότι οι ομολογιούχοι θα χάσουν μέρος της επένδυσής τους.

<sup>19</sup> Είναι δύσκολο να φανταστεί κανείς την επιλογή της χρεοκοπίας από την ίδια την Ελλάδα ακόμη και για ιδιοτελείς λόγους. Στην Ελλάδα, ομολογιούχοι είναι κυρίως τα ασφαλιστικά ταμεία και οι τράπεζες. Σε περίπτωση κουρέματος, θα έπρεπε την επομένη το κράτος να διασώσει τα ασφαλιστικά του ταμεία και πιθανόν ορισμένες τράπεζες, κυρίως υπό κρατικό έλεγχο. Τα ομόλογα στην κυριότητα των Ελλήνων πιθανόν να φθάνουν γύρω στα €80 δις ή περισσότερο.

<sup>20</sup> Ορισμένοι προτείνουν την έξοδο από την Ευρωζώνη ως τη λύση στο πρόβλημα ανταγωνιστικότητας, διότι τότε η Ελλάδα θα μπορεί να επανέλθει στη δραχμή με μια μεγάλη υποτίμηση. Η υποτίμηση όμως δεν μεταβάλλει τις δανειακές υποχρεώσεις. Ούτε λύνει το πρόβλημα ανταγωνιστικότητας, αφού απλώς θα φέρει πληθωρισμό. Αντίθετα, η έξοδος από την Ευρωζώνη θα επιφέρει απώλεια στους καταθέτες. Ίσως είναι και ο μόνος τρόπος να χάσουν τα χρήματά τους οι καταθέτες.

Αν, για παράδειγμα, η ετήσια επιβάρυνση τόκων είναι 7% του ΑΕΠ πριν το κούρεμα, η ετήσια ωφέλεια έχει μια οροφή της τάξης 4,2% του ΑΕΠ. Για την ωφέλεια αυτή, όμως, θα πρέπει τα μελλοντικά επιτόκια δανεισμού να μην επηρεαστούν αρνητικά από την απώλεια αξιοπιστίας που θα επιφέρει το ίδιο το κούρεμα. Στη συζήτηση που γίνεται στην Ελλάδα, οι αναλυτές ξεχνούν το επιπλέον κόστος του κουρέματος στα επιτόκια που πληρώνει ο ιδιωτικός τομέας, τα οποία εύκολα μπορεί να υπερβούν τις πέντε ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ, γεγονός που επηρεάζει την οικονομική ανάπτυξη στο διηνεκές. Άλλωστε, στο παρελθόν, πριν ενταχθούμε στην Ευρωζώνη τα επιτόκια δανεισμού ήταν πάρα πολύ υψηλά. Χωρίς λοιπόν να συνυπολογίζουμε άλλες αρνητικές οικονομικές και πολιτικές παραμέτρους, η καθαρή ωφέλεια από ένα κούρεμα είναι αρνητική.

Υπάρχουν, φυσικά, και πολλές αντίθετες απόψεις. Οι Buiter και Rahbari (2010), σε μελέτη της Citigroup, αμφισβήτησαν την παραπάνω άποψη, ότι το ενδεχόμενο κήρυξης πτώχευσης από ένα ανεπτυγμένο κράτος είναι αδιανόητο. Μια ανάλυση κόστους – ωφέλειας μπορεί να αποδεικνύει ως πιο ωφέλιμη την χρεοκοπία για μια υπερχρεωμένη χώρα, από την επώδυνη δημοσιονομική προσαρμογή που απαιτείται. Υποστηρίζουν επίσης, ότι η μελέτη των Cottarelli et al. χρησιμοποιεί μέσους όρους, ενώ αντίθετα το πρόβλημα είναι το τι είναι πιθανό να συμβεί σε χώρες που ξεφεύγουν κατά πολύ από το μ.ο. Επιπλέον, κατά αυτούς θα πρέπει να εξετάζεται το ενδεχόμενο όχι μόνο πλήρους αλλά και μερικής χρεοκοπίας, το οποίο είναι πολύ πιθανότερο. Θεωρούν δε την Ελλάδα ως την ανεπτυγμένη χώρα πιο πιθανό να χρεοκοπήσει, με την Ιρλανδία να ακολουθεί.<sup>21</sup>

