ΙΝΣΤΙΤΟΥΤΟ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΓΣΕΕ

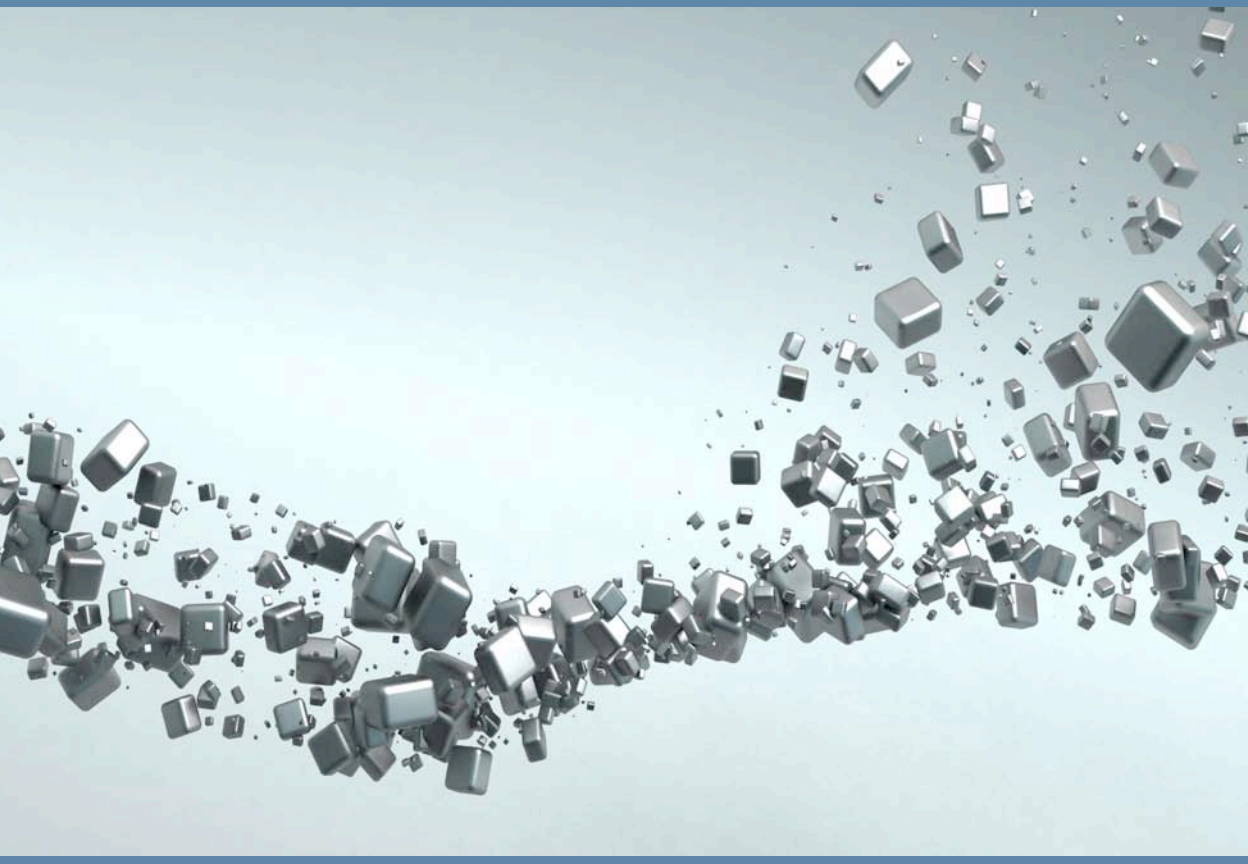
ΠΑΡΑΤΗΡΗΤΗΡΙΟ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΕΞΕΛΙΞΕΩΝ
ΑΥΓΟΥΣΤΟΣ 2011

Μελέτες (Studies) / 12

Η χρηματοπιστωτική κατάσταση του δημόσιου τομέα της Ελλάδας

Είναι βιώσιμη;

ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΑΡΓΕΙΤΗΣ ΚΑΙ ΜΑΡΙΑ ΝΙΚΟΛΑΪΔΗ



ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΗ ΜΟΝΑΔΑ ΜΑΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΜΕΤΑΣΧΗΜΑΤΙΣΜΟΥ

Η χρηματοπιστωτική κατάσταση του δημόσιου τομέα της Ελλάδας:
Είναι βιώσιμη;

Η χρηματοπιστωτική κατάσταση του δημόσιου τομέα της Ελλάδας:
Είναι βιώσιμη;

Γεώργιος Αργείτης
Μαρία Νικολαΐδη

Αύγουστος 2011

ΙΝΣΤΙΤΟΥΤΟ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΓΣΕΕ

Παρατηρητήριο Οικονομικών και Κοινωνικών Εξελίξεων

Εμμανουήλ Μπενάκη 71Α
106 81, Αθήνα
Τηλ. +30 2103327779
Fax +30 2103327770
www.ineobservatory.gr

Οι απόψεις που διατυπώνονται στο παρόν κείμενο
είναι των συγγραφέων και δεν εκφράζουν κατ' ανάγκη
τις θέσεις της ΓΣΕΕ.

Επιμέλεια εξωφύλλου: Βάσω Αβραμοπούλου

Γλωσσική επιμέλεια – Διορθώσεις: Γιώτα Γ. Χρόνη

Φωτογραφία εξωφύλλου: www.shutterstock.com

Ηλεκτρονική σελιδοποίηση: Γιάννης Παπαδημητρόπουλος

Εκτύπωση – Παραγωγή: ΚΑΜΠΥΛΗ ΑΕΒΕ

© ΙΝΕ ΓΣΕΕ
ISBN: 978-960-9571-03-6

Η παρούσα έρευνα χρηματοδοτήθηκε από το Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο και το Υπουργείο Εργασίας και Κοινωνικής Ασφάλισης στο πλαίσιο του Επιχειρησιακού Προγράμματος «Ανάπτυξη Ανθρώπινου Δυναμικού» 2007-2013.

Παρατηρητήριο Οικονομικών και Κοινωνικών Εξελίξεων

Το Παρατηρητήριο Οικονομικών και Κοινωνικών Εξελίξεων του Ινστιτούτου Εργασίας της ΓΣΕΕ αποτελεί έναν χώρο έρευνας και δράσης που απευθύνεται στους εργαζομένους, στην ακαδημαϊκή κοινότητα, στους φορείς χάραξης πολιτικής και στο σύνολο των πολιτών. Στόχος του είναι να προσφέρει επιστημονικά τεκμηριωμένες αναλύσεις για μια σειρά κοινωνικών και οικονομικών ζητημάτων που βρίσκονται στο επίκεντρο της τρέχουσας συγκυρίας και που έχουν άμεση σχέση με τα συμφέροντα του κόσμου της εργασίας. Το Παρατηρητήριο είναι σημείο συνάντησης και δημιουργικού διαλόγου πληθώρας ερευνητών, με απώτερο στόχο την ανάδειξη διαστάσεων των σύγχρονων οικονομικών και κοινωνικών φαινομένων που έχουν ιδιαίτερη αξία για την οπτική των εργαζομένων και των συνδικάτων. Παράλληλα, η ερευνητική του δραστηριότητα εντάσσεται σε μια ευρύτερη προσπάθεια καταγραφής πολιτικών που δύνανται να συνεισφέρουν με ουσιαστικό τρόπο στην επίλυση των σημαντικών προβλημάτων που αντιμετωπίζει στην τρέχουσα περίοδο ο κόσμος της εργασίας.

Η δραστηριότητα του Παρατηρητηρίου επικεντρώνεται σε τρεις βασικούς τομείς: α) στην οικονομία και την ανάπτυξη, β) στο κοινωνικό κράτος και το μέλλον της εργασίας και γ) στην ανάπτυξη του ανθρώπινου δυναμικού σε περιβάλλον δημοκρατίας και ισότητας. Ο πρώτος τομέας αφορά τα αίτια και τις επιπτώσεις της πρόσφατης οικονομικής κρίσης, τις σύγχρονες προκλήσεις που έχει να αντιμετωπίσει ο δημόσιος τομέας και η δημοσιονομική πολιτική στην Ελλάδα, καθώς και τις αλλαγές που είναι αναγκαίο να πραγματοποιηθούν στο αναπτυξιακό πρότυπο της χώρας. Ο δεύτερος τομέας αναφέρεται στην ασκούμενη κοινωνική πολιτική, στα ζητήματα της φτώχειας και των ανισοτήτων, στις εργασιακές σχέσεις και στο θεσμικό πλαίσιο των αγορών εργασίας. Ιδιαίτερη έμφαση δίνει στην ανάλυση της τρέχουσας συγκυρίας και στην αποδόμηση που επιχειρείται σε μια σειρά δικαιω-

μάτων και κατακτήσεων των εργαζομένων. Τέλος, ο τρίτος τομέας επικεντρώνεται σε θέματα που αφορούν την εκπαίδευση και την κατάρτιση των εργαζομένων, τις ποιοτικές και ποσοτικές διαστάσεις της ανεργίας, τον κοινωνικό αποκλεισμό και το ρατσισμό που βιώνει σημαντική μερίδα των εργαζομένων και των ανέργων στη χώρα.

Είναι προφανές ότι οι τρεις προαναφερθέντες τομείς έχουν επικαλύψεις μεταξύ τους. Μέσα από τα κείμενά του το Παρατηρητήριο επιδιώκει να αναδείξει αυτές τις επικαλύψεις και να φέρει στην επιφάνεια τα οφέλη που μπορεί να προκύψουν από την πολύπλευρη ανάλυση των σύγχρονων οικονομικών και κοινωνικών φαινομένων. Στο πλαίσιο της προσπάθειας που επιχειρείται, θεωρείται ιδιαίτερα σημαντική η κατάθεση παρατηρήσεων, προτάσεων αλλά και εναλλακτικών προσεγγίσεων από όσους και όσες επιθυμούν να συνεισφέρουν στην ερευνητική δραστηριότητα του Παρατηρητηρίου.

Γιάννης Παναγόπουλος

Πρόεδρος ΙΝΕ ΓΣΕΕ

Περιεχόμενα

1	Εισαγωγή	9
2	Το βασικό αναλυτικό πλαίσιο του Minsky	11
3	Η επέκταση του αναλυτικού πλαισίου του Minsky στον δημόσιο τομέα	17
4	Κυρίαρχες προσεγγίσεις αξιολόγησης της δημοσιονομικής φερεγγυότητας και αξιοπιστίας	25
5	Η χρηματοπιστωτική κατάσταση του δημόσιου τομέα της Ελλάδας	33
5.1	Παρουσίαση του ΔΕΧΚ	33
5.2	Ερμηνεύοντας το ΔΕΧΚ	42
5.3	Η χρηματοπιστωτική κατάσταση του δημόσιου τομέα της Ελλάδας μετά την υπογραφή του ΜΟΧΠ: Ποιες είναι οι προοπτικές;	53
6	Σύνοψη και συμπεράσματα	63
	Βιβλιογραφία	65
	Παράρτημα: Ορισμοί δημοσιονομικών μεγεθών και πηγές δεδομένων	73

1. Εισαγωγή

Τα τελευταία δύο χρόνια η ελληνική οικονομία έχει εισέλθει σε μια περίοδο υψηλής αστάθειας, αβεβαιότητας και μη προβλέψιμης προοπτικής. Η κατακόρυφη πτώση της οικονομικής δραστηριότητας και η δραματική αύξηση της ανεργίας έχουν ήδη επιφέρει σημαντικές επιπτώσεις στο πραγματικό εισόδημα και το επίπεδο διαβίωσης των μισθωτών και των συνταξιούχων, δοκιμάζοντας τα όρια της κοινωνικής συνοχής της χώρας. Ορόσημο αυτών των εξελίξεων αποτέλεσε η εκδήλωση της δημοσιονομικής κρίσης που βιώνει η ελληνική οικονομία από το φθινόπωρο του 2009, όταν η Ελλάδα βυθίστηκε στις «δίδυμες παγίδες της χρεοκοπίας και της κερδοσκοπίας», μετά τον «αποκλεισμό» της από τις διεθνείς αγορές ομολόγων.

Η δημοσιονομική κρίση έχει φέρει στην επιφάνεια χρόνια δομικά προβλήματα του δημοσιονομικού συστήματος αλλά και της ελληνικής οικονομίας στο σύνολό της. Ωστόσο, ο δημόσιος διάλογος έχει εγκλωβιστεί στην παγίδα της χρεοκοπίας και της οικονομικής πολιτικής που έχουν επιβάλει οι πιστωτές της χώρας μας μέσω του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ), της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ). Στις σχετικές συζητήσεις ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στο μέγεθος του ελληνικού δημόσιου τομέα και στην ανάγκη συρρίκνωσης του κράτους, στη μείωση των δαπανών, στη μείωση της δημόσιας απασχόλησης και, για ακόμη μια φορά, στο πρόβλημα της φοροδιαφυγής.

Στόχος της παρούσας μελέτης είναι να αναδειχθεί μια εναλλακτική οπτική στην κρίση χρέους της Ελλάδας, η οποία στηρίζεται στο θεωρητικό πλαίσιο του Hyman Minsky. Η θεμελιακή συνεισφορά του Minsky στην οικονομική επιστήμη επικεντρώνεται κυρίως στους παράγοντες που προσδιορίζουν την εύθραυστη χρηματοπιστωτική κατάσταση των βιομηχανικών οικονομικών μονάδων και των τραπεζών, καθώς και στην ανάλυση του τρόπου που αυτή μπορεί να επηρεάσει το χρηματοπιστωτικό και το μακροοικονομικό σύστημα της οικονομίας. Με άλλα

λόγια, η βασική συνεισφορά του Minsky αφορά πρωτίστως τη συμπεριφορά και τη χρηματοπιστωτική λειτουργία του ιδιωτικού τομέα της οικονομίας.

Στην ανά χείρας μελέτη επιχειρείται η επέκταση της μεθοδολογίας του Minsky και του αναλυτικού του πλαισίου στον δημόσιο τομέα της ελληνικής οικονομίας. Την επέκταση αυτή πραγματεύονται το τελευταίο χρονικό διάστημα ολοένα και περισσότερες εμπειρικές κυρίως μελέτες σχετικά με τη χρηματοπιστωτική κατάσταση του κρατικού τομέα διαφόρων εθνικών οικονομιών. Το βασικό επιχείρημά μας στην ανάλυση που ακολουθεί είναι ότι ο δημόσιος τομέας στην Ελλάδα ήταν πάντα χρηματοπιστωτικά εύθραυστος, και η σημερινή κρίση θα μπορούσε να είχε εκδηλωθεί νωρίτερα. Ωστόσο, ορισμένοι παράγοντες και κυρίως η ένταξη της Ελλάδας στη ζώνη του ευρώ δημιούργησαν ένα περιβάλλον υψηλής αισιοδοξίας και πλασματικών προσδοκιών, που απέκρυπταν την πραγματική χρηματοπιστωτική κατάσταση του δημόσιου τομέα της Ελλάδας. Οι υψηλοί ρυθμοί οικονομικής μεγέθυνσης στη διάρκεια της δεκαετίας του 1990 και μέχρι τα μέσα της τελευταίας δεκαετίας σε συνδυασμό με τη ρευστότητα και το κλίμα ευφορίας που επικρατούσε στις διεθνείς χρηματαγορές πριν από την κατάρρευσή τους το 2007 συνέβαλαν, μεταξύ άλλων, στην υποτίμηση του ρίσκου δανεισμού της Ελλάδας.

Η διάρθρωση της μελέτης έχει ως εξής: Στην Ενότητα 2 παρουσιάζουμε συνοπτικά ορισμένα από τα βασικά χαρακτηριστικά της θεωρίας που βασίζεται στον Minsky. Σκοπός μας είναι να εξοικειώσουμε τον αναγνώστη με τη φιλοσοφία της ανάλυσής μας και τη λογική βάση των επιχειρημάτων που αναπτύσσουμε στις επόμενες ενότητες. Στην Ενότητα 3 επιχειρούμε να επεκτείνουμε τη θεωρία του Minsky –η οποία κατά βάση αναφέρεται στους περιορισμούς ρευστότητας και φερεγγυότητας του ιδιωτικού τομέα– στην ανάλυση του δημόσιου τομέα. Στην Ενότητα 4 γίνεται μια σύντομη αναφορά στις κυρίαρχες προσεγγίσεις σχετικά με τη μελέτη του δημόσιου χρέους και σημειώνονται τα πλεονεκτήματα της προσέγγισης που βασίζεται στον Minsky. Η Ενότητα 5 αναλύει τη χρηματοπιστωτική κατάσταση του ελληνικού δημόσιου τομέα την περίοδο 1988-2009, εφαρμόζοντας το θεωρητικό πλαίσιο που αναπτύχθηκε στην Ενότητα 3. Επίσης αξιολογεί τις συνέπειες από την εφαρμογή του Μνημονίου Οικονομικής και Χρηματοπιστωτικής Πολιτικής (ΜΟΧΠ) και του Μεσοπρόθεσμου Πλαισίου Δημοσιονομικής Στρατηγικής (ΜΠΔΣ). Τέλος, στην Ενότητα 6 συνοψίζονται τα ευρήματα της στατιστικής ανάλυσης και σχολιάζονται οι προοπτικές της χρηματοπιστωτικής κατάστασης του δημοσιονομικού συστήματος της Ελλάδας.

2. Το βασικό αναλυτικό πλαίσιο του Minsky

Στη διάρκεια των δεκαετιών του 1970 και του 1980, ο Hyman Minsky ανέπτυξε μία κεϋνσιανής προέλευσης προσέγγιση της χρηματοπιστωτικής αστάθειας και των κυκλικών διακυμάνσεων των σύγχρονων καπιταλιστικών οικονομιών. Στο επίκεντρο της προσέγγισής του βρέθηκε η χρηματοοικονομική δομή των οικονομικών μονάδων και ειδικότερα οι χρηματοοικονομικές ροές μεταξύ επιχειρήσεων και τραπεζών – τις οποίες ο Minsky θεωρεί κύριο προσδιοριστικό παράγοντα των επενδύσεων, της συσσώρευσης κεφαλαίου και της μακροοικονομικής συμπεριφοράς των καπιταλιστικών οικονομιών. Η βασική ιδέα της προσέγγισης Minsky είναι ότι οι χρηματοπιστωτικές σχέσεις που αναπτύσσονται στη διάρκεια της συσσώρευσης κεφαλαίου παράγουν χρηματοπιστωτικά εύθραυστες και ασταθείς οικονομικές μονάδες. Η αστάθεια αυτή μεταφέρεται μέσω του τραπεζικού συστήματος και των αγορών χρήματος και κεφαλαίου στο σύνολο του οικονομικού συστήματος, καθιστώντας τον καπιταλισμό μη άριστο σύστημα οργάνωσης των οικονομικών σχέσεων, αν δεν υπάρχουν οι κατάλληλες κρατικές παρεμβάσεις.

Ο Minsky ανέπτυξε την εν λόγω προσέγγιση βασιζόμενος στην οικονομική θεωρία του Keynes. Ειδικότερα, ο Minsky επικεντρώθηκε στη μελέτη του ρόλου της αβεβαιότητας στη λήψη επενδυτικών αποφάσεων, της μη ουδετερότητας του χρήματος, των προσδοκιών των οικονομικών μονάδων και της προτίμησης ρευστότητας (βλ. ενδεικτικά Dymski and Pollin, 1992· Kregel, 1992· Charles, 2008b). Επιπλέον, ο Minsky διερεύνησε τον θεμελιώδη ρόλο του χρέους και της διαδικασίας αποπληρωμής του στην αστάθεια του καπιταλιστικού συστήματος.

Πιο συγκεκριμένα, σημείο αφετηρίας του θεωρητικού πλαισίου του Minsky αποτελεί η ανάλυση των επενδυτικών αποφάσεων των βιομηχανικών επιχειρήσεων και του τρόπου που αυτές οι αποφάσεις είναι πιθανόν να επηρεαστούν από

τις προσδοκίες των επιχειρηματιών και των τραπεζιτών (βλ. λ.χ. Minsky, 1982, p. 94) και από την προτίμηση ρευστότητας των επιχειρήσεων (βλ. ενδεικτικά Minsky, 1975a· Kregel, 2009). Ο Minsky υποστηρίζει ότι η απόφαση για την υλοποίηση ενός νέου επενδυτικού πλάνου βασίζεται στη σύγκριση των προσδοκώμενων εισροών (έσοδα) και εκροών (κυρίως του κόστους εργασίας και δανεισμού) που πηγάζουν από τις βασικές παραγωγικές δραστηριότητες της επιχείρησης. Η επένδυση πραγματοποιείται όταν οι εισροές αναμένεται να είναι υψηλότερες από τις εκροές. Εντούτοις, σε ένα περιβάλλον θεμελιώδους αβεβαιότητας, ο εκάστοτε επιχειρηματίας δεν είναι δυνατόν να γνωρίζει σε ποιο βαθμό αυτό θα καταστεί εφικτό στην πράξη. Για το λόγο αυτό, ο βαθμός αισιοδοξίας του και η σχετική εμπειρία του παίζουν σημαντικό ρόλο στην επενδυτική απόφασή του.