Μια πιθανή λύση στο υπερβολικό ύψος του χρέους στην Ελλάδα είναι η αναδιάρθρωσή του, χωρίς κάποιο κούρεμα, αλλά με επιμήκυνση της ημερομηνίας λήξης και με χαμηλά επιτόκια, που να πλησιάζουν αυτά της Γερμανίας. Για τους δανειστές αυτό σημαίνει ότι παραμένουν εγκλωβισμένοι στην επένδυση των ελληνικών ομολόγων για μακρότερο χρονικό διάστημα, χωρίς όμως να χάνουν ένα μέρος του κεφαλαίου τους. Μια τέτοια λύση ήδη προωθείται για το δάνειο των €110 δις. Δεν είναι αδιανόητο να ακολουθήσει κάτι παρόμοιο και για το υπόλοιπο τμήμα του χρέους, κάτι που θα εξαρτηθεί από τη διαπραγμάτευση ανάμεσα στις χώρες της Ευρωζώνης και τους τελικούς κανόνες λειτουργίας του EFSF.

Είναι σημαντικό να επισημανθεί ότι μια αναδιάρθρωση χωρίς κούρεμα δεν φέρνει γρήγορη αποκλιμάκωση του χρέους. Μια τέτοια αναδιάρθρωση του χρέους δεν λύνει το πρόβλημα επιστροφής των δανεικών.

Απλώς το παρατείνει και έτσι διευκολύνει την αποπληρωμή του, καθώς η χώρα αναπτύσσεται. Διότι ενώ το ύψος του χρέους παραμένει στα ίδια περίπου επίπεδα, το μέγεθος της οικονομίας αυξάνεται γρηγορότερα και κατ' επέκταση μεγαλώνει και η δυνατότητα συλλογής εσόδων. Γρήγορη αποκλιμάκωση θα έφερνε η πώληση ή μακροχρόνια μίσθωση περιουσιακών στοιχείων του Δημοσίου.

Η νέα αρχιτεκτονική στοχεύει στην καλύτερη συνοχή της Ευρωζώνης και στο να γίνουν όλες οι χώρες της Ευρωζώνης πιο ανταγωνιστικές έναντι τρίτων χωρών (δεν αποτελεί παίγνιο μηδενικού αποτελέσματος). Η νέα αρχιτεκτονική δεν επιβάλλει περαιτέρω περιορισμούς στη χώρα μας επειδή η Ελλάδα αναγκάζεται από τη δική της κρίση να λύσει τα διαρθρωτικά της προβλήματα και να γίνει πιο ανταγωνιστική. Η πειθαρχία που επιβάλλουν οι δανειστές στην Ελλάδα είναι πιο αυστηρή από τους νέους κανόνες στην Ευρωζώνη. Συνεπώς η Ελλάδα πρέπει να πει ΝΑΙ στις αλλαγές που επιχειρούνται. Οι πιο αυστηρές δομές της νέας αρχιτεκτονικής στην Ευρωζώνη επιβάλλουν μακροπρόθεσμη πειθαρχία ακόμα και μετά από μια δεκαετία, όταν η Ελλάδα πιθανό να έχει απεγκλωβιστεί από τους δανειστές. Συνεπώς η νέα αρχιτεκτονική συνεπάγεται ότι μετά τη σημερινή στροφή στην οικονομική πολιτική, ο δρόμος δεν έχει επιστροφή.