Παράλληλα, κεντρικό σημείο στη θεωρία του Minsky αποτελεί η διαπίστωση ότι κάθε επενδυτική δραστηριότητα δημιουργεί υποχρεώσεις που συνδέονται με την εξωτερική χρηματοδότηση της επένδυσης. Οι υποχρεώσεις αυτές είναι προς εκείνους που έχουν συνεισφέρει με τα κεφάλαιά τους στη χρηματοδότηση της επένδυσης μέσω δανείων, ομολόγων, μετοχών κ.λπ. Ενδεχόμενη αποτυχία της επένδυσης ή αδυναμία είσπραξης των προσδοκώμενων εισροών είναι δυνατόν είτε να δημιουργήσουν προβλήματα στην εκπλήρωση των εν λόγω υποχρεώσεων είτε να αναγκάσουν την επιχείρηση να προχωρήσει σε νέο δανεισμό, λόγω έλλειψης επαρκούς ρευστότητας.[1] Στο πλαίσιο αυτό, ο Minsky εισάγει την έννοια της εύθραυστης χρηματοπιστωτικής κατάστασης (financial fragility) μιας επιχείρησης, ως αρνητικής συνάρτησης των προσδοκώμενων εισροών και ως θετικής συνάρτησης των προσδοκώμενων εκροών της (Dymski and Pollin, 1992). Όσο πιο εύθραυστη είναι η χρηματοπιστωτική κατάσταση μιας επιχείρησης τόσο πιο εξαρτημένη είναι η βιωσιμότητά της από νέο δανεισμό. Ο βαθμός δανειακής εξάρτησης προσδιορίζει το κόστος δανεισμού της επιχείρησης, καθώς και την επιλογή της να πουλήσει περιουσιακά της στοιχεία (πιθανότατα κάτω από μη ευνοϊκές οικονομικές συνθήκες) προκειμένου να μπορέσει να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της.

1. Αξίζει να σημειωθεί ότι μια επιχείρηση μπορεί να έχει εισροές και από δευτερογενείς πηγές, όπως είναι η πώληση περιουσιακών στοιχείων. Επιπλέον, μια επιχείρηση μπορεί να έχει ρευστά διαθέσιμα (idle amount of cash), τα οποία δύναται να χρησιμοποιήσει ανά πάσα στιγμή προκειμένου να ικανοποιήσει τις δανειακές της υποχρεώσεις (βλ. Tymoigne, 2009, pp. 130-135).

Ο Minsky ταξινόμησε τις οικονομικές μονάδες σε τρεις χρηματοοικονομικές κατηγορίες. Στην πρώτη κατηγορία έδωσε την ονομασία «αντισταθμιστής» («hedge»). Αυτός ο όρος χρησιμοποιήθηκε για να περιγράψει την κατάσταση εκείνη όπου τα χρεολύσια και οι τόκοι της επιχείρησης είναι ως άθροισμα μικρότερα από τη διαφορά ανάμεσα στις προσδοκώμενες εισροές και εκροές. Αυτό σημαίνει ότι η εν λόγω επιχείρηση δεν έχει καμιά ανάγκη νέου δανεισμού ώστε να είναι σε θέση να χρηματοδοτήσει τις συσσωρευμένες δανειακές της υποχρεώσεις. Η δεύτερη κατηγορία περιλαμβάνει την «κερδοσκοπική» («speculative») επιχείρηση· σε αυτή την περίπτωση, η διαφορά των προσδοκώμενων εισροών και εκροών δεν επαρκεί για να καλύψει τις υποχρεώσεις που αντιστοιχούν στα χρεολύσιά της, παρά μόνο την αποπληρωμή των τόκων. Αυτό σημαίνει ότι η κερδοσκοπική επιχείρηση έχει ανάγκη νέου δανεισμού προκειμένου να καλύψει το σύνολο ή ένα μέρος των χρεολυσίων της. Τέλος, η τρίτη κατηγορία αναφέρεται στην «πόνζι» («ponzi») επιχείρηση, όπου η διαφορά των προσδοκώμενων εισροών και εκροών δεν δύναται να καλύψει ούτε τα χρεολύσια ούτε και το σύνολο των τόκων. Η πόνζι οικονομική μονάδα είναι χρηματοπιστωτικά η πιο εύθραυστη, καθώς είναι ουσιαστικά εξαρτημένη από νέες δανειακές ροές προκειμένου να καλύψει τις υποχρεώσεις που έχει λόγω του συσσωρευμένου χρέους της. Στην πραγματικότητα, η πόνζι οικονομική μονάδα αντιμετωπίζει τα μεγαλύτερα προβλήματα ρευστότητας.

Στο σημείο αυτό αξίζει να σημειώσουμε τη διαφορά ανάμεσα στα προβλήματα ρευστότητας και στα προβλήματα φερεγγυότητας που μπορεί να χαρακτηρίζουν μια οικονομική μονάδα. Πιο συγκεκριμένα, το πρόβλημα ρευστότητας αφορά την έλλειψη ρευστών διαθεσίμων για να ικανοποιηθούν οι υποχρεώσεις της οικονομικής μονάδας. Από την άλλη, το πρόβλημα φερεγγυότητας συνδέεται με τη μειωμένη αξία των στοιχείων του ενεργητικού μιας μονάδας σε σχέση με την αξία των στοιχείων του παθητικού της. Ωστόσο, το πρόβλημα ρευστότητας μπορεί να μετατραπεί σε πρόβλημα φερεγγυότητας. Αυτό δύναται να συμβεί όταν, για παράδειγμα, η έλλειψη ρευστότητας οδηγεί σε εσπευσμένη πώληση των περιουσιακών στοιχείων. Κατ' επέκταση, μια οικονομική μονάδα που είναι διαχρονικά κερδοσκοπική ή πόνζι, δηλαδή αντιμετωπίζει συστηματικά προβλήματα ρευστότητας, έχει περισσότερες πιθανότητες να καταστεί αφερέγγυα.

Συνεχίζοντας την περιγραφή του θεωρητικού πλαισίου του Minsky, χρειάζεται να επισημάνουμε ότι η χρηματοπιστωτική κατάσταση των οικονομικών μονάδων

έχει αντανάκλαση σε μακροοικονομικό επίπεδο. Η χρηματοπιστωτική κατάσταση της οικονομίας στο σύνολό της εξαρτάται από την προαναφερθείσα διάρθρωση της κατάστασης των οικονομικών μονάδων.[2] Η οικονομία θεωρείται αντισταθμιστής, κερδοσκόπος και πόνζι όταν το μεγαλύτερο ποσοστό των επιχειρήσεων χαρακτηρίζονται από την αντίστοιχη χρηματοπιστωτική κατάσταση.[3]

Στο πλαίσιο αυτό, ο Minsky ανέπτυξε την «υπόθεση της χρηματοπιστωτικής αστάθειας» («financial instability hypothesis» [βλ. ενδεικτικά Minsky, 1975b, 1986a, 1986b]). Σύμφωνα με την υπόθεση αυτή, σε περιβάλλον παρατεταμένης σταθερότητας δυνητικά δημιουργούνται ευνοϊκές συνθήκες για την ανάπτυξη εύθραυστων χρηματοπιστωτικά μονάδων. Κάτι τέτοιο μπορεί να προκύψει μέσω διαφόρων μηχανισμών. Κατ' αρχάς, οι σταθερές οικονομικές συγκυρίες γεννούν ευνοϊκές προσδοκίες και κατ' επέκταση ενθαρρύνουν την ανάληψη δραστηριοτήτων υψηλού ρίσκου από τις επιχειρήσεις (Arestis, 2001· Arestis and De Antoni, 2009). Η ανάληψη τέτοιων δραστηριοτήτων μπορεί να έχει ως συνέπεια τη δημιουργία σημαντικών χρηματοπιστωτικών υποχρεώσεων στις οποίες οι επιχειρήσεις είναι πιθανόν να μην μπορούν να ανταποκριθούν στο μέλλον, εξαιτίας μιας πιθανής αντιστροφής των ευνοϊκών συνθηκών.[4] Επίσης, ένα περιβάλλον σταθερότητας συχνά οδηγεί και σε αλλαγές του θεσμικού πλαισίου, σε χαλαρές ή ανύπαρκτες ρυθμίσεις, οι οποίες επιτρέπουν υψηλότερα κέρδη και μόχλευση. Κάτι τέτοιο μπορεί να συνεισφέρει περαιτέρω στην επιδείνωση της χρηματοπιστωτικής κατάστασης των οικονομικών μονάδων.

---

2. Βλ., για παράδειγμα, Minsky (1982, p. 22).

3. Έχοντας ως βάση την κατηγοριοποίηση του Minsky, διάφοροι συγγραφείς έχουν αναπτύξει δείκτες προκειμένου να ενσωματώσουν την εύθραυστη χρηματοπιστωτική κατάσταση των οικονομικών μονάδων στη μακροοικονομική συμπεριφορά των καπιταλιστικών οικονομιών. Βασικός στόχος είναι να μελετηθούν οι συνθήκες κάτω από τις οποίες είναι δυνατόν να ανακύψει χρηματοπιστωτική αστάθεια σε μια οικονομία. Αντιπροσωπευτική είναι η μελέτη του Charles (2008a), ο οποίος χρησιμοποιεί το λόγο των τόκων προς τα κέρδη για να διακρίνει τις επιχειρήσεις σε αντισταθμιστές, κερδοσκόπους και πόνζι. Επίσης, οι Lima and Meirelles (2007) προσδιορίζουν τη χρηματοπιστωτική ευθραυστότητα των επιχειρήσεων χρησιμοποιώντας ένα δείκτη που βασίζεται στη σύγκριση ανάμεσα στα κέρδη πριν από τους τόκους και στις δαπάνες για επενδύσεις και τόκους. Βλ. επίσης τις οικονομετρικές μελέτες των Arza and Espanol (2008) και Schroeder (2009).

4. Παρά το γεγονός ότι αυτή η συμπεριφορά είναι «επιθετική», δύναται να θεωρηθεί «υγιής» μέσα σε ένα ευνοϊκό οικονομικό περιβάλλον (Mendonca and Deos, 2009).

Παράλληλα, η γενικευμένη ευφορία που προκύπτει σ' ένα σταθερό περιβάλλον μειώνει την προτίμηση ρευστότητας των οικονομικών μονάδων και ενθαρρύνει τις επενδύσεις σε χρηματοοικονομικά προϊόντα, όπως ομόλογα και μετοχές (βλ. Erturk, 2007). Η αύξηση της τιμής των τελευταίων ενισχύει τη δυνατότητα δανεισμού των επιχειρήσεων και των οικονομικών μονάδων γενικότερα, συμβάλλοντας στη δημιουργία συνθηκών οικονομικής άνθησης αλλά και κερδοσκοπίας.

Το σημείο-κλειδί στην υπόθεση του Minsky που προαναφέρθηκε είναι ο ισχυρισμός ότι μια τέτοια πορεία δεν μπορεί να έχει μεγάλη διάρκεια. Η ανάληψη δραστηριοτήτων με μεγάλο ρίσκο, που στηρίζονται στο δανεισμό, οδηγεί στη βαθμιαία μετατροπή των οικονομικών μονάδων από αντισταθμιστές σε κερδοσκόπους ή πόνζι (Minsky, 1982, p. 29). Αυτός ο μετασχηματισμός της χρηματοπιστωτικής κατάστασης των οικονομικών μονάδων τις καθιστά ευάλωτες σε πιθανές μεταβολές των οικονομικών συνθηκών. Οι εν λόγω μεταβολές μπορεί να αφορούν είτε τη μείωση των πωλήσεων είτε την άνοδο του επιτοκίου είτε ακόμη και τη δυσκολία πρόσβασής τους στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου (Papadimitriou and Wray, 1998). Σημειώνεται ότι η αύξηση στο επιτόκιο δανεισμού μπορεί να προέλθει από την αντιστάθμιση που επιθυμούν οι δανειστές για την ανάληψη υψηλού ρίσκου ή από τον πληθωρισμό και τη συνακόλουθη αύξηση του βασικού επιτοκίου (ως αποτέλεσμα της αντιπληθωριστικής νομισματικής πολιτικής της Κεντρικής Τράπεζας).

Πιθανή συνέπεια των παραπάνω είναι οι επιχειρήσεις να αντιμετωπίσουν σημαντικά προβλήματα στην αποπληρωμή των δανειακών υποχρεώσεών τους, κάνοντας χρήση των ταμειακών τους εισροών από τις βασικές παραγωγικές τους δραστηριότητες (βλ. ενδεικτικά Minsky, 1991, p. 14· Dymski and Pollin, 1992· Bellofiore and Ferri, 2001).[5] Κάτι τέτοιο μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση του ποσοστού των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Ταυτόχρονα, πολλές από τις επιχει-

5. Αξίζει, ωστόσο, να σημειωθεί ότι η αύξηση των επενδύσεων μέσω της εξωτερικής χρηματοδότησης δεν είναι βέβαιο ότι θα οδηγήσει σε επιδείνωση της χρηματοπιστωτικής κατάστασης στο σύνολο των επιχειρήσεων. Δεδομένου ότι οι νέες επενδύσεις αυξάνουν τη συνολική ζήτηση στην οικονομία, είναι πιθανόν ο δανεισμός να επιφέρει αύξηση των κερδών των επιχειρήσεων και άρα να βελτιώσει τη χρηματοπιστωτική τους κατάσταση. Συνεπώς, ο νέος δανεισμός και η κατάσταση ευφορίας δεν οδηγούν πάντα σε επιδείνωση της ευθραυστότητας του συνόλου της οικονομίας. Βλ. σχετικά Lavoie (1995), De Antoni (2007) και Charles (2008b).

ρήσεις μπορεί να αναγκαστούν να καταφύγουν στην πώληση των περιουσιακών τους στοιχείων (όπως είναι ο κεφαλαιακός εξοπλισμός ή τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία του ενεργητικού τους) για να αποκτήσουν την επιθυμητή ρευστότητα. Μια γενικευμένη όμως πώληση περιουσιακών στοιχείων μπορεί να μειώσει σημαντικά την τιμή τους, καθιστώντας και τη συγκεκριμένη μέθοδο αναποτελεσματική για την ικανοποίηση των υποχρεώσεων των οικονομικών μονάδων. Στην περίπτωση αυτή, πολλές επιχειρήσεις είναι πιθανόν να οδηγηθούν στην αφερεγγυότητα και τελικά στη χρεοκοπία, προκαλώντας αστάθεια στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, βαθιά ύφεση και ανεργία, καθώς και κατακόρυφη άνοδο της συστημικής αβεβαιότητας.

3. Η επέκταση του αναλυτικού πλαισίου του Minsky στον δημόσιο τομέα

Το πλαίσιο που έχει χρησιμοποιήσει ο Minsky για την εξέταση της χρηματοπιστωτικής ευθραυστότητας των οικονομικών μονάδων μπορεί να επεκταθεί στην ανάλυση της χρηματοπιστωτικής κατάστασης του δημόσιου τομέα. Όπως θα επιχειρήσουμε να δείξουμε στην παρούσα μελέτη, η προσέγγιση του Minsky μπορεί να μας δώσει χρήσιμη γνώση και πληροφόρηση τόσο για τον προσδιορισμό της εύθραυστης χρηματοπιστωτικής κατάστασης του δημόσιου τομέα της Ελλάδας, όσο και για την εξέταση των παραγόντων εκείνων που έχουν συμβάλει στη σημερινή δημοσιονομική κρίση.

Η επέκταση αυτή στηρίζεται στις εργασίες του Minsky (1982, p. 33· 1992, p. 28), όπου προτείνεται η διάκριση του δημόσιου τομέα σε αντισταθμιστή, κερδοσκόπο και πόνζι ανάλογα με την ικανότητά του να αποπληρώνει το άθροισμα των δανειακών υποχρεώσεών του σε τόκους και χρεολύσια. Την ικανότητα αυτή ο Minsky την προσδιόριζε ως συνάρτηση του πλεονάσματος του κρατικού προϋπολογισμού, δηλαδή της διαφοράς μεταξύ αναμενόμενων φορολογικών εσόδων και δαπανών της γενικής κυβέρνησης.

Η συγκεκριμένη επέκταση έχει πρόσφατα χρησιμοποιηθεί από τους Ferrari-Filho et al. (2010) για τον δημόσιο τομέα της Βραζιλίας. Ειδικότερα, οι συγγραφείς αυτοί ορίζουν τον δημόσιο τομέα ως αντισταθμιστή όταν το πρωτογενές πλεόνασμα του προϋπολογισμού μπορεί να καλύψει το σύνολο των χρεολυσίων και των τόκων. Όταν το πρωτογενές πλεόνασμα δεν μπορεί να καλύψει το σύνολο των δανειακών υποχρεώσεων, ο δημόσιος τομέας είναι κερδοσκόπος. Στην περίπτωση αυτή, η εξυπηρέτηση των τοκοχρεολυσίων προϋποθέτει νέο δανεισμό. Ο πόνζι δημόσιος τομέας αντιστοιχεί στην περίπτωση όπου υπάρχει πρωτογενές έλλειμμα στον προϋπολογισμό, συνεπώς η κυβέρνηση χρειάζεται να προβεί σε νέο

δανεισμό όχι μόνο για να καλύψει τα τοκοχρεολύσια, αλλά και για να χρηματοδοτήσει το κομμάτι των πρωτογενών δαπανών που δεν καλύπτεται από τα έσοδα.

Προκειμένου να γίνει κατανοητή η λογική αυτής της προσέγγισης χρησιμοποιούμε τον εισοδηματικό περιορισμό του δημόσιου τομέα, κάνοντας την υπόθεση ότι μια κυβέρνηση δεν μπορεί να χρησιμοποιήσει το εκτυπωτικό της δικαίωμα ώστε να χρηματοδοτήσει τις δανειακές της ανάγκες:

$$TE_t + i_t D_{t-1} = TR_t + (D_t - D_{t-1}) \quad (1)$$

όπου TR είναι τα συνολικά έσοδα γενικής κυβέρνησης, TE οι πρωτογενείς δαπάνες της γενικής κυβέρνησης (δηλαδή οι συνολικές δαπάνες μείον τους τόκους), i είναι το επιτόκιο το οποίο πληρώνει η γενική κυβέρνηση για το χρέος D και t είναι ο χρόνος.[6]

Ισχύει ότι:

$$(D_t - D_{t-1}) = NB_t - AMORT_{t-1} \quad (2)$$

όπου NB είναι ο νέος δανεισμός και $AMORT$ τα χρεολύσια της γενικής κυβέρνησης. Συνδυάζοντας τις Εξισώσεις (1) και (2) προκύπτει:

$$NB_t = AMORT_{t-1} + i_t D_{t-1} + TE_t - TR_t \quad (3)$$

Η Εξίσωση (3) δείχνει ότι ο νέος δανεισμός του δημόσιου τομέα (και συνεπώς η εξάρτηση από εξωτερική χρηματοδότηση) είναι θετική συνάρτηση των τοκοχρεολυσίων και του πρωτογενούς ελλείμματος. Έχοντας ως βάση τη συγκεκριμένη σχέση, οι Ferrari-Filho et al. (2010) κατασκευάζουν ένα δείκτη για τη μέτρηση της εύθραυστης χρηματοπιστωτικής κατάστασης του δημόσιου τομέα. Ο δείκτης έχει ως εξής:

$$\frac{TR - TE}{INT + AMORT} \quad (4)$$

όπου $INT = i_t D_{t-1}$ είναι οι τόκοι.

Όταν ο δείκτης έχει τιμή μεγαλύτερη της μονάδας, ο δημόσιος τομέας χαρακτηρίζεται αντισταθμιστής: το πρωτογενές πλεόνασμα δύναται να καλύψει το σύνολο των τοκοχρεολυσίων. Κερδοσκόπος είναι ο δημόσιος τομέας στην περίπτωση που η τιμή του δείκτη είναι θετική αλλά μικρότερη της μονάδας: το πρω-

6. Στο Παράρτημα παρατίθενται οι ακριβείς ορισμοί των συγκεκριμένων μεταβλητών καθώς και αυτών που θα χρησιμοποιηθούν στο στατιστικό μέρος της παρούσας μελέτης.

τογενές πλεόνασμα δεν καλύπτει το σύνολο των δανειακών υποχρεώσεων. Τέλος, όταν η τιμή του εν λόγω δείκτη είναι αρνητική, η χρηματοπιστωτική κατάσταση του δημόσιου τομέα χαρακτηρίζεται πόνζι: τα συνολικά έσοδα δεν καλύπτουν τις πρωτογενείς δαπάνες. Επομένως, όσο μικρότερος είναι ο δείκτης τόσο υψηλότερες είναι οι δανειακές ανάγκες και άρα τόσο πιο εύθραυστη θεωρείται η χρηματοπιστωτική κατάσταση του δημόσιου τομέα· κατ' επέκταση, τόσο πιο ευάλωτη είναι η δυνατότητα κάλυψης των δανειακών υποχρεώσεων σε αυξήσεις του επιτοκίου δανεισμού, σε μεταβολές των προσδοκιών των δανειστών του ή σε επιδείνωση των εγχώριων και των διεθνών οικονομικών συνθηκών.

Ωστόσο, ο δείκτης των Ferrari-Filho et al. (2010) διακρίνεται από δύο μειονεκτήματα. Πρώτον, όταν γίνεται αρνητικός (δηλαδή $TR < TE$), ο δημόσιος τομέας εμφανίζεται περισσότερο εύθραυστος χρηματοπιστωτικά όσο μικρότερο είναι το άθροισμα $INT + AMORT$. Το στοιχείο αυτό περιορίζει τη στατιστική αξιοπιστία του, καθώς ο δείκτης θα έπρεπε να γίνεται περισσότερο αρνητικός όσο μεγαλύτερο είναι το παραπάνω άθροισμα. Δεύτερον, ο δείκτης δεν ενσωματώνει με ακρίβεια τη διάκριση που έχει υιοθετήσει ο Minsky ανάμεσα στις κερδοσκοπικές και τις πόνζι οικονομικές μονάδες. Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, οι πρώτες αποπληρώνουν τους τόκους χωρίς νέο δανεισμό, ενώ οι δεύτερες έχουν ανάγκη την εξωτερική χρηματοδότηση για την κάλυψη των τόκων.

Έχοντας υπόψη τις παραπάνω διαπιστώσεις, στην παρούσα μελέτη ορίζουμε το Δείκτη Εύθραυστης Χρηματοπιστωτικής Κατάστασης (ΔΕΧΚ) του δημόσιου τομέα ως εξής:

$$\Delta\text{ΕΧΚ} = \begin{cases} \dfrac{TR - TE - INT}{AMORT}, & \text{εάν } TR - TE \geq INT \geq 0 \\ \dfrac{TR}{TE + INT + AMORT} - 1, & \text{εάν } TR - TE < INT \text{ και } TR - TE \geq 0 \\ \dfrac{TR}{TE + INT + AMORT} - 2, & \text{εάν } TR - TE < 0 \end{cases} \quad (5)$$

Ο ΔΕΧΚ παίρνει τιμές από -2 και πάνω. Όσο πιο χαμηλή είναι η τιμή του δείκτη τόσο πιο εύθραυστη είναι η χρηματοπιστωτική κατάσταση του δημόσιου τομέα. Αναλυτικότερα, όταν ο ΔΕΧΚ είναι μεγαλύτερος του 1, τότε ο δημόσιος τομέας χαρακτηρίζεται αντισταθμιστής, καθώς τα πρωτογενή πλεονάσματά του επαρκούν για τη χρηματοδότηση του συνόλου των δανειακών του υποχρεώσεων. Όταν ο

ΔΕΧΚ είναι μικρότερος του 1 αλλά θετικός, ο δημόσιος τομέας είναι κερδοσκόπος και τα πρωτογενή πλεονάσματά του επαρκούν μόνο για την αποπληρωμή των τόκων. Ωστόσο, η κυβέρνηση είναι αναγκασμένη να προχωρήσει σε νέο δανεισμό για την αποπληρωμή των χρεολυσίων. Όταν ο ΔΕΧΚ είναι αρνητικός αλλά μεγαλύτερος του -1, ο δημόσιος τομέας είναι πόνζι. Στην περίπτωση αυτή τα πρωτογενή πλεονάσματα δεν επαρκούν για να χρηματοδοτήσουν το σύνολο των τόκων. Τέλος, όταν ο ΔΕΧΚ είναι μικρότερος του -1, υπάρχει πρωτογενές έλλειμμα και ο δημόσιος τομέας θεωρείται ultra πόνζι. Αυτό σημαίνει ότι είναι αναγκασμένος να προσφύγει σε νέο δανεισμό για τη χρηματοδότηση του πρωτογενούς ελλείμματος και του συνόλου των δανειακών υποχρεώσεων.[7]

Ο ΔΕΧΚ αντιμετωπίζει τα μειονεκτήματα του δείκτη των Ferrari-Filho et al. (2010). Πιο συγκεκριμένα, όταν ο ΔΕΧΚ παίρνει αρνητικές τιμές, είναι περισσότερο αρνητικός όσο μεγαλύτερο είναι το άθροισμα $TE + INT + AMORT$ σε σχέση με τα συνολικά έσοδα TR. Επίσης, όταν το πρωτογενές πλεόνασμα δεν καλύπτει το σύνολο των τοκοχρεολυσίων, γίνεται διάκριση ανάμεσα στην περίπτωση όπου ο δημόσιος τομέας δύναται να αποπληρώσει τους τόκους (οπότε ο δείκτης παίρνει τιμές από 0 έως 1) και στην περίπτωση όπου κάτι τέτοιο δεν είναι εφικτό (οπότε και οι τιμές του δείκτη είναι από -1 έως 0).

Χρειάζεται να σημειωθεί ότι ο προτεινόμενος δείκτης περιλαμβάνει τις χρηματικές εισροές που πηγάζουν από τις βασικές οικονομικές λειτουργίες του δημόσιου τομέα· δεν ενσωματώνει πιθανές εισροές που συνδέονται με την πώληση χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων του Δημοσίου. Κατά συνέπεια, έσοδα που προκύπτουν από αποκρατικοποιήσεις θεωρείται ότι δεν επηρεάζουν άμεσα τη χρηματοπιστωτική ευθραυστότητα του δημόσιου τομέα. Ωστόσο, υπάρχουν έμμεσες συνέπειες: οι αποκρατικοποιήσεις συμβάλλουν στη μείωση του χρέους και άρα στον περιορισμό των τοκοχρεολυσίων τις επόμενες περιόδους. Είναι ενδιαφέρον επίσης ότι, παρόλο που οι αποκρατικοποιήσεις μειώνουν το ακαθάρι-

7. Αξίζει να σημειωθεί ότι ο ΔΕΧΚ δεν είναι συνεχής στο σημείο όπου τα συνολικά έσοδα μείον τις συνολικές πρωτογενείς δαπάνες είναι ίσα με τους τόκους και στο σημείο όπου τα συνολικά έσοδα είναι ίσα με τις συνολικές πρωτογενείς δαπάνες. Επομένως θα υπάρχει φαινομενικά σημαντική επιδείνωση της χρηματοπιστωτικής κατάστασης όταν ο δημόσιος τομέας μεταπηδήσει από την κατάσταση του κερδοσκόπου σε αυτήν του πόνζι και από την κατάσταση του πόνζι σε αυτήν του ultra πόνζι.

στο δημόσιο χρέος, αφήνουν αμετάβλητο το καθαρό χρέος, δηλαδή το χρέος μετά την αφαίρεση της αξίας των χρηματοοικονομικών στοιχείων του ενεργητικού (βλ. OECD, 2011). Θα μπορούσε κάποιος να ισχυριστεί ότι το καθαρό χρέος αποτελεί πιο αξιόπιστο δείκτη της φερεγγυότητας του δημόσιου τομέα: δύο χώρες με ίδιο ακαθάριστο χρέος αλλά με διαφορετική αξία των περιουσιακών τους στοιχείων είναι λογικό να αποτιμώνται διαφορετικά ως προς την αξιοπιστία τους στην αποπληρωμή του χρέους.

Επιπλέον, είναι ιδιαίτερα σημαντικό να επισημάνουμε ότι ο ΔΕΧΚ είναι ένας στατικός δείκτης, που αποτυπώνει την ικανότητα του δημόσιου τομέα να ικανοποιήσει τις δανειακές του υποχρεώσεις σε μία συγκεκριμένη χρονική στιγμή. Ο εν λόγω δείκτης δεν ενσωματώνει πληροφορίες για τη δυναμική των δανειακών υποχρεώσεων αλλά ούτε για τις συνθήκες και το θεσμικό πλαίσιο βάσει του οποίου γίνεται ο δημόσιος δανεισμός.

Για το λόγο αυτό, κρίνουμε αναγκαία την παράλληλη παράθεση του ΔΕΧΚ με τη φυσική υπολειπόμενη διάρκεια και τη διάρθρωση του δημόσιου χρέους σε βραχυπρόθεσμο, μεσοπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο. Όσο μικρότερη είναι η υπολειπόμενη φυσική διάρκεια του χρέους τόσο υψηλότερο αναμένεται να είναι το ύψος των χρεολυσίων το αμέσως επόμενο διάστημα και, συνεπώς, τόσο δυσμενέστερη η δυναμική της ρευστότητας του δημόσιου τομέα. Όπως παρατηρεί ο Foley-Fisher (2010), η χαμηλή υπολειπόμενη φυσική διάρκεια του δημόσιου χρέους μπορεί να επισπεύσει μια δημοσιονομική κρίση. Αντίθετα, όταν το χρέος είναι μακροπρόθεσμο, ο δημόσιος τομέας είναι λιγότερο εκτεθειμένος βραχυπρόθεσμα σε μια κρίση ρευστότητας και φερεγγυότητας (βλ. επίσης BIS, 2010a· Cottarelli et al., 2010· Cottarelli, 2011).

Ένας δεύτερος παράγοντας που θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη, ιδιαίτερα στην περίπτωση της αδυναμίας άσκησης ανεξάρτητης νομισματικής πολιτικής, είναι η διάρθρωση του δημόσιου χρέους σε εσωτερικό και εξωτερικό. Θα μπορούσε να υποστηριχθεί ότι όσο υψηλότερο είναι το ποσοστό του εξωτερικού χρέους τόσο υψηλότερες είναι οι πιέσεις που δύναται να ασκηθούν ως προς τη συνέχιση της χρηματοδότησης του χρέους από τους ιδιώτες και τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς του εξωτερικού.

Η εκτίμηση της πιθανότητας εκδήλωσης δημοσιονομικής κρίσης προϋποθέτει επίσης αξιολόγηση της νομισματικής ανεξαρτησίας μιας χώρας. Οι Kelton and

Wray (2009) σημειώνουν ότι ένα κράτος που διαθέτει τη δυνατότητα έκδοσης νέου χρήματος για να χρηματοδοτήσει τις δανειακές ανάγκες του δεν αντιμετωπίζει, θεωρητικά τουλάχιστον, πρόβλημα ρευστότητας και αδυναμία ικανοποίησης των δανειακών υποχρεώσεών του. Στην περίπτωση της Ελλάδας, η οποία συμμετέχει στην ΟΝΕ και έχει παραχωρήσει τη νομισματική της ανεξαρτησία στο Ευρωπαϊκό Σύστημα Κεντρικών Τραπεζών (ΕΣΚΤ), η εκδήλωση δημοσιονομικής κρίσης και πιθανής χρεοκοπίας είναι πολύ πιθανή εάν αποκλειστεί από τις διεθνείς αγορές ομολόγων, καθώς η Συνθήκη του Μάαστριχτ έχει αφαιρέσει από την ΕΚΤ τη λειτουργία του «δανειστή της εσχάτης προσφυγής» (βλ. Αργείτης και Κορατζάνης, 2011).

Η δυνατότητα έκδοσης χρήματος αποκαλύπτει τη διαφορά στην ανάληψη ρίσκου και στην πιθανότητα εκδήλωσης κρίσης ρευστότητας ανάμεσα στον ιδιωτικό και τον δημόσιο τομέα της οικονομίας. Ενώ ο ιδιωτικός τομέας είναι υποχρεωμένος να αναζητάει ρευστότητα στις αγορές κεφαλαίου, ο δημόσιος τομέας μπορεί μέσω της έκδοσης νέου χρήματος να παρακάμψει τις ιδιωτικές αγορές ομολόγων.[8] Συνεπώς η δυνατότητα άσκησης ανεξάρτητης νομισματικής πολιτικής και η θεσμοθέτηση της λειτουργίας του «δανειστή της εσχάτης προσφυγής» της Κεντρικής Τράπεζας συμβάλλουν στην αποφυγή εκδήλωσης δημοσιονομικής κρίσης. Βέβαια, αυτό δεν σημαίνει ότι μια χώρα που μπορεί να ασκήσει νομισματική πολιτική δεν αντιμετωπίζει κινδύνους όταν ο ΔΕΧΚ του δημόσιου τομέα της είναι αρκετά χαμηλός. Η ύπαρξη υψηλών δανειακών αναγκών και η συνακόλουθη έκδοση μεγάλης ποσότητας χρήματος μπορούν, κάτω από πολύ συγκεκριμένες προϋποθέσεις, να έχουν δυσμενείς οικονομικές επιπτώσεις, όπως είναι η υποτίμηση του εθνικού νομίσματος στο πλαίσιο ενός διεθνούς νομισματικού συστήματος κυμαινόμενων συναλλαγματικών ισοτιμιών. Σε συγκεκριμένες συνθήκες η χώρα θα μπορούσε να γνωρίσει ακόμη και πληθωριστικές πιέσεις.

Η θεωρία του Minsky δύναται να χρησιμοποιηθεί –πέραν της κατασκευής του ΔΕΧΚ– και για την εξέταση των παραγόντων που πιθανόν να συντελέσουν στην ενδογενή εμφάνιση μιας εύθραυστης χρηματοπιστωτικής κατάστασης. Όπως αναφέρθηκε στην προηγούμενη ενότητα, σύμφωνα με την «υπόθεση της χρημα-

8. Ως προς αυτό, ο Wray (2006) υποστηρίζει ότι ο δημόσιος τομέας δεν χρειάζεται τα φορολογικά έσοδα με τον ίδιο τρόπο που μια επιχείρηση έχει ανάγκη τα έσοδα προκειμένου να καλύψει τις δαπάνες της.

τοπιστωτικής αστάθειας», ένα περιβάλλον παρατεταμένης σταθερότητας οδηγεί σε υποτίμηση του χρηματοπιστωτικού κινδύνου και σε υπερβάλλοντα δανεισμό. Σε ό,τι αφορά τον δημόσιο τομέα, ένα περιβάλλον παρατεταμένης οικονομικής ευφορίας και υψηλών ρυθμών μεγέθυνσης μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα οι δημοσιονομικές αρχές να υποτιμήσουν τους κινδύνους που δημιουργεί η υψηλή δανειακή εξάρτηση του δημόσιου τομέα της οικονομίας και η πιθανή μείωση των φορολογικών εσόδων από μια μελλοντική οικονομική κάμψη.

Με βάση το θεωρητικό πλαίσιο του Minsky, δύναται επίσης κάποιος να αξιολογήσει τις πιθανές επιπτώσεις στην οικονομία από την ύπαρξη ενός εύθραυστου χρηματοπιστωτικά δημόσιου τομέα. Ο Minsky (1995, p. 206) στις αναλύσεις του έχει επανειλημμένα επισημάνει τον σημαντικό σταθεροποιητικό ρόλο που μπορούν να παίξουν οι κυβερνητικές δαπάνες σε μια οικονομία που βρίσκεται σε ύφεση (βλ. μεταξύ άλλων Davis, 1995· Argyrous, 1998· Sawyer, 2001· Li, 2009· Davidson, 2010· Palley, 2010). Η οικονομική κάμψη χαρακτηρίζεται από την άνοδο της αβεβαιότητας, την αύξηση της προτίμησης ρευστότητας και τη συνακόλουθη μείωση των επενδύσεων. Σε ένα τέτοιο περιβάλλον ο δημόσιος τομέας μπορεί μέσω των δαπανών του να αυξήσει τη ζήτηση των παραγόμενων προϊόντων, να συμβάλει στην αύξηση του κεφαλαιακού αποθέματος της οικονομίας, να περιορίσει την πτώση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων και να αποκαταστήσει την αβεβαιότητα στον ιδιωτικό τομέα. Συγχρόνως, τα ομόλογα του δημόσιου τομέα μπορεί να αποτελέσουν ασφαλή επένδυση για τα νοικοκυριά, καθώς επίσης και για το τραπεζικό σύστημα, το οποίο σε περιόδους ύφεσης περιορίζει την παροχή ρευστότητας προς τις επιχειρήσεις (Minsky and Adelman, 1960).

Παρ' όλα αυτά, η κατάσταση χρηματοπιστωτικής ευθραυστότητας περιορίζει τον σταθεροποιητικό ρόλο του δημόσιου τομέα για δύο κυρίως λόγους. Πρώτον, η οικονομική κάμψη μειώνει τα έσοδα του δημόσιου τομέα και αυξάνει τις ήδη υψηλές ανάγκες δανεισμού. Αν οι αγορές κεφαλαίου από τις οποίες αντλεί ρευστότητα ο δημόσιος τομέας δείξουν απροθυμία να ικανοποιήσουν τις νέες δανειακές ανάγκες λόγω της εύθραυστης χρηματοπιστωτικής κατάστασής του, η εκάστοτε κυβέρνηση δεν θα μπορέσει να αυξήσει τις δαπάνες της.

Δεύτερον, ένας χρηματοπιστωτικά εύθραυστος δημόσιος τομέας δεν δύναται να αποτελέσει πόλο απορρόφησης των αποταμιεύσεων των νοικοκυριών, γιατί τα ομόλογά του εκτιμώνται ως επένδυση υψηλού ρίσκου. Αυτό μπορεί να υπο-

νομεύσει την προσπάθεια μείωσης της αβεβαιότητας των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων, όπως επίσης και να περιορίσει τη δυνατότητα του δημόσιου τομέα να αντλήσει ρευστότητα προκειμένου να εφαρμόσει δημοσιονομική πολιτική. Συνεπώς η ύπαρξη ενός εύθραυστου χρηματοπιστωτικά δημόσιου τομέα μπορεί να καταστήσει ανενεργή την άσκηση αντικυκλικής πολιτικής σε περιόδους ύφεσης. Αυτό μπορεί να έχει πολλαπλές αρνητικές επιπτώσεις στη συνολική λειτουργία του μακροοικονομικού συστήματος, αφού ο ιδιωτικός τομέας θα στερηθεί χρηματικών εισροών που θα προέρχονταν από την άσκηση της δημοσιονομικής πολιτικής.

Τέλος, ένας εύθραυστος χρηματοπιστωτικά δημόσιος τομέας, που αντιμετωπίζει αφενός περιορισμούς ρευστότητας –οι οποίοι οδηγούν σε προβλήματα φερεγγυότητας– και αφετέρου τον κίνδυνο χρεοκοπίας, είναι πιθανόν να καταφύγει στην πώληση περιουσιακών του στοιχείων και σε αποκρατικοποιήσεις. Ο Minsky θεωρεί αυτή την επιλογή αναπόφευκτη στην περίπτωση των πόνζι οικονομικών μονάδων, η οποία με τη σειρά της ενεργοποιεί μια διαδικασία ύφεσης και αποπληθωρισμού στην οικονομία. Κάτι τέτοιο μπορεί να έχει ως συνέπεια να μειωθεί σημαντικά το συνολικό μέγεθος του δημόσιου τομέα, υπονομεύοντας παράλληλα και τα μελλοντικά του έσοδα. Για τον Minsky αυτό αποτελεί αιτία αστάθειας στη γενικότερη λειτουργία του οικονομικού συστήματος, καθώς η ύπαρξη ενός μεγάλου δημόσιου τομέα (Big Government) είναι μία από τις βασικές προϋποθέσεις για τη μείωση της μεταβλητότητας στην οικονομική δραστηριότητα του ιδιωτικού τομέα.

4. Κυρίαρχες προσεγγίσεις αξιολόγησης της δημοσιονομικής φερεγγυότητας και αξιοπιστίας

Προτού προχωρήσουμε στην αξιολόγηση της χρηματοπιστωτικής κατάστασης του δημόσιου τομέα της Ελλάδας, θεωρούμε χρήσιμη για την παρούσα μελέτη μια σύντομη αναφορά στις κυρίαρχες προσεγγίσεις αξιολόγησης της φερεγγυότητας και της αξιοπιστίας του δημόσιου τομέα μιας οικονομίας. Στόχος μας είναι να σημειώσουμε ορισμένες αδυναμίες αυτών των προσεγγίσεων και ταυτόχρονα να αναδείξουμε τα θετικά στοιχεία της ανάλυσης που βασίζεται στον Minsky.

Η πιο διαδεδομένη προσέγγιση συσχετίζει τη δημοσιονομική φερεγγυότητα με τη διαχρονική συμπεριφορά και την εξέλιξη του λόγου του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ. Η προσέγγιση αυτή στηρίζεται στη χρήση του εισοδηματικού περιορισμού του δημόσιου τομέα (Εξίσωση 1). Διαιρώντας την Εξίσωση (1) με το ΑΕΠ και αναδιατάσσοντας τα μέλη της προκύπτει ότι: [9]

$$d_t - d_{t-1} = r_t d_{t-1} + te_t - tr_t \qquad (6)$$

όπου $r_t = \frac{i_t - \eta_t}{1 + \eta_t}$.

Για την Εξίσωση (6) ισχύει ότι *d* είναι ο λόγος του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ, *te* είναι ο λόγος των πρωτογενών δαπανών προς το ΑΕΠ, *tr* είναι ο λόγος των δημόσιων εσόδων προς το ΑΕΠ και *η* είναι ο ρυθμός μεγέθυνσης του ΑΕΠ· το *r* είναι προσεγγιστικά ίσο με τη διαφορά ανάμεσα στο επιτόκιο δανεισμού και στο ρυθμό μεγέθυνσης του ΑΕΠ.

9. Η παρουσίαση που ακολουθεί βασίζεται, μεταξύ άλλων, στους Hamilton and Flavin (1986), Fullwiler (2007), Aspromourgos et al. (2010) και Cecchetti et al. (2010). Για λόγους απλούστευσης ο πληθωρισμός δεν ενσωματώνεται στις σχετικές εξισώσεις.