## 6. Συμπεράσματα

Το 2010 το πείραμα του ενιαίου νομίσματος πείστηκε έντονα από τις αγορές, ωθώντας τις πολιτικές ηγεσίες στις χώρες της Ευρωζώνης να τρέχουν πίσω από τα γεγονότα, χωρίς να μπορούν να συμφωνήσουν γρήγορα στο εύρος της απαιτούμενης διακυβερνητικής συνεργασίας. Σήμερα όλες οι χώρες της Ευρωζώνης αντιλαμβάνονται ότι η διάλυσή της δεν αποτελεί επιλογή: τεράστια κόστη για το εξωτερικό εμπόριο, τη χρηματοδότηση, την πολιτική προοπτική και την ευημερία ολόκληρης της ηπείρου. Συνεπώς, επεξεργάζονται ένα συνολικό σχέδιο επίλυσης του προβλήματος: Ενδυνάμωση της εποπτείας του χρηματοοικονομικού τομέα, καθώς και ενδυνάμωση της διαδικασίας ενοποίησης με την εναρμόνιση των εθνικών πολιτικών στα πεδία της δημοσιονομικής πολιτικής και των πολιτικών επαύξησης της ανταγωνιστικότητας, ως απαραίτητων συμπληρωμάτων της κοινής νομισματικής πολιτικής.

Από τον Μάιο του 2010, οι πολιτικές ηγεσίες διαπραγματεύονται τον κοινό παρονομαστή στη διακυβερνητική τους συνεργασία. Μετά τη Σύνοδο Κορυφής του Δεκεμβρίου του 2010, υπάρχει ήδη μια αρχική συμφωνία βασισμένη στις αρχές του πορίσματος Van Rompuy, που συνεπάγεται έναν στενότερο έλεγχο στα δημοσιονομικά εκάστου κράτους-μέλους της Ευρωζώνης, μεγαλύτερη έμφαση στην μείωση του δημοσίου χρέους, έλεγχο στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών κάθε χώρας, αλλά και την αρχή της «αντίστροφης ψηφοφορίας».

<sup>21</sup> Την ίδια άποψη υιοθετεί η πλειονότητα των αναλυτών. Βλ. για παράδειγμα, Gros and Mayer (2011), ή Darvas, Pisani-Feri and Sapir (2011), οι οποίοι προτείνουν το συναινετικό με την Ευρωζώνη κούρεμα ως τη μόνη προοπτική για τη βιωσιμότητα του χρέους της Ελλάδας.

Υπάρχει, επίσης, συμφωνία για τη μελλοντική προσαρμογή της Συνθήκης της Λισαβόνας ώστε να επιτρέπεται η δημιουργία μόνιμου ταμείου διάσωσης των χωρών υπό προϋποθέσεις. Το ζήτημα έκδοσης κοινού ευρωομόλογου δεν προχωρά προς το παρόν, αλλά δεν αποκλείεται το θέμα να επανέλθει με διαφορετική ίσως μορφή, μέσω των δυνατοτήτων παρέμβασης που θα έχει το κοινό ταμείο EFSF.

Τον Φεβρουάριο του 2011 οι Ευρωπαίοι ηγέτες επέκτειναν τον συντονισμό των πολιτικών. Οι κύριοι χρηματοδότες της Ευρωζώνης, που είναι η Γερμανία και η Γαλλία, με διαπραγματευτικό όπλο τη μεγέθυνση του EFSF και το βαθμό ευελιξίας του ώστε να αντιμετωπίζει κρίσεις, επιμένουν σε ένα Σύμφωνο Ανταγωνιστικότητας για τις χώρες της Ευρωζώνης, που να περιέχει κοινά αποδεκτούς περιορισμούς στην πολιτική μισθών και εισοδημάτων, το ασφαλιστικό ή τη φορολογική πολιτική. Είναι δύσκολο να εκτιμηθεί η λεπτομερής τελική κατάληξη των παρασκευαστικών διαπραγματεύσεων. Το τελικό αποτέλεσμα, που αναγκαστικά θα είναι ένα υποσύνολο των επιμέρους προτάσεων, ενισχύει τη συνοχή της Ευρωζώνης σε σχέση με το υπάρχον πλαίσιο και παρέχει περισσότερες εγγυήσεις για το απρόσκοπτο μέλλον του κοινού νομίσματος.