Η Εξίσωση (6) υποδηλώνει ότι η διαχρονική συμπεριφορά και η εξέλιξη του λόγου του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ επηρεάζονται τόσο από το πρωτογενές έλλειμμα (και συνεπώς από τα έσοδα και τις πρωτογενείς δαπάνες της γενικής κυβέρνησης) όσο και από το συσσωρευμένο δημόσιο χρέος, λαμβάνοντας υπόψη τη διαφορά του επιτοκίου από το ρυθμό μεγέθυνσης. Θέτοντας το αριστερό μέλος της Εξίσωσης (6) ίσο με το μηδέν, προκύπτει ότι για να παραμένει σταθερό το δημόσιο χρέος προς το ΑΕΠ η επαρκής συνθήκη είναι:

$$(tr_t - te_t) \,/\, d_{t-1} = r_t \tag{7}$$

Από την Εξίσωση (7) διαφαίνεται ότι, αν το επιτόκιο δανεισμού είναι χαμηλότερο από το ρυθμό μεγέθυνσης της οικονομίας, ο λόγος του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ δεν αυξάνεται ακόμη και αν υπάρχουν πρωτογενή ελλείμματα τα οποία δεν ξεπερνούν το όριο $r_t d_{t-1}$.[10] Αντιθέτως, αν το επιτόκιο δανεισμού είναι υψηλότερο από το ρυθμό μεγέθυνσης της οικονομίας, τότε είναι αναγκαία η ύπαρξη πρωτογενών πλεονασμάτων, προκειμένου να είναι εφικτή η σταθεροποίηση του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ. Σε αυτή την περίπτωση, η εξέταση της δημοσιονομικής φερεγγυότητας μπορεί να γίνει χρησιμοποιώντας τον διαχρονικό εισοδηματικό περιορισμό του δημόσιου τομέα, ο οποίος προκύπτει από την Εξίσωση (6):

$$d_0 = \sum_{t=1}^{T} (tr_t - te_t)\left(\frac{1+i}{1+\eta}\right)^{-t} + d_T\left(\frac{1+i}{1+\eta}\right)^{-T} \tag{8}$$

Στην παραπάνω εξίσωση τα σύμβολα d_0 και d_T εκφράζουν το λόγο του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ τη χρονική στιγμή $t = 0$ και $t = T$ αντίστοιχα. Ο δημόσιος τομέας μιας οικονομίας θεωρείται ότι είναι διαχρονικά φερέγγυος όταν η παρούσα αξία του πρωτογενούς του πλεονάσματος είναι ίση με το αρχικό δημόσιο χρέος (βλ. π.χ. Escolano, 2010). Αυτό συμβαίνει όταν:

$$\lim_{T\to\infty} d_T\left(\frac{1+i}{1+\eta}\right)^{-T} = 0 \tag{9}$$

Η Εξίσωση (9) υποδηλώνει ότι το δημόσιο χρέος προς το ΑΕΠ τη χρονική στιγμή T θα επιστρέψει με το πέρασμα του χρόνου στο επίπεδο που βρισκόταν τη χρονική στιγμή 0 (Blanchard et al., 1990, p. 12). Εναλλακτικά, μπορεί να ειπωθεί ότι η Εξίσωση (9) φανερώνει πως δεν ισχύει η συνθήκη πόνζι, δηλαδή ο δημόσιος τομέ-

10. Βλ. για περαιτέρω ανάλυση Aspromourgos et al. (2010). Ορισμένες μελέτες που χρησιμοποιούν αυτή τη συνθήκη για την αξιολόγηση της φερεγγυότητας του δημόσιου τομέα είναι αυτές των Αργείτη (2000), Li (2009) και Cecchetti et al. (2010).

ας δεν αποπληρώνει τους τόκους με καινούργιο δανεισμό σε συστηματική βάση.[11] Αυτό πρακτικά σημαίνει ότι το δημόσιο χρέος μπορεί να αυξάνεται συνεχώς, αρκεί η αύξηση αυτή να μη γίνεται με ρυθμό ίσο ή μεγαλύτερο από $(1+i)/(1+\eta)$.

Προκειμένου να ελεγχθεί η εγκυρότητα ή όχι της συνθήκης πόνζι, οι οικονομετρικές μελέτες που βασίζονται σε αυτή την προσέγγιση ελέγχουν κατά πόσο η χρονολογική σειρά που αναπαριστά την προεξοφλημένη αξία του δημόσιου χρέους είναι στάσιμη (stationary). Αυτό γίνεται με τη χρήση κατάλληλων οικονομετρικών ελέγχων (λόγου χάρη, augmented Dickey-Fuller τεστ, Phillips-Perron τεστ κ.λπ.). Αξίζει να σημειώσουμε πως στη διαδικασία αυτού του ελέγχου κάποιοι ερευνητές υιοθετούν την υπόθεση ότι το επιτόκιο δανεισμού είναι σταθερό (π.χ. Hamilton and Flavin, 1986), ενώ κάποιοι άλλοι υποθέτουν ένα στοχαστικό επιτόκιο (π.χ. Wilcox, 1989· Baglioni and Cherubini, 1993· Makrydakis et al., 1999).

Ένας εναλλακτικός οικονομετρικά τρόπος με τον οποίο μπορεί να ελεγχθεί η εγκυρότητα της Εξίσωσης (9) είναι με τη διερεύνηση της στασιμότητας των χρονοσειρών του πρωτογενούς ελλείμματος και του δημόσιου χρέους ως ποσοστού του ΑΕΠ.[12] Για παράδειγμα, ο Kremers (1989) ελέγχει τη στασιμότητα του χρέους προς το ΑΕΠ και των τόκων προς το ΑΕΠ, ενώ οι Buiter and Patel (1992) και οι Corsetti and Roubini (1991) ελέγχουν τη στασιμότητα τόσο του προεξοφλημένου όσο και του πραγματικού δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ.

Άλλοι ερευνητές επικεντρώνονται στη στασιμότητα του πρωτογενούς ελλείμματος και του δημόσιου χρέους (βλ. Trehan and Walsh, 1991 και Baglioni and Cherubini, 1993). Αν οι χρονοσειρές αυτές είναι στάσιμες, ο δημόσιος τομέας θεωρείται φερέγγυος. Αν είναι στάσιμες πρώτου βαθμού, τότε είναι αναγκαίο να γίνει χρήση του ελέγχου συνολοκλήρωσης (cointegration). Η έλλειψη φερεγγυότητας επιβεβαιώνεται όταν διαπιστώνεται έλλειψη συνολοκλήρωσης (βλ., για παράδειγμα, Smith and Zin, 1991· Αργείτης, 2000· Afonso and Rault, 2010).

Ωστόσο, πρέπει να σημειωθεί ότι οι προαναφερθείσες προσεγγίσεις για τη διατηρησιμότητα του δημόσιου χρέους διακρίνονται από ορισμένες αδυναμίες. Κατ' αρχάς ο Bohn (1995) αναφέρει κάποιες επιφυλάξεις για τη μέθοδο της προ-

11. Βλ., για παράδειγμα, Hamilton and Flavin (1986), Uctum and Wickens (1996) και Escolano (2010).
12. Βλ. Afonso (2005) για μια εκτενή επισκόπηση της βιβλιογραφίας.

εξόφλησης. Συγκεκριμένα, καταθέτει την άποψη ότι ο προεξοφλητικός παράγοντας που χρησιμοποιείται στις σχετικές εξισώσεις δεν θα πρέπει να σχετίζεται με το επιτόκιο δανεισμού. Εκτιμά ότι το επιτόκιο αυτό δεν μπορεί να προσδιορίσει ορθώς τη φερεγγυότητα του δημόσιου τομέα. Αντιθέτως, υποστηρίζει ότι ο προεξοφλητικός παράγοντας θα πρέπει να συνδέεται με την κατανομή των εσόδων και των δαπανών στις διαφορετικές καταστάσεις που αντιμετωπίζει ο δημόσιος τομέας. Αν, για παράδειγμα, παρατηρείται ότι τα φορολογικά έσοδα ή οι δαπάνες προσαρμόζονται προκειμένου να διατηρηθεί ένα συγκεκριμένο επίπεδο χρέους προς το ΑΕΠ, τότε η αντίστοιχη δημοσιονομική πολιτική πρέπει να αξιολογείται ως φερέγγυα, ανεξάρτητα από το επιτόκιο δανεισμού. Επιπλέον, ο Bohn (2005, 2007) επισημαίνει ότι οι παραπάνω οικονομετρικές αναλύσεις για τη φερεγγυότητα του δημόσιου τομέα δεν παράγουν σαφή αποτελέσματα. Μέσα από προσεκτικότερη ανάλυση του διαχρονικού εισοδηματικού περιορισμού οδηγείται στο συμπέρασμα ότι ο περιορισμός αυτός μπορεί να ικανοποιείται ακόμη και όταν οι χρονοσειρές του χρέους και του ελλείμματος δεν είναι στάσιμες ή δεν χαρακτηρίζονται από συνολοκλήρωση. Συνεπώς εκτιμά ότι οι αξιολογήσεις για την αξιοπιστία ή μη του δημόσιου τομέα δεν μπορούν να στηρίζονται σε τέτοιου είδους προσεγγίσεις.

Στο πλαίσιο αυτό ο Bohn (1998) έχει προτείνει μια εναλλακτική μεθοδολογία, η οποία βασίζεται στην εκτίμηση της οικονομετρικής σχέσης μεταξύ του δημόσιου χρέους και του πρωτογενούς ελλείμματος. Ο δημόσιος τομέας θεωρείται φερέγγυος όταν μια αύξηση του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ συνοδεύεται από αύξηση του πρωτογενούς πλεονάσματος (ως ποσοστό του ΑΕΠ). Η λογική είναι πως ο δημόσιος τομέας μιας οικονομίας είναι αξιόπιστος όταν ανταποκρίνεται στην άνοδο του δημόσιου χρέους αυξάνοντας τα πρωτογενή του πλεονάσματα. Η συγκεκριμένη μεθοδολογία έχει εφαρμοστεί από τους Bohn (2005) και Greiner et al. (2007).

Άλλες οικονομετρικές μελέτες επικεντρώνονται στον υπολογισμό του ορίου του πρωτογενούς ελλείμματος που δεν πρέπει να ξεπεραστεί προκειμένου το δημόσιο χρέος να μην υπερβεί την τιμή που έχει τεθεί ως επιθυμητός στόχος (βλ. Bagnai, 2004· Ostry et al., 2010). Για παράδειγμα, οι Uctum and Wickens (1996) ορίζουν ως δημοσιονομικό περιθώριο την απαιτούμενη προσαρμογή στα δημόσια έσοδα σε σχέση με το σημερινό επίπεδο των εσόδων, ώστε το δημόσιο χρέος να γίνει ίσο με το 60% του ΑΕΠ. Στη συνέχεια προχωράνε στον προσδιορισμό αυτού

που αποκαλούν δείκτη δημοσιονομικής προσαρμογής. Όταν ο δείκτης πάρει θετικές τιμές, δηλαδή όταν τα επιθυμητά μελλοντικά έσοδα που είναι απαραίτητα για να κυμανθεί το δημόσιο χρέος στο 60% του ΑΕΠ είναι μεγαλύτερα από αυτά που υπάρχουν την παρούσα περίοδο, σημαίνει ότι είναι αναγκαία περαιτέρω έσοδα προκειμένου να επιτευχθεί ο αρχικός στόχος. Παρόμοιας λογικής είναι και οι μελέτες των Blanchard (1990), Blanchard et al. (1990) και Bhatt (2010).

Ιδιαίτερα διαδεδομένη είναι πρόσφατα και η προσέγγιση που εξετάζει την πιθανή μελλοντική εξέλιξη του δημόσιου χρέους κάτω από εναλλακτικά σενάρια σχετικά με το πραγματικό επιτόκιο, την πραγματική οικονομική μεγέθυνση και το πρωτογενές ισοζύγιο (π.χ. Becker et al., 2010· Cecchetti et al., 2010· Cottarelli and Schaechter, 2010· Μαλλιαρόπουλος, 2010· Μαριόλης και Παπουλής, 2010· Korliras and Monogios, 2010). Η μεθοδολογία αυτή χρησιμοποιεί τον εισοδηματικό περιορισμό του δημόσιου τομέα και προϋποθέτει τη διατύπωση εναλλακτικών μακροοικονομικών σεναρίων καθώς και εναλλακτικών υποθέσεων για το κόστος δανεισμού.

Τέλος, ιδιαίτερη αναφορά αξίζει να γίνει σε μία από τις μεθοδολογίες που χρησιμοποιεί το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο (International Monetary Fund – IMF) και η Παγκόσμια Τράπεζα (World Bank) για την ταξινόμηση της δημοσιονομικής φερεγγυότητας των αναπτυσσόμενων χωρών σε ασθενή, μέτρια και ισχυρή. Οι οργανισμοί αυτοί υπολογίζουν, μεταξύ άλλων, το λόγο των τόκων προς τα φορολογικά έσοδα και προσδιορίζουν μία μέγιστη τιμή πάνω από την οποία θεωρείται ότι ο δημόσιος τομέας έχει μεγαλύτερη πιθανότητα να αντιμετωπίσει προβλήματα. Επίσης, εξετάζουν –με τη βοήθεια εναλλακτικών σεναρίων– την επίπτωση μιας αύξησης του επιτοκίου στην ικανότητα του δημόσιου τομέα να αποπληρώσει τις δανειακές του υποχρεώσεις. Ένα παράδειγμα χρήσης αυτής της μεθοδολογίας είναι η μελέτη των Hernandez and Gamarra (2010). Στόχος της είναι η κατάταξη των χωρών της Αφρικής σε χαμηλές, μεσαίου, υψηλού κινδύνου ή σε κατάσταση κρίσης ως προς την αποπληρωμή του χρέους. Αξίζει πάντως να επισημανθεί ότι η συγκεκριμένη μελέτη δεν εστιάζεται στην αποπληρωμή των χρεολυσίων ούτε και στην επίδραση του οικονομικού κύκλου.[13]

13. Βλ. IMF (2009) για κάποιες προτάσεις σχετικά με το πώς μπορεί να ληφθεί υπόψη η κυκλικότητα της οικονομίας.

Κάνοντας μία συνολική κριτική αξιολόγηση των παραπάνω προσεγγίσεων, χρειάζεται να σημειωθούν τα εξής: Πρώτον, όπως ήδη έχει τονιστεί, η πλειονότητα των προσεγγίσεων αυτών συνδέει τη φερεγγυότητα του δημόσιου τομέα με την εξέλιξη του λόγου του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ. Παρόλο που ο συγκεκριμένος λόγος δύναται να προσφέρει σημαντικές πληροφορίες για τη δημοσιονομική κατάσταση μιας χώρας, χαρακτηρίζεται από το μειονέκτημα ότι δεν μας παρέχει μια συνολική εικόνα σχετικά με τις δανειακές υποχρεώσεις και ανάγκες, και εν γένει την κατάσταση ρευστότητας του δημόσιου τομέα. Για παράδειγμα, είναι ενδεικτικό ότι δύο χώρες είναι πιθανόν να έχουν τον ίδιο λόγο δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ, αλλά η μία από τις δύο μπορεί να έχει πολύ περισσότερες δανειακές υποχρεώσεις και ανάγκες επειδή, για παράδειγμα, έχει μικρότερη υπολειπόμενη φυσική διάρκεια χρέους, δανείζεται σε υψηλότερο επιτόκιο ή επειδή έχει πολύ υψηλότερη φοροδιαφυγή και συνεπώς μειωμένα έσοδα.[14]

Δεύτερον, στις παραπάνω αναλύσεις δεν γίνεται αναφορά στην επίδραση που δύναται να έχει ο τρόπος χρήσης των δανειακών πόρων στη διατηρησιμότητα του χρέους. Δύο χώρες μπορεί σε μία συγκεκριμένη περίοδο να έχουν παρόμοιες ανάγκες σε δανεισμό, αλλά η διαχρονική φερεγγυότητα του δημόσιου τομέα να είναι τελείως διαφορετική αν η μία χώρα χρησιμοποιεί τα κεφάλαια που δανείζεται σε επενδύσεις, ενώ η άλλη επικεντρώνεται στη χρήση των κεφαλαίων αυτών για καταναλωτικούς σκοπούς.[15] Είναι σαφές ότι η πρώτη χώρα έχει περισσότερες πιθανότητες να ανταποκριθεί στο μέλλον στις δανειακές της υποχρεώσεις χωρίς προβλήματα σε σχέση με τη δεύτερη, η οποία ουσιαστικά υιοθετεί μια πιο βραχυπρόθεσμη λογική στη χρήση των δανείων της.

Τρίτον, θα μπορούσε κάποιος να ισχυριστεί ότι οι προσεγγίσεις που υιοθετούν τη διαδικασία της προεξόφλησης βασίζονται σε ορισμένες σχετικά αυθαίρετες υποθέσεις για την εξέλιξη μεγεθών όπως το επιτόκιο δανεισμού (βλ. επίσης την κριτική του Bohn παραπάνω). Δεδομένου ότι η εξέλιξη των οικονομιών χαρακτηρίζεται από την αρχή της θεμελιώδους αβεβαιότητας (Davidson, 2002), η υιοθέτηση ντετερμινιστικών προσεγγίσεων μπορεί να οδηγήσει σε επισφαλή

14. Για ένα παρόμοιο επιχείρημα αναφορικά με την αποτύπωση της δημοσιονομικής κατάστασης των αναπτυσσόμενων χωρών βλ. IMF (2004, p. 14).

15. Για ένα παρόμοιο επιχείρημα που αναφέρεται στην περίπτωση του εξωτερικού χρέους βλ. Kregel (2004, 2007).

συμπεράσματα. Από τη δική μας σκοπιά, περισσότερο ορθή είναι η μεθοδολογία που βασίζεται στη χρήση εναλλακτικών σεναρίων για τις οικονομικές πολιτικές και το γενικότερο μακροοικονομικό περιβάλλον, αναγνωρίζοντας παράλληλα την αδυναμία των συγκεκριμένων σεναρίων να καλύψουν όλο το φάσμα των πιθανών εξελίξεων.

Η προσέγγιση που ακολουθούμε στην παρούσα μελέτη λαμβάνει υπόψη τα παραπάνω σημεία. Συγκεκριμένα, σε αντίθεση με το λόγο δημόσιο χρέος προς ΑΕΠ, ο ΔΕΧΚ –που προτάθηκε στην προηγούμενη ενότητα και βασίζεται στη σύγκριση των εισροών και των εκροών του δημόσιου τομέα– μπορεί να αποτυπώσει με μεγαλύτερη ακρίβεια την τρέχουσα ρευστότητα του δημόσιου τομέα και άρα το μέγεθος της ανάγκης για νέο δανεισμό. Η παράλληλη χρήση των στατιστικών στοιχείων που αφορούν την υπολειπόμενη φυσική διάρκεια του χρέους και την κατανομή του σε εσωτερικό και εξωτερικό μπορεί να δώσει περαιτέρω πληροφόρηση για τη δυναμική του εν λόγω δείκτη στο επόμενο χρονικό διάστημα και για τις πιθανές δυσκολίες στη διαδικασία εξεύρεσης δανειακών πόρων. Ακολουθώντας αυτή τη μέθοδο, μπορούμε να αξιολογήσουμε τη δυναμική της ρευστότητας, η οποία, όπως ειπώθηκε και παραπάνω, είναι αυτή που εντέλει καθορίζει τη φερεγγυότητα του δημόσιου τομέα.

Επίσης, η αξιολόγηση της χρηματοοικονομικής κατάστασης του δημόσιου τομέα συνοδεύεται, όπως θα δούμε παρακάτω για την περίπτωση της Ελλάδας, από τη χρήση εναλλακτικών σεναρίων για τα έσοδα, τις δαπάνες, τους τόκους και τα χρεολύσια του δημόσιου τομέα. Με αυτό τον τρόπο μπορεί να διαπιστωθεί σε ποιο βαθμό τα πιθανά προβλήματα ρευστότητας θα παραμείνουν το επόμενο διάστημα. Τέλος, γίνεται ιδιαίτερη αναφορά στη σχέση των επενδυτικών δαπανών του δημόσιου τομέα με το ΔΕΧΚ, λαμβάνοντας υπόψη την παραπάνω παρατήρηση για τη σχέση της φερεγγυότητας με τον τρόπο αξιοποίησης των δανειακών πόρων.

Συνολικά, θεωρούμε ότι η υιοθέτηση της προσέγγισης που βασίζεται στον Minsky μπορεί να προσφέρει μια πιο ολοκληρωμένη εικόνα της χρηματοπιστωτικής κατάστασης του δημόσιου τομέα, των περιορισμών φερεγγυότητας και ρευστότητας που αυτή δημιουργεί και της πιθανότητας δημοσιονομικής χρεοκοπίας μιας οικονομίας.

5. Η χρηματοπιστωτική κατάσταση του δημόσιου τομέα της Ελλάδας

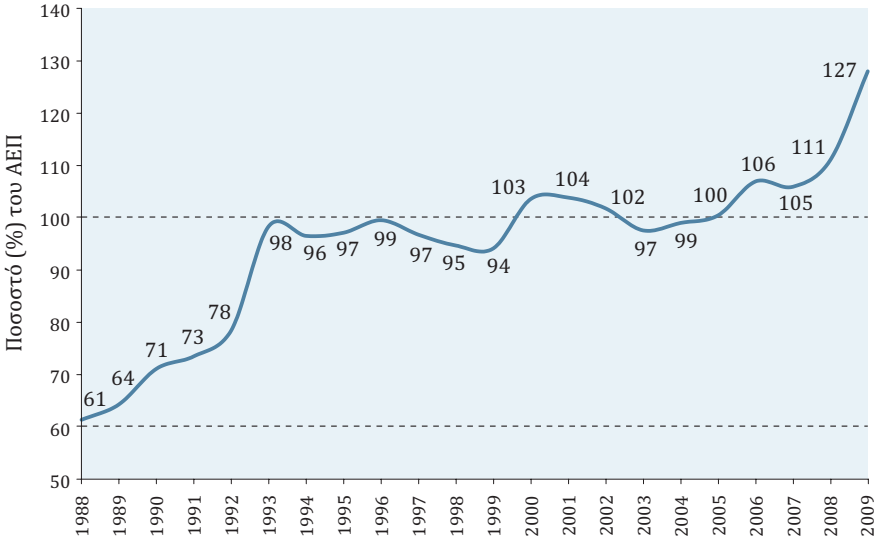
Κύριος στόχος της παρούσας ενότητας είναι η ποσοτική εκτίμηση του ΔΕΧΚ τόσο για τη γενική όσο και για την κεντρική κυβέρνηση της Ελλάδας.[16] Συμπληρωματικά, αλλά αναγκαία, παραθέτουμε στοιχεία για την υπολειπόμενη φυσική διάρκεια του χρέους της κεντρικής κυβέρνησης καθώς και για την κατανομή του εσωτερικού και του εξωτερικού χρέους στο συνολικό χρέος της γενικής κυβέρνησης. Όπως τονίσαμε παραπάνω, η παράθεση αυτών των πληροφοριών είναι χρήσιμη, καθώς συμβάλλει στη διαμόρφωση μιας πληρέστερης εικόνας για τη χρηματοπιστωτική κατάσταση του δημόσιου τομέα. Στην υποενότητα 5.2 επιχειρούμε μια ερμηνεία της διαχρονικής εξέλιξης του ΔΕΧΚ και στοιχειοθετούμε τους παράγοντες που φαίνεται να έχουν παίξει βασικό ρόλο στη διαμόρφωσή του. Τέλος, στην υποενότητα 5.3 παρατίθενται εκτιμήσεις για το ΔΕΧΚ τα επόμενα χρόνια και αξιολογούνται συνοπτικά οι συνέπειες στη βιωσιμότητα της χρηματοπιστωτικής κατάστασης του δημόσιου τομέα από την εφαρμογή του ΜΟΧΠ και του ΜΠΔΣ.

5.1 Παρουσίαση του ΔΕΧΚ

Στα Διαγράμματα 1 και 2 παρουσιάζουμε την εξέλιξη αφενός του λόγου του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ της Ελλάδας και αφετέρου του δημόσιου χρέους

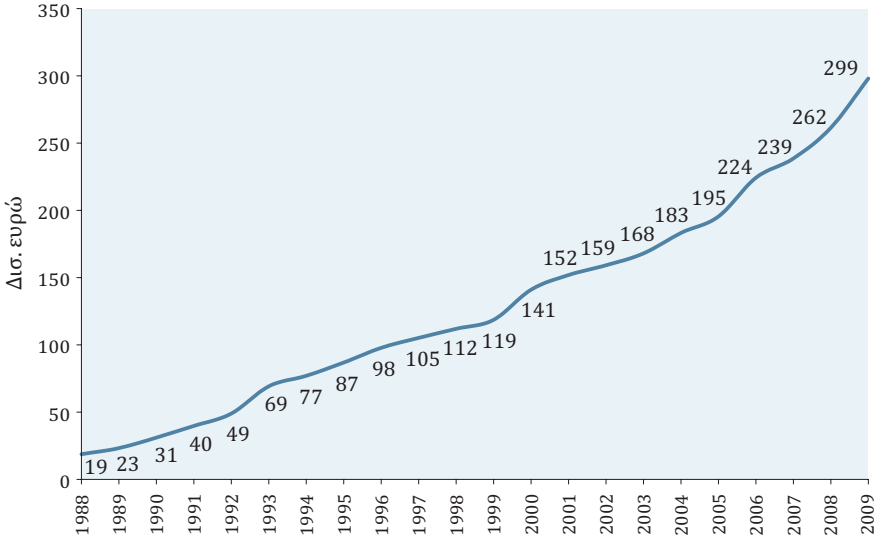
16. Για τις πηγές των στοιχείων που χρησιμοποιούνται στην ενότητα αυτή βλ. το Παράρτημα. Αξίζει να σημειωθεί ότι στην παρούσα μελέτη ο όρος «δημόσιος τομέας» χρησιμοποιείται σε ορισμένες περιπτώσεις εναλλακτικά με τον όρο «γενική κυβέρνηση». Ωστόσο, χρειάζεται να διευκρινιστεί ότι ο δημόσιος τομέας είναι ευρύτερος από τη γενική κυβέρνηση, αφού περιλαμβάνει και τις δημόσιες επιχειρήσεις οι οποίες παράγουν προϊόντα και υπηρεσίες που διατίθενται στην αγορά. Για περισσότερες λεπτομέρειες βλ. Lienert (2009, p. 11).

Διάγραμμα 1: Δημόσιο χρέος ως ποσοστό (%) του ΑΕΠ, Ελλάδα, 1988-2009



Πηγή: AMECO

Διάγραμμα 2: Δημόσιο χρέος σε δισ. ευρώ, Ελλάδα, 1988-2009



Πηγή: AMECO

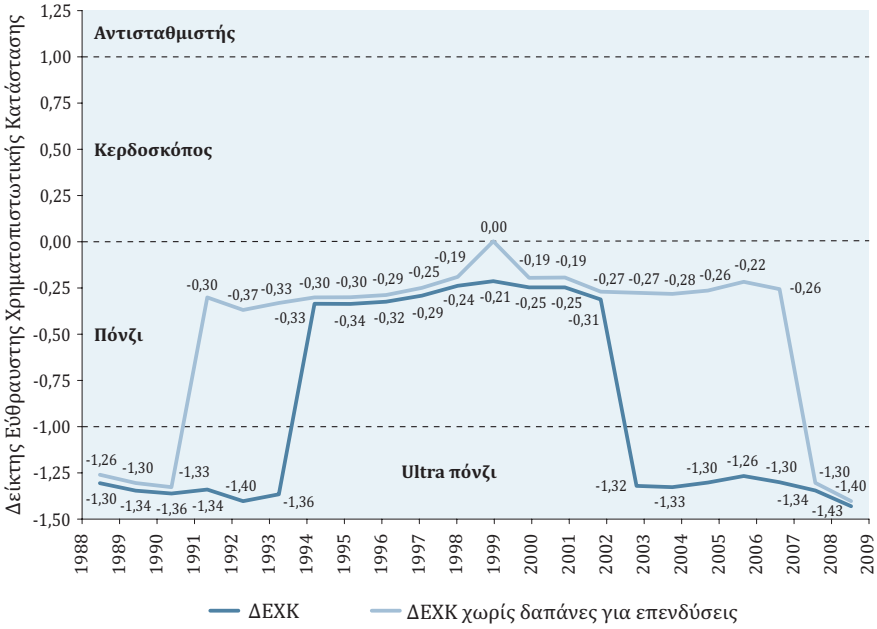
σε ονομαστική αξία για το διάστημα 1988-2009. Παρατηρούμε μια σχεδόν συνεχή αύξησή τους από το 1988 μέχρι σήμερα, εξέλιξη που αποτυπώνει την εξάρτηση της ασκούμενης δημοσιονομικής πολιτικής από τη δανειακή χρηματοδότηση. Η μικρή μείωση που σημειώνεται στα τέλη της δεκαετίας του 1990 στο λόγο του χρέους προς το ΑΕΠ οφείλεται στους ραγδαίους ρυθμούς οικονομικής μεγέθυνσης της Ελλάδας κατά την εν λόγω περίοδο· συνδέεται επίσης με την άσκηση περιοριστικής δημοσιονομικής πολιτικής στο πλαίσιο της προσπάθειας της χώρας να εκπληρώσει τους προαπαιτούμενους στόχους για την είσοδό της στην Οικονομική και Νομισματική Ένωση (ΟΝΕ).

Τα ερωτήματα που αμέσως δημιουργούνται από την υπερσυσσώρευση δημόσιου χρέους της Ελλάδας είναι: Πόσο βιώσιμη είναι η δυναμική του δημόσιου χρέους της χώρας; Ποιες είναι οι δανειακές υποχρεώσεις και οι ανάγκες που δημιουργεί; Πόσο εύθραυστη είναι η χρηματοπιστωτική κατάσταση του ελληνικού δημόσιου τομέα; Πόσο φερέγγυα και αξιόπιστη είναι η Ελλάδα στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου;

Στο Διάγραμμα 3 παρουσιάζεται για την περίοδο 1988-2009 ο ΔΕΧΚ, βάσει της Εξίσωσης 5, για τον δημόσιο τομέα της Ελλάδας.[17] Χρησιμοποιούμε δύο εκδοχές: στην πρώτη εκδοχή ο δείκτης κατασκευάζεται με βάση τα συνολικά έσοδα και τις συνολικές πρωτογενείς δαπάνες (*TR* και *TE*)· στη δεύτερη εκδοχή χρησιμοποιούνται τα συνολικά έσοδα και οι συνολικές πρωτογενείς δαπάνες, έχοντας όμως αφαιρέσει τις δαπάνες για επενδύσεις. Η αφαίρεση των επενδυτικών δαπανών

17. Δεδομένου ότι ο ΔΕΧΚ έχει στόχο την αποτίμηση των προβλημάτων ρευστότητας, τα στοιχεία που χρησιμοποιούνται για την κατασκευή του είναι θεωρητικά ορθότερο να είναι ταμειακής βάσης. Ωστόσο, στην παρούσα ανάλυση ο δείκτης κατασκευάζεται με βάση τα στοιχεία δεδουλευμένης βάσης. Ο βασικός λόγος είναι ότι με αυτό τον τρόπο αυξάνεται η συγκρισιμότητα των στοιχείων που αναφέρονται στην περίοδο πριν από το 2010 με τις προβλέψεις του IMF (2011a, 2011b) που θα χρησιμοποιήσουμε παρακάτω για το διάστημα 2011-2015, οι οποίες στηρίζονται σε στοιχεία δεδουλευμένης βάσης. Επιπλέον, έχοντας ως βάση τα στοιχεία του IMF (2011a, 2011b) οι τόκοι που χρησιμοποιούνται στην παρούσα μελέτη δεν ενσωματώνουν τις καθαρές ροές καταβολής τόκων που προκύπτουν από συμφωνίες ανταλλαγής και από προθεσμιακές συμβάσεις επιτοκίου, όπως προβλέπεται από τη διαδικασία υπερβολικού ελλείμματος (excessive deficit procedure). Θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι συγκεκριμένες μεθοδολογικές επιλογές δεν επηρεάζουν τα βασικά συμπεράσματα της ανάλυσης.

Διάγραμμα 3: Δείκτης Εύθραυστης Χρηματοπιστωτικής Κατάστασης (ΔΕΧΚ), γενική κυβέρνηση, Ελλάδα, 1988-2009



Πηγή: Eurostat, Τράπεζα της Ελλάδος και Υπουργείο Οικονομικών

βασίζεται στη λογική ότι οι συγκεκριμένες δαπάνες έχουν σε γενικές γραμμές πολλαπλασιαστικά οφέλη στην οικονομία, συμβάλλοντας στη μελλοντική ανάπτυξη μιας χώρας και κατ' επέκταση στα έσοδα που μπορεί να προέλθουν από τη φορολογία.[18] Συνεπώς, παρόλο που οι επενδυτικές δαπάνες μπορεί να επιβαρύνουν βραχυπρόθεσμα τη χρηματοπιστωτική κατάσταση του δημόσιου τομέα, δύνανται να έχουν μεσομακροπρόθεσμα ευνοϊκές επιπτώσεις σε αυτήν. Για το λόγο αυτό έχει ενδιαφέρον να εξεταστεί η ευαισθησία του ΔΕΧΚ όταν δεν συμπεριλαμβάνονται οι επενδυτικές δαπάνες στο σύνολο των πρωτογενών δαπανών.

Το βασικό συμπέρασμα που προκύπτει από το Διάγραμμα 3 είναι πως την υπό εξέταση περίοδο η χρηματοοικονομική κατάσταση του δημόσιου τομέα στην Ελλάδα κυμαινόταν μεταξύ της πόνζι και της ultra πόνζι κατάστασης. Διαφαίνεται ότι η χρηματοδότηση των δανειακών υποχρεώσεων του δημόσιου τομέα στηρί-

18. Βλ. επίσης και το σχετικό σχόλιο στην Ενότητα 4.

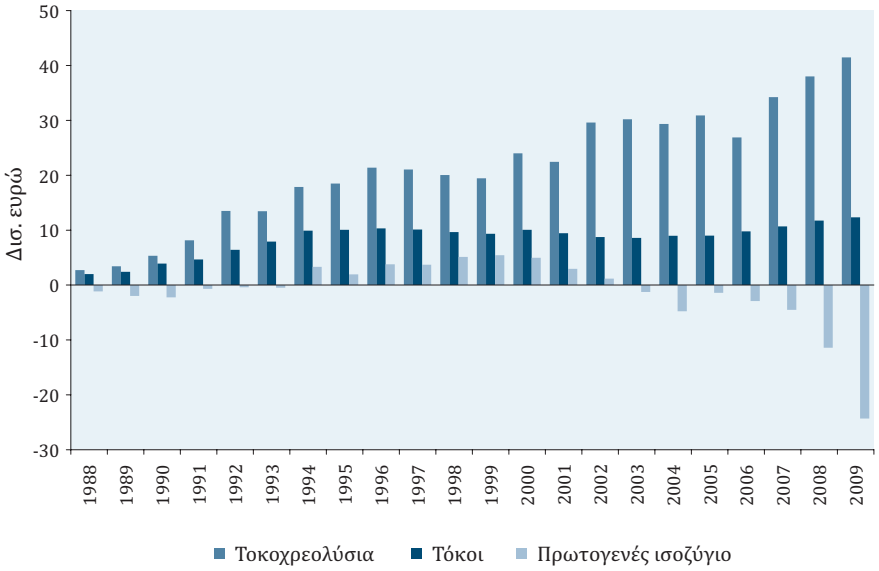
χτηκε στον νέο δανεισμό, αφού τα εισπραχθέντα έσοδα δεν μπορούσαν για μεγάλες χρονικές περιόδους να καλύψουν το σύνολο των πρωτογενών δαπανών. Μια πιο συγκεκριμένη ανάλυση του διαγράμματος δείχνει ότι με βάση την πρώτη εκδοχή του ΔΕΧΚ ο δημόσιος τομέας χαρακτηρίζεται πόνζι από το 1994 έως το 2002. Αυτό σημαίνει ότι κατά τα συγκεκριμένα έτη καταγράφεται πρωτογενές πλεόνασμα, το οποίο όμως δεν ήταν επαρκές για να καλύψει το σύνολο των τόκων. Την υπόλοιπη περίοδο, από το 1988 έως το 1993 και από το 2003 έως το 2009, ο δημόσιος τομέας κατατάσσεται ως ultra πόνζι εξαιτίας της ύπαρξης πρωτογενών ελλειμμάτων.

Η εικόνα είναι παρόμοια και με τη δεύτερη εκδοχή του ΔΕΧΚ, αν και εξ ορισμού η εκδοχή αυτή σκιαγραφεί μια λιγότερο εύθραυστη χρηματοπιστωτική κατάσταση. Ειδικότερα, παρατηρούμε ότι με βάση τη δεύτερη εκδοχή ο ελληνικός δημόσιος τομέας χαρακτηρίζεται πόνζι από το 1991 έως το 2007· το 1999 είναι οριακά κερδοσκόπος, ενώ τις υπόλοιπες χρονιές κατατάσσεται ως ultra πόνζι. Η αφαίρεση των επενδυτικών δαπανών δεν φαίνεται συνεπώς ικανή να μετατρέψει τον δημόσιο τομέα σε κερδοσκόπο για περισσότερο από μία χρονιά.

Αξίζει να σημειωθεί ότι ο ΔΕΧΚ εμφανίζει τις χαμηλότερες τιμές του στη διάρκεια του πολιτικού-εκλογικού κύκλου που ταυτίζεται με τη διακυβέρνηση της χώρας από τη Νέα Δημοκρατία, τις περιόδους 1990-1993 και 2004-2009. Πρέπει, ωστόσο, να επισημανθεί ότι η δημοσιονομική διαχείριση της εκάστοτε κυβέρνησης προσδιορίζει μόνο την κατάσταση του πρωτογενούς ισοζυγίου. Οι δανειακές υποχρεώσεις αποτυπώνουν τη δημοσιονομική διαχείριση προηγούμενων ετών. Συνεπώς θα ήταν λάθος να ταυτιστεί η τιμή του ΔΕΧΚ αποκλειστικά με τη δημοσιονομική πολιτική της εκάστοτε κυβέρνησης. Βέβαια, αυτό δεν αναιρεί την ευθύνη των κυβερνήσεων οι οποίες έχουν διαχειριστεί την ελληνική οικονομία για την εξέλιξη των πρωτογενών ελλειμμάτων, που είναι η αναγκαία και επαρκής συνθήκη για την κατάταξη του δημόσιου τομέα στην ultra πόνζι κατάσταση.

Συνοψίζοντας, αυτό το οποίο προκύπτει με βάση τα στοιχεία του Διαγράμματος 3 είναι ότι ο δημόσιος τομέας στην Ελλάδα ήταν χρηματοπιστωτικά εύθραυστος για μεγάλα διαστήματα πριν από την εκδήλωση της δημοσιονομικής κρίσης. Στη διάρκεια της δεκαετίας του 1990 αυτό δεν δημιούργησε πρόβλημα στη δυνατότητα νέου δανεισμού της χώρας λόγω τεσσάρων κυρίως αιτιών: της νομισματικής ανεξαρτησίας της Ελλάδας, των υψηλών ρυθμών οικονομικής μεγέθυνσης,

Διάγραμμα 4: Τόκοι, τοκοχρεολύσια και πρωτογενές ισοζύγιο σε δισ. ευρώ, γενική κυβέρνηση, Ελλάδα, 1988-2009



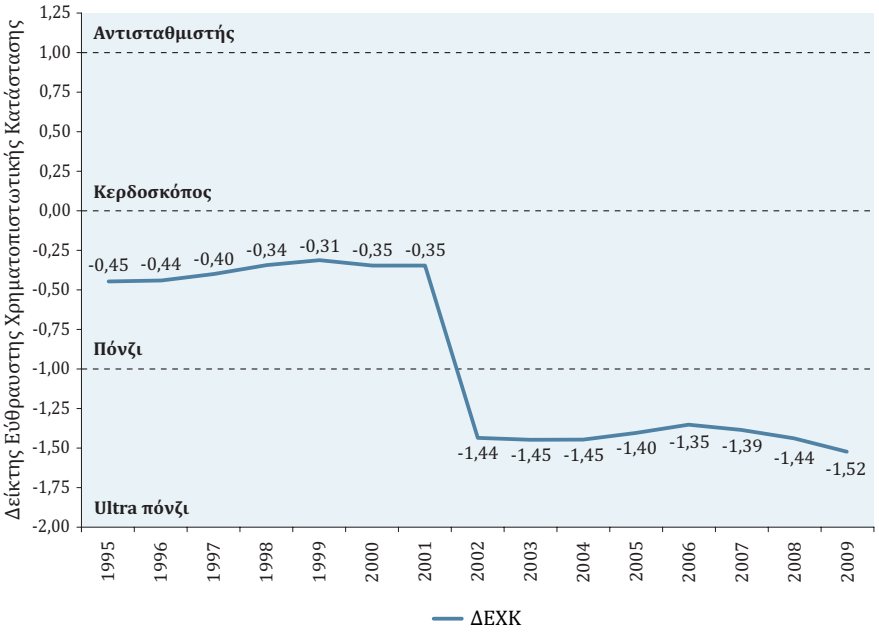
Πηγή: Eurostat, Τράπεζα της Ελλάδος και Υπουργείο Οικονομικών

της προοπτικής ένταξης της χώρας στην ΟΝΕ και της χαλαρότερης διαχείρισης του πιστωτικού ρίσκου στις διεθνείς αγορές ομολόγων.

Το Διάγραμμα 4 αποτυπώνει το μέγεθος των τόκων, των τοκοχρεολυσίων και του πρωτογενούς ισοζυγίου της γενικής κυβέρνησης. Παρατηρούμε τη μεγάλη ανισορροπία του δημοσιονομικού ισοζυγίου, που σταθερά υπονομεύει την αξιοπιστία και τη φερεγγυότητα της χώρας, όπως αυτή προσδιορίζεται από την αδυναμία του δημόσιου τομέα να δημιουργεί επαρκή πρωτογενή πλεονάσματα προκειμένου να καλύψει τουλάχιστον τους τόκους. Παρατηρούμε επίσης τη σχεδόν σταθερή αύξηση των τοκοχρεολυσίων, η οποία γίνεται ιδιαίτερα εμφανής την περίοδο 2007-2009.