Η Ελλάδα δεν διεκδικεί ιδιαίτερα εύσημα για τη δεκαετία της παραμονής της στην Ευρωζώνη. Με στόχο την εισοδό μας στην Ευρωζώνη καταφέραμε και μειώσαμε τον πληθωρισμό και περιορίσαμε τα δημοσιονομικά ελλείμματα. Απολαύσαμε έτσι χαμηλά πραγματικά επιτόκια και άνθηση των επενδύσεων και της κατανάλωσης. Η προηγούμενη απελευθέρωση του τραπεζικού συστήματος και η έξοδος του στην ευρύτερη γεωγραφική περιοχή μαζί με το πιο υγιές δυναμικό του ελληνικού επιχειρηματικού κόσμου είχαν δώσει μια νέα αυτοπεποίθηση στη χώρα μας. Όμως, μετά την επιτυχία της εισόδου στην Ευρωζώνη και τη σκληρή δουλειά για την προετοιμασία των Ολυμπιακών Αγώνων του 2004, επαναπαυτήκαμε.

Η Ελλάδα όχι μόνον δεν προχώρησε σε διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις, που ήταν για την οικονομία της μέσα στην ΟΝΕ μια πολιτική-μονόδρομος, αλλά απεναντίας, σταδιακά φούσκωσε το κράτος με δαπάνες και υπαλλήλους, χωρίς αντίστοιχη βελτίωση των υπηρεσιών του. Τα εσωτερικά και εξωτερικά ελλείμματα επιδεινώθηκαν. Η διεθνής κρίση έφερε την ύφεση στην Ελλάδα και τον πανικό στις αγορές αφού ξεσκέπασε το εγχώριο δημοσιονομικό πρόβλημα, το οποίο γιγαντώθηκε εν μέσω εγχώριας ύφεσης. Η διεθνής κρίση έσπασε τη φούσκα μιας περιόδου ελληνικής ανάπτυξης με δανεικά και υψηλές απαιτήσεις της ελληνικής κοινωνίας για ένα βιοτικό επίπεδο που δεν μπορούσε να στηρίξει η εγχώρια παραγωγή.

Στην Ελλάδα το 2010 ξεκίνησε μια μεγάλη προσαρμογή, με γνώμονα τη σταδιακή μείωση των

δημοσιονομικών ελλειμμάτων και την αναμόρφωση των δομών της οικονομίας. Η οικονομία δεν μπορεί πλέον να κινείται στη βάση της προ-ΟΝΕ εξυγίανσης και το 2020 το κράτος αναμένεται να αποτελεί μικρότερο κλάσμα της οικονομίας από ότι το 2009. Η πρόκληση είναι συνεπώς μεγάλη, καθώς ο ιδιωτικός τομέας καλείται να συμπληρώσει το κενό της σταδιακής απόσυρσης του δημόσιου τομέα από την παραγωγή υπηρεσιών, χωρίς ταυτόχρονες σημαντικές παράπλευρες απώλειες στην απασχόληση και το βιοτικό επίπεδο. Πράγματι, το κράτος εκλογικεύει σταδιακά τη λειτουργία του, μειώνοντας τη σπατάλη και τη γραφειοκρατία και προχωρώντας σε σοβαρές διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις (ασφαλιστικό, εργασιακό, δημοσιονομικό, κλειστά επαγγέλματα, παραοικονομία, κλπ.). Ο ιδιωτικός τομέας καλείται να γίνει πιο εξωστρεφής και περισσότερο ανταγωνιστικός με έμφαση την ποιότητα των προσφερόμενων προϊόντων και υπηρεσιών, αλλά και ο δημόσιος τομέας πιο λειτουργικός. Η νέα αρχιτεκτονική ωφελεί την Ελλάδα αφού επιβάλλει μακροπρόθεσμη πειθαρχία χωρίς βραχυχρόνιους περιορισμούς σε σχέση με τους ήδη υπάρχοντες. Η Ελλάδα χάνει μια δεκαετία ανάπτυξης λόγω της δικής της κρίσης και βρίσκεται στο ξεκίνημα αναδιάρθρωσης της οικονομίας καθώς και αλλαγής κουλτούρας. Οι κίνδυνοι για την Ελλάδα είναι μεγάλοι αλλά ελέγξιμοι, ενώ η κατανομή του εισοδήματος θα αποτελέσει σημείο αιχμής τα επόμενα χρόνια. Βεβαίως, η αλλαγή στη δομή της οικονομίας και η αλλαγή κουλτούρας στον πληθυσμό παίρνουν χρόνο. Χρειάζεται υπομονή και ελαφρά αισιοδοξία.

**Βιβλιογραφικές Αναφορές**

- Blundell-Wignall, Adrian and Patrick Slovik, (2010), "The EU Stress Test and Sovereign Debt Exposures", OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, No 4, OECD Financial Affairs Division, [www.oecd.org/daf/fin](http://www.oecd.org/daf/fin).
- Buis, Romain and Romain Duval, (2011), "Raising Potential Growth after the Crisis: A Quantitative Assessment of the Potential Gains from various Structural Reforms in the OECD Area and beyond", OECD Economics Department, Working Papers No. 835.
- Buiter, Willem and Ebrahim Rahbari, (2010), "Is Sovereign Default "Unnecessary, Undesirable and Unlikely" For All Advanced Economies?", Citi Economics, Global Economic View, September 16.
- Cabral, Ricardo, (2010), "E-bonds: Europe's own subprime teaser rates", VoxEU.org, December 15.
- Cottarelli, Carlo, Lorenzo Forni, Jan Gottschalk and Paolo Mauro, (2010), "Default in Today's advanced Economies: Unnecessary, Undesirable, and Unlikely," IMF staff position note, SPN/10/12, September 1.
- Darvas, Zsolt, Jean Pisani-Feri and André Sapir, (2011), "A comprehensive approach to the Euro Area debt crisis," Bruegel Policy Brief No.. 2011/2, February.
- Delpla, Jacques and Jakob von Weizsäcker, (2010), "The Blue Bond proposal", Bruegel policy brief, Issue 2010/03, May.
- European Commission, (2010), "The Economic Adjustment Programme for Greece. Second Review – autumn 2010", European Economy, Occasional Papers 72.
- Frankel. A. Jeffrey and Andrew K. Rose, (1998), "The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria", The Economic Journal, Vol. 108, Issue 449, July, pp. 1009–1025.
- Gros, Daniel and Thomas Mayer, (2011), "Debt reduction without default?" CEPS Policy Brief No. 233/ February.
- Juncker, Jean-Claude and Giulio Tremonti, (2010), "E-bonds would end the crisis" Financial Times, December 5.
- Malliaropoulos, Dimitrios, (2010), "How much did competitiveness of the Greek economy decline since EMU entry?" Economy & Markets, Eurobank Research, Volume 5, Issue 4, July.
- McKinnon, Ronald, (1963), "Optimum Currency Areas", The American Economic Review, Vol. 53, No. 4, Sep., pp. 717-724.
- Mundell, A. Robert., (1961), "A Theory of Optimum Currency Areas", The American Economic Review, Vol. 51, No. 4., Sep., pp. 657-665.
- Στην ελληνική γλώσσα**
- Buiter, Willem και Ebrahim Rahbari, (2011), «Η Ελλάδα και η δημοσιονομική κρίση στην ΟΝΕ», Άρθρο Δ.3, Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον;, Επιμέλεια Νικόλαος Β. Καραμούζης και Γκίκας Α. Χαρδούβελης, Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα.
- Collignon, Stefan, (2011), «Η έκδοση ιδιωτικών ομολόγων της Ευρωπαϊκής Ένωσης ως διέξοδος από το ελληνικό δράμα», Άρθρο Δ.2, Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον;, Επιμέλεια Νικόλαος Β. Καραμούζης και Γκίκας Α. Χαρδούβελης, Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα.
- Mayer, Thomas, (2011), «Διδάγματα από την κρίση χρέους στην Ελλάδα», Άρθρο Δ.1, Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον;, Επιμέλεια Νικόλαος Β. Καραμούζης και Γκίκας Α. Χαρδούβελης, Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα.
- Ζόνζηλος, Νικόλαος Γ., (2010), «Οι μακροοικονομικές επιπτώσεις των διαρθρωτικών πολιτικών ενίσχυσης του ανταγωνισμού στην αγορά των μη εμπορεύσιμων αγαθών-υπηρεσιών και στην αγορά εργασίας», IOBE, Ειδικές Μελέτες, Μάιος.
- Σημίτης, Κώστας, (2010), «Χωρίς κοινή θέληση η ηγεσία της ΕΕ», ΒΗΜΑ της Κυριακής, Δεκέμβριος 24.
- Χαρδούβελης, Γκίκας Α., (2007), «Μακροοικονομική Διαχείριση και η Ανάγκη Διαρθρωτικών Μεταρρυθμίσεων μετά την Είσοδο στη Νομισματική Ένωση», Οικονομία & Αγορές, Eurobank Research, Τόμος II, Τεύχος 8, Οκτώβριος.
- Χαρδούβελης, Γκίκας Α., (2008), « Η Ελλάδα εν μέσω διεθνούς κρίσης», Ομιλία στο ετήσιο συνέδριο του Ελληνο-Αμερικανικού Επιμελητηρίου: Η Ώρα της Ελληνικής Οικονομίας, Νοέμβριος 24. <http://www.hardouvelis.gr/GET.asp?id=SPEE>
- Χαρδούβελης, Γκίκας Α., (2011), «Η υπερκυκλικότητα του διεθνούς χρηματοοικονομικού συστήματος: ενέργειες για τη μείωσή της», Άρθρο Γ.3, Από τη διεθνή κρίση στην κρίση της Ευρωζώνης και της Ελλάδας: Τι μας επιφυλάσσει το μέλλον;, Επιμέλεια Νικόλαος Β. Καραμούζης και Γκίκας Α. Χαρδούβελης, Εκδόσεις Λιβάνη, Αθήνα.