Στο Διάγραμμα 5 παραθέτουμε το ΔΕΧΚ κάνοντας χρήση των δημοσιονομικών μεγεθών, για τα συνολικά έσοδα και τις συνολικές πρωτογενείς δαπάνες, που αφορούν αποκλειστικά την κεντρική κυβέρνηση της Ελλάδας την περίοδο 1995-2009. Συνολικά παρατηρούμε ότι η κατηγοριοποίηση της κεντρικής κυβέρνησης είναι σχεδόν ταυτόσημη με αυτή του συνόλου του δημόσιου τομέα, η οποία

Διάγραμμα 5: Δείκτης Εύθραυστης Χρηματοπιστωτικής Κατάστασης (ΔΕΧΚ), κεντρική κυβέρνηση, Ελλάδα, 1995-2009

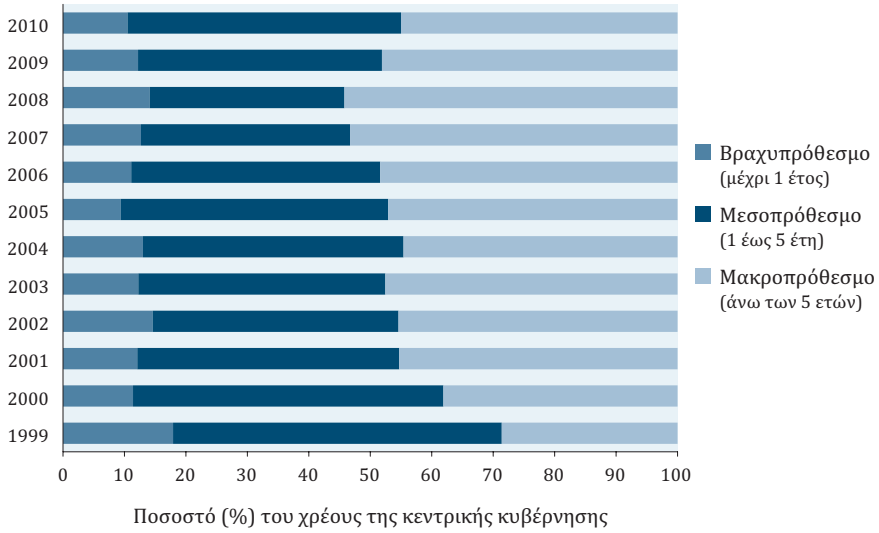


Πηγή: Eurostat και Υπουργείο Οικονομικών

αποτυπώθηκε στο Διάγραμμα 3 για το ίδιο διάστημα. Η μόνη διαφορά είναι ότι με βάση τα στοιχεία της κεντρικής κυβέρνησης ο ΔΕΧΚ γίνεται μικρότερος του -1 από το 2002 και όχι από το 2003, όπως παρατηρείται στην περίπτωση της γενικής κυβέρνησης. Σε γενικές γραμμές, αυτό φανερώνει τις χρηματοπιστωτικές αδυναμίες του στενού δημόσιου τομέα.

Στο σημείο αυτό είναι σημαντικό να σημειωθούν τα εξής: η ίδια τιμή του ΔΕΧΚ γενικής κυβέρνησης πριν από και μετά το 2001 δεν συνεπάγεται τον ίδιο κίνδυνο προβλημάτων φερεγγυότητας, ρευστότητας και αξιοπιστίας ως προς την εξυπηρέτηση των δανειακών υποχρεώσεων. Ο λόγος είναι ότι πριν από το 2001 η Ελλάδα ήταν ανεξάρτητη νομισματικά και είχε τη δυνατότητα δανεισμού από τις νομισματικές αρχές της χώρας, που μπορούσαν να λειτουργήσουν ως «δανειστές της εσχάτης προσφυγής». Αντίθετα, μετά το 2001 και την ένταξη της Ελλάδας στην ΟΝΕ, η χώρα απώλεσε τη νομισματική της ανεξαρτησία. Αυτό –σε συνδυασμό με το θεσμικό έλλειμμα που δημιούργησε η Συνθήκη του Μάαστριχτ ως προς τη δυ-

Διάγραμμα 6: Εκατοστιαία διάρθρωση του χρέους σε βραχυπρόθεσμο, μεσοπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο, κεντρική κυβέρνηση, Ελλάδα, 1999-2010



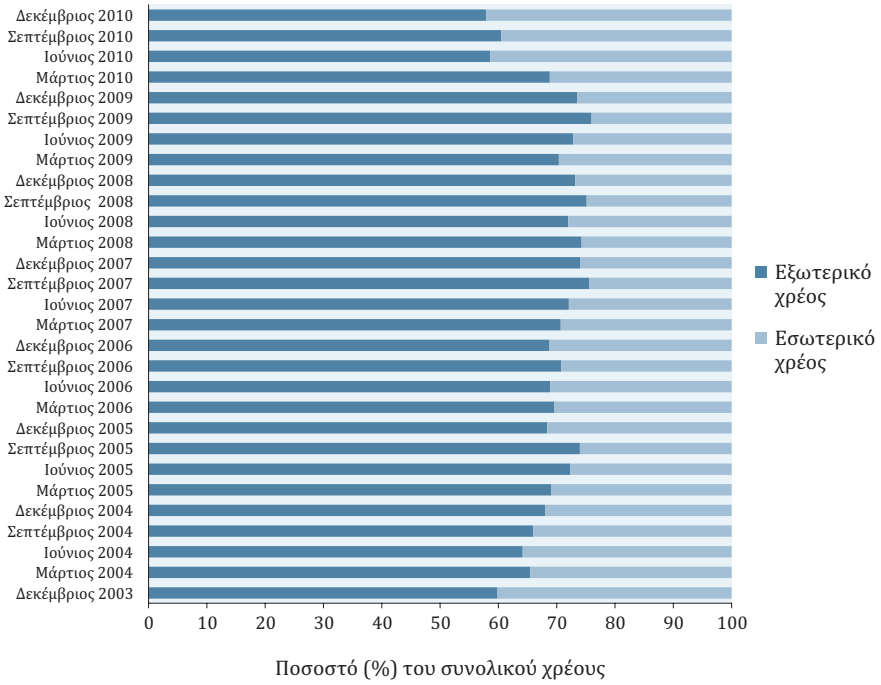
Πηγή: Υπουργείο Οικονομικών

Σημείωση: Η υπολειπόμενη φυσική διάρκεια του χρέους το 2010 αναφέρεται στις 31/10.

νατότητα άσκησης κοινής δημοσιονομικής πολιτικής και την απαγόρευση αγοράς εθνικού κρατικού χρέους από το ΕΣΚΤ– οδήγησε στον εγκλωβισμό της Ελλάδας στις διεθνείς κερδοσκοπικές αγορές ομολόγων για αναζήτηση δανειακών κεφαλαίων. Η εξέλιξη αυτή διαμόρφωσε ένα νέο δημοσιονομικό περιβάλλον, το οποίο σε σημαντικό βαθμό προσδιορίζεται από τις προσδοκίες των επενδυτών ως προς τη φερεγγυότητα της δανειζόμενης χώρας, την προτίμηση ρευστότητάς τους, την αξιολόγηση του ρίσκου δανεισμού των κεφαλαίων τους και την κερδοσκοπική συμπεριφορά τους.

Επιπλέον, όπως αναφέρθηκε στην Ενότητα 3, για τη συνεκτίμηση της χρηματοπιστωτικής κατάστασης του δημόσιου τομέα είναι αναγκαίο να αξιολογηθεί τόσο η υπολειπόμενη φυσική διάρκεια του χρέους όσο και το ποσοστό του εξωτερικού χρέους στο σύνολο του δημόσιου χρέους. Στο Διάγραμμα 6 αποτυπώνεται η υπολειπόμενη φυσική διάρκεια του χρέους σκιαγραφώντας την εξέλιξη του βραχυπρόθεσμου (μέχρι 1 έτος), του μεσοπρόθεσμου (1 έως 5 έτη) και του μακροπρόθεσμου (άνω των 5 ετών) χρέους της κεντρικής κυβέρνησης το διάστημα 1999-2010. Παρατηρούμε ότι τα πρώτα χρόνια μετά την ένταξη της Ελλάδας στην

Διάγραμμα 7: Εσωτερικό και εξωτερικό χρέος ως ποσοστό (%) του συνολικού χρέους, γενική κυβέρνηση, Ελλάδα, Δεκέμβριος 2003-Δεκέμβριος 2010

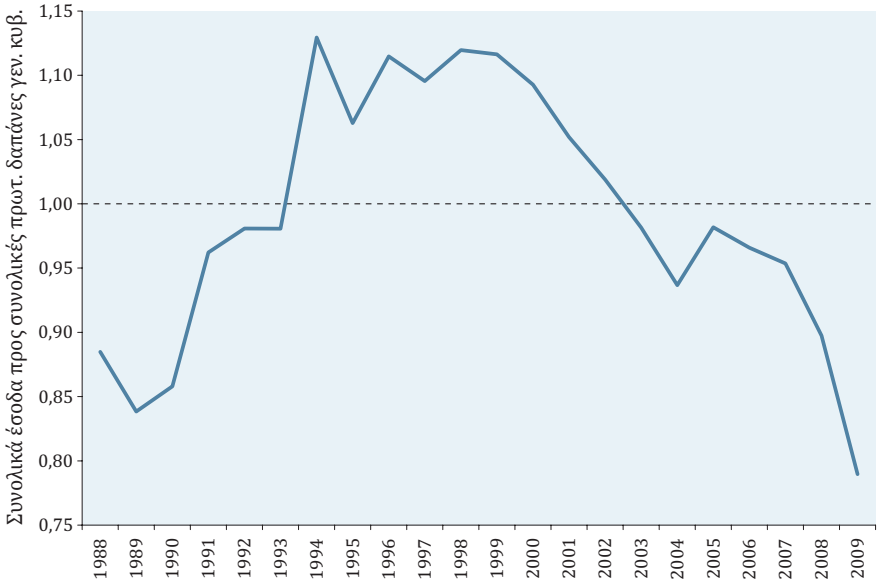


Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδος και Eurostat

ΟΝΕ υπήρξε μείωση στο ποσοστό του αθροίσματος του βραχυπρόθεσμου και του μεσοπρόθεσμου χρέους, η οποία πιθανότατα να οφείλεται στην επιλογή των κυβερνήσεων του ΠΑΣΟΚ να δανειστούν με ομόλογα μακροπρόθεσμης διάρκειας. Αν και η επιλογή αυτή περιόρισε τις δανειακές υποχρεώσεις της χώρας τα αμέσως επόμενα χρόνια, φαίνεται ωστόσο ότι τις μετακύλισε προς το τέλος της δεκαετίας του 2000, οπότε και παρατηρείται άνοδος στο άθροισμα του βραχυπρόθεσμου και του μεσοπρόθεσμου χρέους ως ποσοστό του συνολικού χρέους. Αυτό πιθανόν να εξηγεί τη σημαντική αύξηση των χρεολυσίων και τη μείωση της τιμής του ΔΕΧΚ μετά το 2007.

Το Διάγραμμα 7 δείχνει την εξέλιξη του εξωτερικού δημόσιου χρέους μετά το 2003. Παρατηρείται σταδιακή αύξηση στο μερίδιο του εξωτερικού χρέους από 60% σε 75% κατά προσέγγιση. Είναι μάλιστα ενδεικτικό ότι η ανώτερη τιμή στο μερίδιο του εξωτερικού χρέους καταγράφεται τον Σεπτέμβριο του 2009, λίγο πριν

Διάγραμμα 8: Συνολικά έσοδα προς συνολικές πρωτογενείς δαπάνες, γενική κυβέρνηση, Ελλάδα, 1988-2009



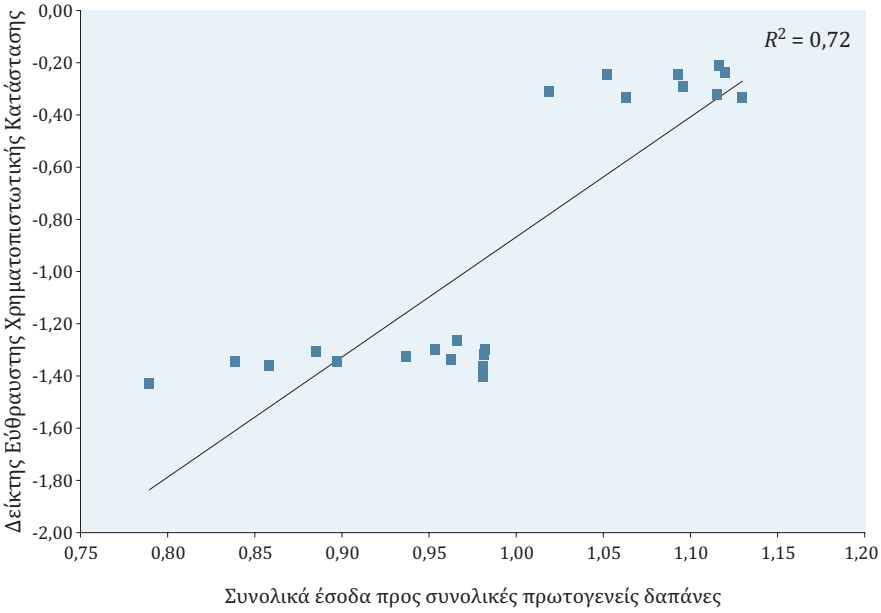
Πηγή: Eurostat

από την έναρξη της δημοσιονομικής κρίσης. Το γεγονός αυτό, σε συνδυασμό με την ιδιαίτερα χαμηλή τιμή του Δείκτη Εύθραυστης Χρηματοπιστωτικής Κατάστασης το 2009, αποκαλύπτει πόσο επιρρεπής ήταν τη συγκεκριμένη περίοδο ο δημόσιος τομέας σε προβλήματα ρευστότητας, αφού η μεγάλη εξάρτησή του από εξωτερικούς δανειστές συνοδεύτηκε από πολύ υψηλές δανειακές ανάγκες. Αυτή η υψηλή ευθραυστότητα κατέστησε τον δημόσιο τομέα ιδιαίτερα ευάλωτο στις κερδοσκοπικές βλέψεις των αγορών και στις συμπεριφορές των ιδιωτικών οίκων αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας μας.

5.2 Ερμηνεύοντας το ΔΕΧΚ

Στο Διάγραμμα 8 αποτυπώνεται η διαχρονική εξέλιξη του λόγου των συνολικών εσόδων προς τις συνολικές πρωτογενείς δαπάνες της γενικής κυβέρνησης. Μια πρώτη παρατήρηση που προκύπτει είναι ότι ο συγκεκριμένος λόγος φαίνεται να ακολουθεί παρόμοια εξέλιξη με το ΔΕΧΚ (βλ. Διάγραμμα 3). Η υψηλή αυτή

Διάγραμμα 9: Δείκτης Εύθραυστης Χρηματοπιστωτικής Κατάστασης (ΔΕΧΚ) και λόγος συνολικών εσόδων προς συνολικές πρωτογενείς δαπάνες, γενική κυβέρνηση, Ελλάδα, 1988-2009



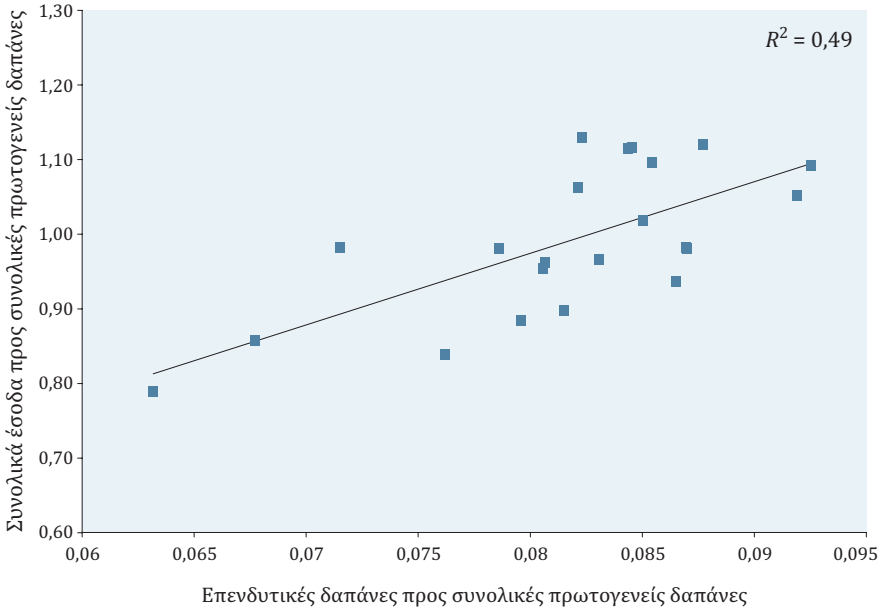
Πηγή: Eurostat, Τράπεζα της Ελλάδος και Υπουργείο Οικονομικών

συσχέτιση αποτελεί ένδειξη ότι ο λόγος έσοδα προς πρωτογενείς δαπάνες είναι, όπως αναμενόταν, σημαντικός ερμηνευτικός παράγοντας του ΔΕΧΚ.

Η στενή σχέση ανάμεσα στο ΔΕΧΚ και στο λόγο των συνολικών εσόδων προς τις συνολικές πρωτογενείς δαπάνες γίνεται ακόμη πιο ξεκάθαρη με τη χρήση ενός διαγράμματος ζεύγους σημείων. Ειδικότερα, στο Διάγραμμα 9 παρατηρούμε ότι ο λόγος των συνολικών εσόδων προς τις συνολικές πρωτογενείς δαπάνες ερμηνεύει σε σημαντικό ποσοστό (R^2 = 0,72 ή 72%) το ΔΕΧΚ. Αυτό αποκαλύπτει ότι στην υπό εξέταση περίοδο οι μεταβολές στο λόγο συνολικά έσοδα προς συνολικές πρωτογενείς δαπάνες σε μεγάλο βαθμό προκαλούσαν αντίστοιχες μεταβολές στο ΔΕΧΚ. Καταδεικνύεται συνεπώς ότι το πρόβλημα της εύθραυστης χρηματοπιστωτικής κατάστασης της χώρας συνδεόταν –σε σημαντικό βαθμό– με την υστέρηση των συνολικών εσόδων ως προς τις συνολικές πρωτογενείς δαπάνες.

Αξίζει να σημειωθεί ότι με τη σειρά τους τα συνολικά έσοδα προς τις συνολικές πρωτογενείς δαπάνες ερμηνεύονται κατά 49% από το λόγο των επενδυτικών δα-

Διάγραμμα 10: Συνολικά έσοδα προς συνολικές πρωτογενείς δαπάνες και επενδυτικές δαπάνες προς συνολικές πρωτογενείς δαπάνες, γενική κυβέρνηση, Ελλάδα, 1988-2009

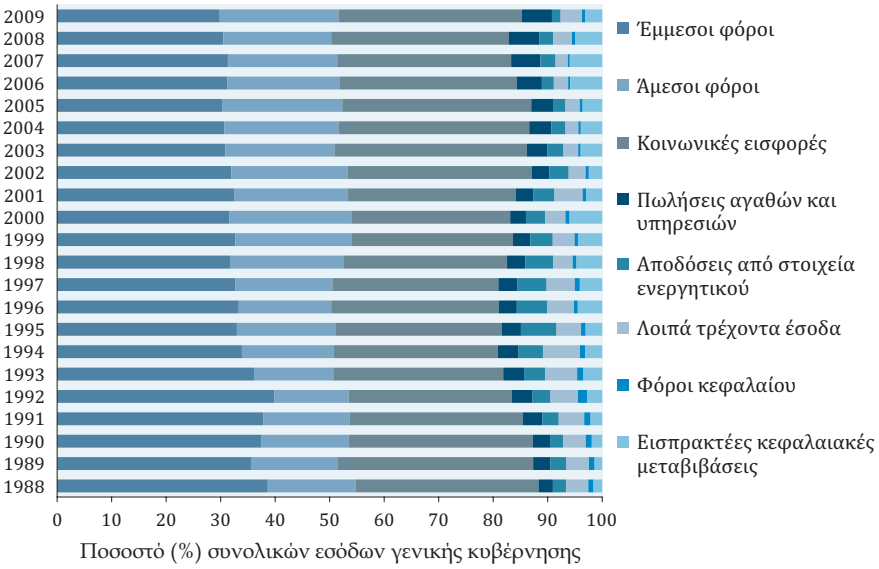


Πηγή: Eurostat

πανών προς το σύνολο πρωτογενών δαπανών (βλ. Διάγραμμα 10). Πιο συγκεκριμένα, παρατηρείται ότι η αύξηση του λόγου επενδυτικές δαπάνες προς συνολικές πρωτογενείς δαπάνες οδηγεί σε αύξηση του λόγου συνολικά έσοδα προς συνολικές πρωτογενείς δαπάνες. Επομένως προκύπτει ως έμμεσο συμπέρασμα ότι μια αύξηση του μεριδίου των επενδυτικών δαπανών στο σύνολο των πρωτογενών δαπανών φαίνεται να συνεισφέρει στη μείωση του ΔΕΧΚ του δημόσιου τομέα κατά την υπό εξέταση περίοδο. Αυτό πιθανότατα ερμηνεύεται από τις θετικές επιπτώσεις που έχουν οι επενδυτικές δαπάνες στο ΑΕΠ και κατ' επέκταση στα φορολογικά έσοδα. Συνολικά, οι επενδυτικές δαπάνες φαίνεται να συνεισέφεραν στην αύξηση των εσόδων, με συνολικό αποτέλεσμα τη βελτίωση της ικανότητας του δημόσιου τομέα να εκπληρώσει τις δανειακές του υποχρεώσεις χωρίς περαιτέρω δανεισμό (βλ. τη σχετική παρατήρηση στην Ενότητα 4).