## Research Team

**Editor, Professor Gikas Hardouvelis**

*Chief Economist & Director of Research Eurobank EFG Group*

### **Financial Markets Research Division**

**Platon Monokroussos**, *Head of Financial Markets Research Division*

**Paraskevi Petropoulou**, *G10 Markets Analyst*

**Galatia Phoka**, *Emerging Markets Analyst*

### **Sales Team**

**Nikos Laios**, *Head of Sales*

**Vassillis Gulbaxiotis**, *Head of International Sales*

**Yiannis Seimenis, Ioannis Maggel**, *Corporate Sales*

**Stogioglou Achilleas**, *Private Banking Sales*

**Alexandra Papathanasiou**, *Institutional Sales*

### **Economic Research & Forecasting Division**

**Dimitris Malliaropoulos**, *Economic Research Advisor*

**Tasos Anastasatos**, *Senior Economist*

**Ioannis Gkionis**, *Research Economist*

**Stella Kanellopoulou**, *Research Economist*

**Olga Kosma**, *Economic Analyst*

**Maria Prandeka**, *Economic Analyst*

**Theodosios Sampaniotis**, *Senior Economic Analyst*

**Theodoros Stamatiou**, *Research Economist*

Eurobank EFG, 20 Amalias Av & 5 Souri Str, 10557 Athens, tel: +30.210.333.7365, fax: +30.210.333.7687, contact email: [HResearch@eurobank.gr](mailto:HResearch@eurobank.gr)

## Eurobank EFG Economic Research

More research editions available at <http://www.eurobank.gr/research>

- **New Europe:** Economics & Strategy Monthly edition on the economies and the markets of New Europe
- **Economy & Markets:** Monthly economic research edition
- **Global Economic & Market Outlook:** Quarterly review of the international economy and financial markets

Subscribe electronically at <http://www.eurobank.gr/research>