Λαμβάνοντας υπόψη την υστέρηση που παρατηρείται στα δημόσια έσοδα σε σχέση με τις πρωτογενείς δαπάνες, αξίζει να διερευνήσουμε επιπρόσθετα τη σύν-

Διάγραμμα 11: Εκατοστιαία διάρθρωση συνολικών εσόδων, γενική κυβέρνηση, Ελλάδα, 1988-2009

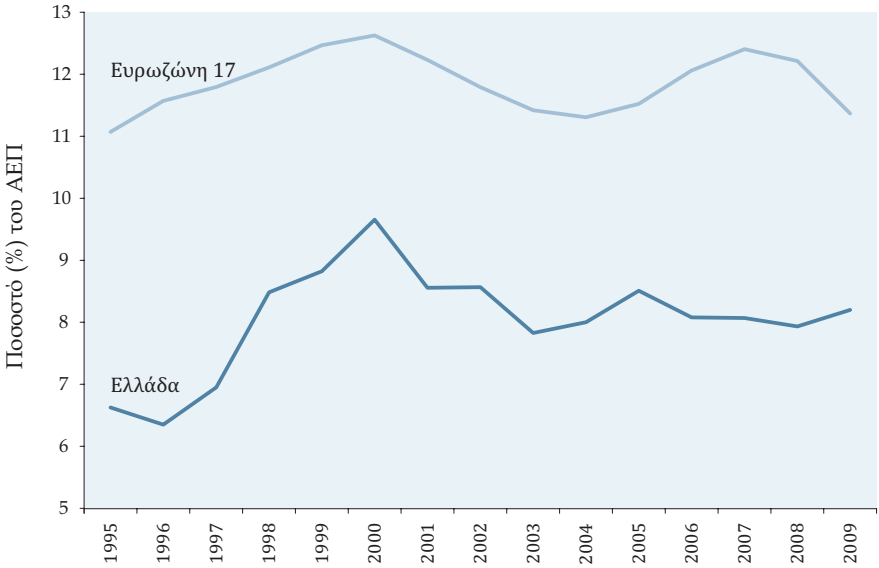


Πηγή: Eurostat

θεση τόσο των εσόδων όσο και των πρωτογενών δαπανών, προκειμένου να εντοπίσουμε ορισμένες από τις πιθανές αιτίες αυτής της υστέρησης. Στο Διάγραμμα 11 παραθέτουμε την εκατοστιαία διάρθρωση των συνολικών εσόδων της γενικής κυβέρνησης την περίοδο 1988-2009. Εκείνο το οποίο αποτυπώνεται είναι ότι το μεγαλύτερο ποσοστό των συνολικών εσόδων της γενικής κυβέρνησης προέρχονται από τους έμμεσους φόρους και τις κοινωνικές εισφορές. Πολύ μικρότερη είναι η συμμετοχή των άμεσων φόρων, αν και θα πρέπει να σημειωθεί ότι καταγράφεται μικρή αύξηση της συμμετοχής τους τα τελευταία χρόνια.

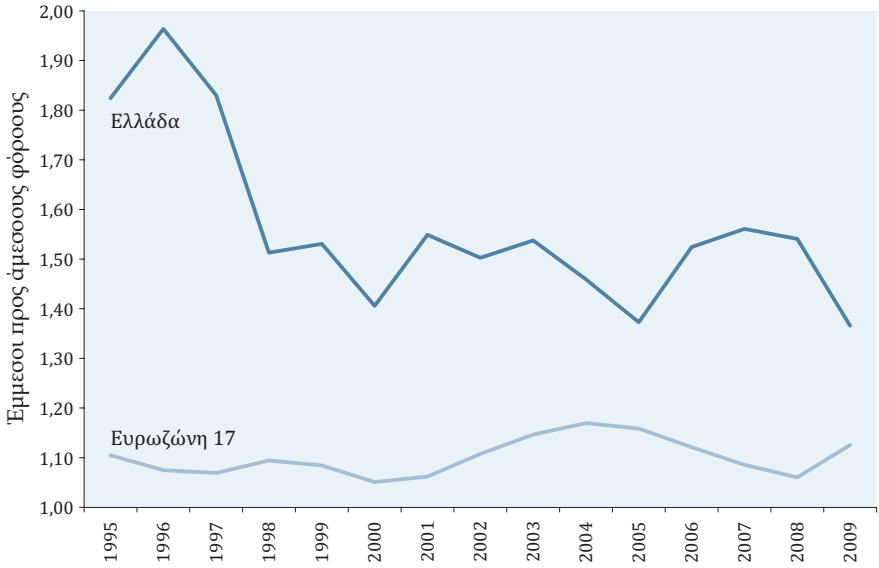
Στο Διάγραμμα 12 μπορούμε να δούμε ότι οι άμεσοι φόροι ως ποσοστό του ΑΕΠ είναι στην Ελλάδα πολύ μικρότεροι σε σχέση με τον μέσο όρο των χωρών της Ευρωζώνης των 17. Παρά τη βελτίωση που υπήρξε την περίοδο 1995-2000, η διαφορά αυτή δεν ήταν ποτέ μικρότερη των 3 ποσοστιαίων μονάδων του ΑΕΠ. Επίσης, στο Διάγραμμα 13 μπορούμε να δούμε ότι ο λόγος των έμμεσων προς τους άμεσους φόρους είναι αρκετά υψηλότερος στην Ελλάδα συγκριτικά με τον μέσο όρο των χωρών της Ευρωζώνης των 17. Προκύπτει συνεπώς ότι τα ελλιπή έσοδα από την άμεση φορολογία φαίνεται να αποτελούν τη βασική αιτία των συνολι-

Διάγραμμα 12: Άμεσοι φόροι ως ποσοστό (%) του ΑΕΠ, Ελλάδα και Ευρωζώνη των 17, 1995-2009



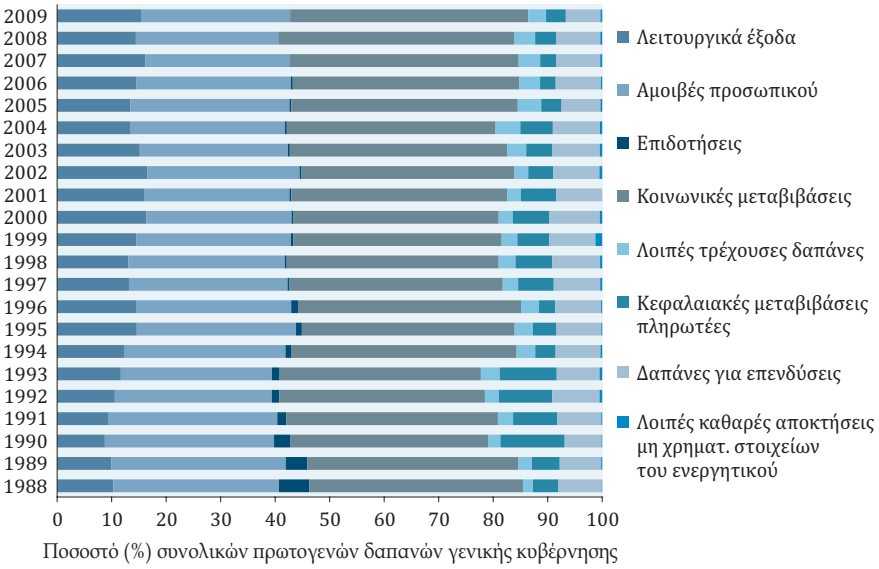
Πηγή: Eurostat

Διάγραμμα 13: Λόγος έμμεσων προς άμεσους φόρους, Ελλάδα και Ευρωζώνη των 17, 1995-2009



Πηγή: Eurostat

Διάγραμμα 14: Εκατοστιαία διάρθρωση συνολικών πρωτογενών δαπανών, γενική κυβέρνηση, Ελλάδα, 1988-2009

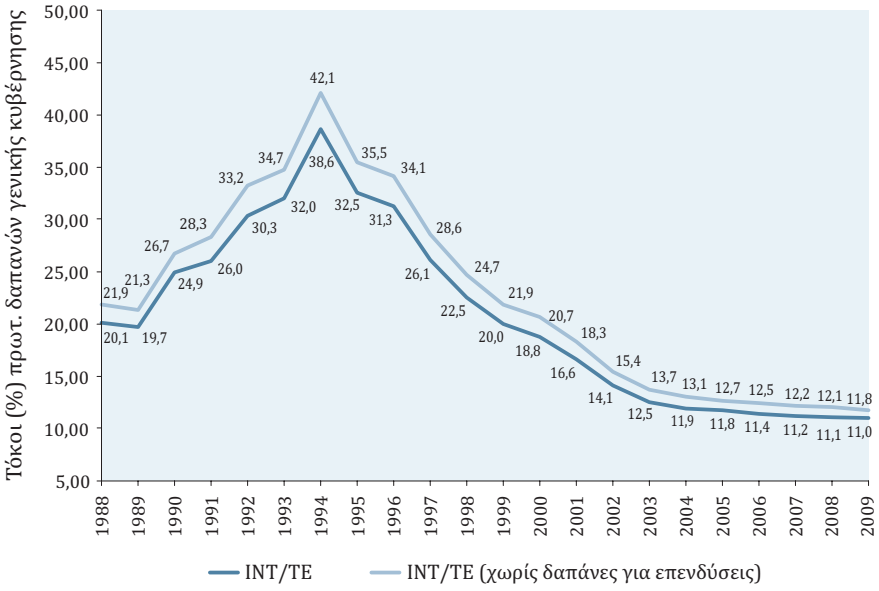


Πηγή: Eurostat

κά χαμηλών φορολογικών εσόδων που υπονόμευσαν τα προηγούμενα χρόνια τη χρηματοπιστωτική κατάσταση του δημόσιου τομέα της Ελλάδας. Δεν είναι τυχαίο το γεγονός ότι η περίοδος που υπήρξε αύξηση στην είσπραξη εσόδων από την άμεση φορολογία ταυτίζεται προσεγγιστικά με το χρονικό διάστημα που καταγράφεται βελτίωση στο ΔΕΧΚ.

Στο Διάγραμμα 14 παραθέτουμε την εκατοστιαία διάρθρωση των πρωτογενών δαπανών της γενικής κυβέρνησης την περίοδο 1988-2009. Παρατηρούμε ότι οι κοινωνικές μεταβιβάσεις και οι αμοιβές προσωπικού καλύπτουν το μεγαλύτερο μερίδιο των πρωτογενών δαπανών. Επίσης, είναι χρήσιμο να σημειωθεί ότι κατά την υπό εξέταση περίοδο καταγράφεται μια αύξηση της συνεισφοράς των λειτουργικών εξόδων όπως επίσης και των κοινωνικών μεταβιβάσεων. Αντίθετα, το μερίδιο των αμοιβών προσωπικού σταδιακά μειώνεται. Θα μπορούσε να ειπωθεί ότι η αύξηση του μεριδίου των λειτουργικών εξόδων πιθανότατα να έπαιξε κάποιον αρνητικό ρόλο στη διαμόρφωση της χρηματοπιστωτικής κατάστασης του δημόσιου τομέα, λαμβάνοντας υπόψη και το γεγονός ότι η συνεισφορά των συγκεκριμένων δαπανών είναι σε γενικές γραμμές υψηλότερη σε σύγκριση με την

Διάγραμμα 15: Τόκοι ως ποσοστό (%) (συνολικών ή συνολικών χωρίς δαπάνες για επενδύσεις) πρωτογενών δαπανών, γενική κυβέρνηση, Ελλάδα, 1988-2009



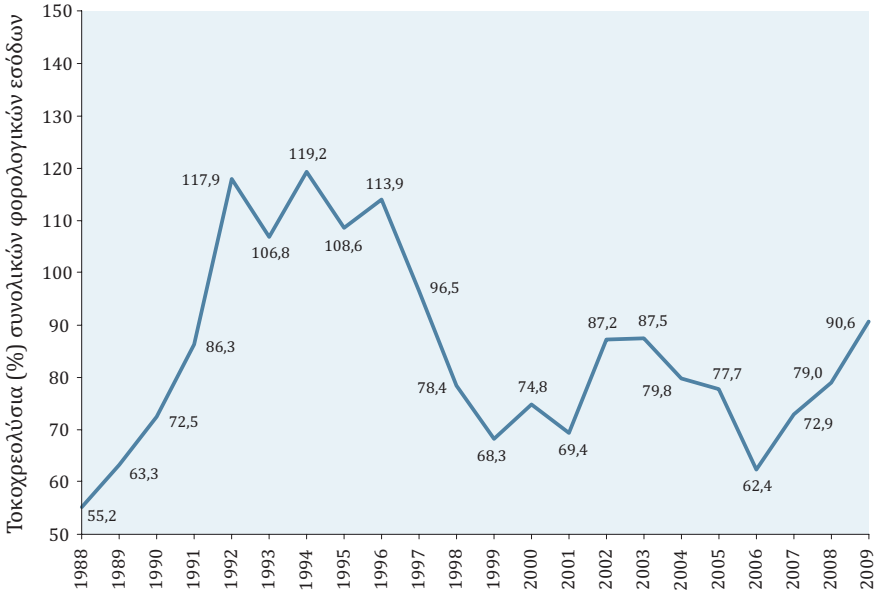
Πηγή: Eurostat

Ευρωζώνη των 17. Αντιθέτως, το μερίδιο των κοινωνικών μεταβιβάσεων είναι χαμηλότερο από εκείνο που καταγράφεται στην Ευρωζώνη των 17 και κατά συνέπεια οι συγκεκριμένες δαπάνες δεν θα μπορούσαν να θεωρηθούν βασική αιτία της επιδείνωσης της δημοσιονομικής κατάστασης.

Σε γενικές γραμμές πάντως δεν προκύπτει κάποια συγκεκριμένη συσχέτιση της συνεισφοράς μιας ορισμένης κατηγορίας δαπανών με το ΔΕΧΚ. Συνολικά, η εκτίμησή μας είναι ότι τις περιόδους που υπήρξε επιδείνωση στη σχέση των εσόδων με τις πρωτογενείς δαπάνες –και κατ' επέκταση στο ΔΕΧΚ– η επιδείνωση αυτή θα πρέπει να συσχετιστεί κυρίως με το σκέλος των εσόδων (και ειδικά των εσόδων από την άμεση φορολογία) και σε μικρότερο βαθμό με το σκέλος των δαπανών. Εξαίρεση πιθανότατα αποτελεί η περίοδος 2007-2009, οπότε υπήρξε σημαντικότατη αύξηση των πρωτογενών δαπανών που συνδυάστηκε με την επιδείνωση της χρηματοπιστωτικής κατάστασης του δημόσιου τομέα .

Στο σημείο αυτό είναι χρήσιμο να παρατηρήσουμε και τη διαχρονική εξέλιξη δύο επιπρόσθετων μεταβλητών: πρώτον του ποσοστού (%) των τόκων ως προς

Διάγραμμα 16: Τοκοχρεολύσια ως ποσοστό (%) συνολικών φορολογικών εσόδων, γενική κυβέρνηση, Ελλάδα, 1988-2009

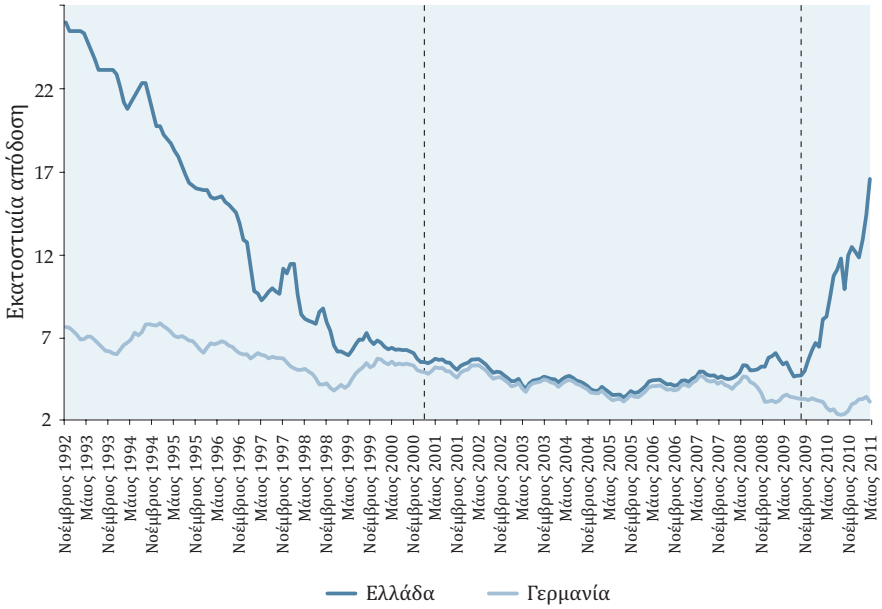


Πηγή: Eurostat, Τράπεζα της Ελλάδος και Υπουργείο Οικονομικών

τις πρωτογενείς δαπάνες (συνολικές ή συνολικές χωρίς δαπάνες για επενδύσεις) και δεύτερον του ποσοστού (%) των τοκοχρεολυσίων ως προς τα συνολικά φορολογικά έσοδα (έμμεσοι φόροι, άμεσοι φόροι και φόροι κεφαλαίου). Από το Διάγραμμα 15 διαπιστώνουμε ότι το ποσοστό των τόκων ως προς τις πρωτογενείς δαπάνες αυξάνεται σταθερά μέχρι το 1994, μειώνεται εντυπωσιακά μέχρι το 2003 και σταθεροποιείται στη συνέχεια. Θα μπορούσε κάποιος να ισχυριστεί ότι η εξέλιξη αυτή αντικατοπτρίζει τη σημαντική μείωση των επιτοκίων δανεισμού ως αποτέλεσμα των διαδικασιών ένταξης της χώρας στην ΟΝΕ. Η συμμετοχή της Ελλάδας στη ζώνη του ευρώ αύξησε την αξιοπιστία της στις διεθνείς αγορές ομολόγων και της επέτρεψε να έχει πρόσβαση σε φτηνό χρήμα (βλ. Διάγραμμα 17 παρακάτω). Είναι ενδιαφέρον επίσης να σημειωθεί ότι η μείωση του συγκεκριμένου ποσοστού μετά το 1994 φαίνεται να συνέβαλε στην αποκλιμάκωση της χρηματοπιστωτικής ευθραυστότητας του δημόσιου τομέα.

Στο Διάγραμμα 16 σκιαγραφείται το άθροισμα τόκων και χρεολυσίων ως ποσοστό (%) των συνολικών φορολογικών εσόδων για την υπό εξέταση περίοδο. Με

Διάγραμμα 17: Εκατοστιαία απόδοση δεκαετών κρατικών ομολόγων, Ελλάδα και Γερμανία, Σεπτέμβριος 1992-Μάιος 2011



Πηγή: Eurostat

αυτόν το δείκτη δίνουμε έμφαση στην ικανότητα του δημόσιου τομέα να χρηματοδοτήσει τις δανειακές του υποχρεώσεις μέσω των συνολικών φορολογικών του εσόδων. Παρατηρούμε ότι την περίοδο από το 1992 έως το 1996 οι τόκοι και τα χρεολύσια αποτελούν μερίδιο πάνω από το 100% των συνολικών φορολογικών εσόδων: αυτό φανερώνει την αδυναμία του δημόσιου τομέα να αποπληρώσει τις ληξιπρόθεσμες οφειλές μέσω των φορολογικών του εσόδων. Παρ' όλα αυτά, την υπόλοιπη περίοδο τα φορολογικά έσοδα μπορούν να καλύψουν το άθροισμα των τόκων και των χρεολυσίων έχοντας ένα περιθώριο ασφάλειας (margin of safety) 5%-38%. Ενδεικτική πάντως είναι η επιδείνωση του δείκτη μετά το 2006, οπότε παρατηρείται η σημαντική άνοδος της χρηματοπιστωτικής ευθραυστότητας του δημόσιου τομέα της Ελλάδας.

Ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η συσχέτιση του ΔΕΧΚ με το κλίμα ευφορίας που υπήρχε τα τελευταία χρόνια στην Ελλάδα αλλά και στις διεθνείς αγορές, επηρεάζοντας τη δανειακή συμπεριφορά της χώρας.[19] Μπορούμε να αξιολογή-

19. Για μια παρόμοια ανάλυση για τον δημόσιο τομέα της Βραζιλίας βλ. Palma (2000).

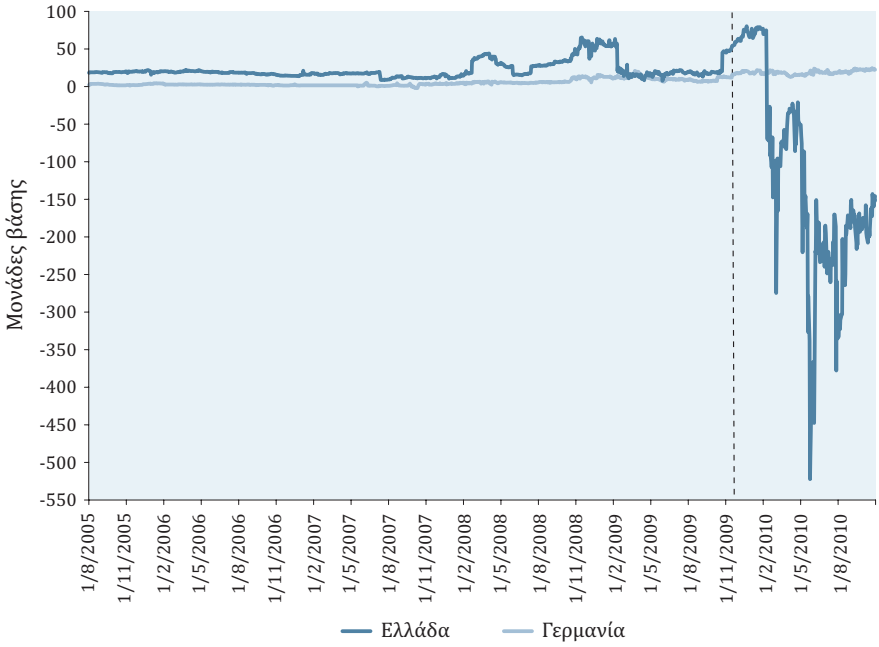
σουμε το κλίμα ευφορίας χρησιμοποιώντας τις εξής μεταβλητές: τις αποδόσεις ομολόγων του ελληνικού Δημοσίου σε σχέση με τη Γερμανία, τη διαφορά περιθωρίου μεταξύ δεκαετών και διετών Credit Default Swaps (CDSs) –η οποία στις αγορές ομολόγων θεωρείται μία μεταβλητή που αποτιμά τον βραχυπρόθεσμο κίνδυνο χρεοκοπίας του δημόσιου τομέα– και τέλος την ποσοστιαία μεταβολή του πραγματικού ΑΕΠ. Οι εν λόγω μεταβλητές αποτιμώνται ως ιδιαίτερα σημαντικές τόσο από τους φορείς άσκησης πολιτικής όσο και από τους οίκους αξιολόγησης και τις αγορές ομολόγων. Συνεπώς μπορεί να υποστηριχθεί ότι συμβάλλουν σε σημαντικό βαθμό στη διαμόρφωση του οικονομικού κλίματος και των προσδοκιών για το μέλλον, καθώς και στην πιθανότητα χρεοκοπίας.

Παρατηρώντας το Διάγραμμα 17, το οποίο απεικονίζει την απόδοση των δεκαετών ελληνικών ομολόγων, διαβλέπουμε τη σταδιακή μείωση της απόκλισης της απόδοσής τους από τα γερμανικά ομόλογα μετά την ένταξη της Ελλάδας στην Ευρωζώνη,[20] και κυρίως μετά το 2001, οπότε ο ελληνικός δημόσιος τομέας εκδίδει χρέος παρόμοιας απόδοσης με τον δημόσιο τομέα της Γερμανίας. Αυτό συνέβαλε αφενός στη μείωση της δαπάνης για τόκους και αφετέρου στη δημιουργία ευνοϊκών οικονομικών συνθηκών για νέο εξωτερικό δανεισμό. Οι ευνοϊκές αυτές συνθήκες αύξησαν τη ροπή των ελληνικών κυβερνήσεων προς την εξεύρεση δανειακών πόρων για να καλύψουν τα κενά που δημιουργούνταν από την υψηλή φοροδιαφυγή στη χώρα μας. Επίσης, καλλιέργησαν την ψευδαίσθηση ότι οι αγορές κεφαλαίων θα είναι πάντα διαθέσιμες να παρέχουν φτηνό χρήμα στη χώρα και οδήγησαν στην υποτίμηση των κινδύνων που θα δημιουργούνταν από μια αλλαγή των προσδοκιών των αγορών κεφαλαίου.

Παρόμοιο κλίμα θετικών προσδοκιών υπήρχε και από την πλευρά των δανειστών. Εκτός από τα χαμηλά επιτόκια με τα οποία χρηματοδοτούσαν τον δημόσιο τομέα της χώρας, το Διάγραμμα 18 δείχνει ότι η διαφορά περιθωρίου μεταξύ των δεκαετών και των διετών CDSs ήταν σχεδόν μηδενική την περίοδο πριν από την εκδήλωση της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Αυτό φανερώνει ότι θεωρούσαν σχεδόν απίθανη την περίπτωση χρεοκοπίας της Ελλάδας, σε βραχυπρόθεσμο τουλάχιστον ορίζοντα (βλ. BIS, 2010b).

20. Αξίζει να σημειώσουμε ότι η απόδοση συνδέεται αντίστροφα με την τιμή του ομολόγου.

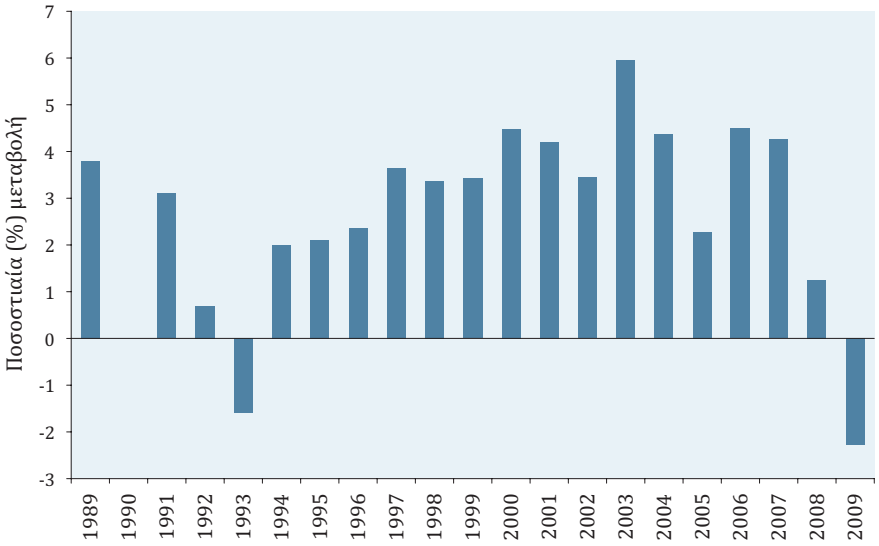
Διάγραμμα 18: Διαφορά περιθωρίου μεταξύ δεκαετών και διετών CDSs σε μονάδες βάσης, Ελλάδα και Γερμανία, Αύγουστος 2005-Σεπτέμβριος 2010



Πηγή: CMA

Γίνεται λοιπόν σαφές ότι η άνοδος του ΔΕΧΚ τα τελευταία χρόνια οφείλεται σε σημαντικό βαθμό και στο κλίμα που υπήρχε στις αγορές κεφαλαίου, όπως περιγράφηκε παραπάνω. Αυτό το κλίμα αυτοτροφοδοτούνταν από τις υψηλές αυξήσεις στο πραγματικό ΑΕΠ, που καταγράφονται στο Διάγραμμα 19. Η χώρα μας γνώρισε εντυπωσιακά υψηλούς ρυθμούς οικονομικής μεγέθυνσης, οι οποίοι συγκρατούσαν την ανοδική τάση που υπήρχε στο λόγο του δημόσιου χρέους προς το ΑΕΠ, συγκαλύπτοντας το γεγονός ότι, παρά την οικονομική άνθηση, τα φορολογικά έσοδα υστερούσαν. Έτσι, όταν ξέσπασε η κρίση στις διεθνείς αγορές κεφαλαίου, η εύθραυστη χρηματοπιστωτική κατάσταση του ελληνικού δημόσιου τομέα τον κατέστησε ιδιαίτερα ευάλωτο σε κερδοσκοπικές κινήσεις. Οι αποδόσεις των ελληνικών ομολόγων άρχισαν να αυξάνονται (Διάγραμμα 17), ενώ πολλοί επενδυτές ξεκίνησαν να ποντάρουν στη χρεοκοπία της Ελλάδας, η οποία άρχισε να αξιολογείται ως ιδιαίτερα πιθανό γεγονός σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα (Διάγραμμα 18). Όλες αυτές οι εξελίξεις δείχνουν με τον πλέον προφανή τρόπο

Διάγραμμα 19: Ποσοστιαία (%) μεταβολή του πραγματικού ΑΕΠ, Ελλάδα, 1989-2009



Πηγή: AMECO

ότι ο δημόσιος τομέας της Ελλάδας αποτέλεσε χαρακτηριστικό παράδειγμα μιας (ultra) πόνζι οικονομικής μονάδας.

5.3 Η χρηματοπιστωτική κατάσταση του δημόσιου τομέα της Ελλάδας μετά την υπογραφή του ΜΟΧΠ: Ποιες είναι οι προοπτικές;

Τον Μάιο του 2010, έχοντας πλέον τεθεί οριστικά εκτός των διεθνών αγορών ομολόγων, η χώρα μας προχώρησε στην υπογραφή δανειακής σύμβασης με το ΔΝΤ, την Ευρωπαϊκή Επιτροπή και την ΕΚΤ. Η σύμβαση αυτή εξασφάλισε για έναν βραχυπρόθεσμο ορίζοντα την παροχή ρευστότητας στον δημόσιο τομέα της οικονομίας, με την παράλληλη απαίτηση από την πλευρά των δανειστών η Ελλάδα να προχωρήσει στην υλοποίηση συγκεκριμένων μεταρρυθμίσεων και σε μια πορεία δημοσιονομικής προσαρμογής. Ο ισχυρισμός που διατυπώθηκε ήταν ότι οι πολιτικές που ορίζονταν στο ΜΟΧΠ θα οδηγούσαν στη σημαντική μείωση του ελλείμματος και σταδιακά θα επανέφεραν το δημόσιο χρέος σε μια διατηρήσιμη πορεία, αποκαθιστώντας τη φερεγγυότητα και την αξιοπιστία της χώρας στις διεθνείς αγορές.

Έπειτα από έναν χρόνο εφαρμογής του ΜΟΧΠ, οι αρχικές αυτές εκτιμήσεις διαψεύστηκαν ολοκληρωτικά. Σε αντίθεση με τις προσδοκίες που υπήρχαν για την εκ νέου πρόσβαση της Ελλάδας στις αγορές ομολόγων το 2012, η ελληνική κυβέρνηση και οι δανειστές μας συνειδητοποίησαν ότι κάτι τέτοιο είναι ανέφικτο τουλάχιστον μέχρι και το 2013. Στο πλαίσιο αυτών των εξελίξεων, η κυβέρνηση προχώρησε στο σχεδιασμό ενός νέου πλέγματος μέτρων, που τον Ιούνιο του 2011 αποτυπώθηκαν στο Μεσοπρόθεσμο Πλαίσιο Δημοσιονομικής Στρατηγικής (ΜΠΔΣ).[21] Η έγκριση του ΜΠΔΣ από την ελληνική Βουλή τέθηκε ως όρος από τους δανειστές της χώρας για τη συνέχιση της χρηματοδότησης και για την παροχή ενός επιπρόσθετου δανείου. Το ΜΠΔΣ αποτελεί προέκταση της νεοφιλελεύθερης πλατφόρμας του ΜΟΧΠ, αφού προβλέπει όχι μόνο τη συνέχιση της περικοπής της δημόσιας κατανάλωσης και επένδυσης, αλλά περιλαμβάνει και μέτρα που οδηγούν σε σημαντικές αποκρατικοποιήσεις δημόσιων επιχειρήσεων και οργανισμών.

Παράλληλα, τον Ιούλιο του 2011 υπήρξε μία σημαντική εξέλιξη για το μέλλον της δημοσιονομικής κρίσης στην Ελλάδα: η σύνοδος κορυφής των Ευρωπαίων ηγετών αποφάσισε τη λήψη ορισμένων μέτρων που στόχο είχαν τη μείωση των δανειακών βαρών για τον δημόσιο τομέα της ελληνικής οικονομίας.[22] Παρόλο που οι λεπτομέρειες των συγκεκριμένων μέτρων βρίσκονται ακόμη υπό διαμόρφωση, θα μπορούσε να ειπωθεί ότι πέντε είναι τα κύρια γνωρίσματα της εν λόγω συμφωνίας: Πρώτον, θα υπάρξει νέος δανεισμός τη χώρας μέσω του μηχανισμού European Financial Stability Facility (EFSF)· αυτό που επιδιώκεται είναι να καλυφθεί το κενό που υπάρχει στην εξυπηρέτηση των δανειακών αναγκών. Δεύτερον, το επιτόκιο με το οποίο θα δανειστεί η Ελλάδα από το EFSF θα είναι προσεγγιστικά ίσο με 3,5%, δηλαδή κατά 1-1,5 περίπου ποσοστιαίες μονάδες χαμηλότερο από το επιτόκιο που μέχρι τώρα δανειζόταν με βάση την αρχική δανειακή σύμβαση. Τρίτον, η υπολειπόμενη φυσική διάρκεια των δανείων που θα λάβει η Ελλάδα από το EFSF θα κυμαίνεται από 15 έως 30 έτη σε σύγκριση με την τωρινή που είναι ίση με 7,5 έτη. Τέταρτον, οι ιδιώτες, και κυρίως οι τράπεζες που κατέχουν ελληνικά ομόλογα, θα συμμετάσχουν σε ένα πρόγραμμα ανταλλαγής ομολόγων, το οποίο εκτιμάται ότι θα συμβάλει στη μείωση του χρέους κατά 37 περίπου δισ. ευρώ. Πέ-

21. Βλ. Υπουργείο Οικονομικών (2011).
22. Βλ. Council of European Union (2011) και IIF (2011).

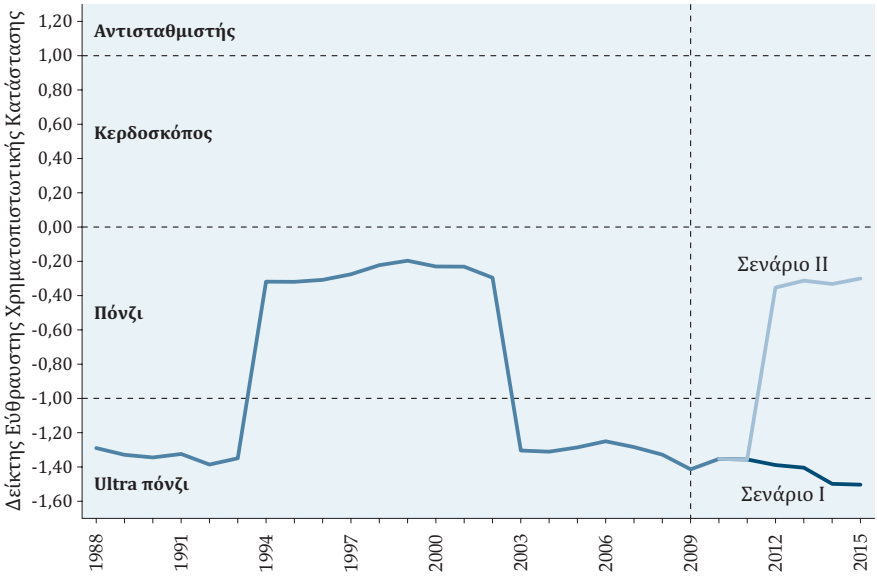
μπτον, θα υπάρξει επαναγορά ομολόγων στη δευτερογενή αγορά, που ισοδυναμεί με 12,6 δισ. ευρώ.

Στόχος της παρούσας υποενότητας είναι να αξιολογηθούν οι προοπτικές που διαμορφώνονται για τη χρηματοπιστωτική κατάσταση του δημόσιου τομέα της Ελλάδας μετά την υπογραφή του ΜΟΧΠ. Ειδικότερα, διερευνάται σε ποιο βαθμό οι πολιτικές που εφαρμόζονται από τον Μάιο του 2010 και μετά, σε συνδυασμό με τις πρόσφατες αποφάσεις και τα νέα μέτρα, δύνανται να αποτελέσουν μέσο για τη μείωση της χρηματοπιστωτικής ευθραυστότητας του δημόσιου τομέα και την εξασφάλιση της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους. Με βάση το θεωρητικό πλαίσιο που αναπτύχθηκε παραπάνω, θα μπορούσε να ειπωθεί ότι η χρηματοπιστωτική κατάσταση του δημόσιου τομέα εξαρτάται κυρίως από δύο παράγοντες: α) το μέγεθος των δανειακών αναγκών τα επόμενα χρόνια και β) τη δυνατότητα κάλυψης των αναγκών αυτών μέσω των αγορών ή άλλων δανειακών συμβάσεων. Οι πιθανότητες για τη βιωσιμότητα του ελληνικού δημόσιου χρέους αυξάνονται όσο μειώνεται το μέγεθος των πόρων που χρειάζεται να δανειστεί η χώρα και δημιουργούνται συνθήκες για ομαλό δανεισμό.

Το Διάγραμμα 20 σκιαγραφεί το ΔΕΧΚ μετά το 2010. Στο συγκεκριμένο διάγραμμα γίνεται χρήση δύο εναλλακτικών σεναρίων, όπως αυτά αποτυπώνονται στο IMF (2011a) και το IMF (2011b) αντίστοιχα: Ι) συνέχιση των μέτρων που έχουν οριστεί από το ΜΟΧΠ χωρίς την εφαρμογή επιπρόσθετων παρεμβάσεων και ΙΙ) εφαρμογή των νέων μέτρων που προβλέπονται στο ΜΠΔΣ, συμπεριλαμβανομένων και των αποκρατικοποιήσεων.[23] Να σημειωθεί ότι στο Διάγραμμα 20 καθώς και στα Διαγράμματα 21 και 22, που ακολουθούν, δεν αποτυπώνονται οι επιπτώσεις της πρόσφατης συμφωνίας στους τόκους και στα χρεολύσια που θα χρειαστεί να πληρώσει η Ελλάδα τα επόμενα χρόνια. Ο λόγος είναι ότι στην παρούσα φάση δεν υπάρχουν αξιόπιστες εκτιμήσεις για τα συγκεκριμένα ποσά, δεδομένου ότι δεν έχουν οριστικοποιηθεί ακόμη οι λεπτομέρειες εφαρμογής των σχετικών αποφάσεων· συνεπώς η ποσοτική αποτύπωση της νέας συμφωνίας θα ήταν παρακινδυνευμένη. Ωστόσο, στο τέλος της παρούσας υποενότητας σχολι-

23. Τα μεγέθη που αποτυπώνονται στην έκθεση του IMF (2011b) έχουν κάποιες μικρές αποκλίσεις από τα μεγέθη που καταγράφονται στο ΜΠΔΣ το οποίο ψηφίστηκε από τη Βουλή τον Ιούνιο του 2011 (1η Ιουλίου δημοσιεύτηκε στο ΦΕΚ). Ωστόσο, οι αποκλίσεις αυτές είναι οριακές και δεν επηρεάζουν τα αποτελέσματα της ανάλυσης.

Διάγραμμα 20: Δείκτης Εύθραυστης Χρηματοπιστωτικής Κατάστασης (ΔΕΧΚ), γενική κυβέρνηση, Ελλάδα, 1988-2015



Πηγή: Eurostat, Τράπεζα της Ελλάδος, Υπουργείο Οικονομικών και IMF (2011a, 2011b)

άζονται οι πιθανές επιπτώσεις των πρόσφατων αποφάσεων της συνόδου κορυφής, έχοντας ως βάση κάποιες πρόσφατες εκτιμήσεις του IIF (2011).

Μια πρώτη παρατήρηση που προκύπτει από τα στοιχεία που καταγράφονται στο Διάγραμμα 20 είναι ότι το 2010 η χρηματοπιστωτική κατάσταση του δημόσιου τομέα είναι ελαφρώς βελτιωμένη σε σύγκριση με το 2009. Αυτό οφείλεται κυρίως στη μείωση του πρωτογενούς ελλείμματος ως αποτέλεσμα της δημοσιονομικής προσαρμογής, η οποία οδήγησε σε αύξηση των εσόδων και μείωση των πρωτογενών δαπανών. Ωστόσο, ο δημόσιος τομέας παραμένει στην ultra πόνζι κατάσταση, και μάλιστα με το ΔΕΧΚ να έχει ιδιαίτερα χαμηλή τιμή. Το τελευταίο σχετίζεται με την ύπαρξη υψηλών τοκοχρεολυσίων.

Για την περίοδο μετά το 2011 καταγράφονται τα εξής: Σύμφωνα με το πρώτο σενάριο, φαίνεται ότι ο δημόσιος τομέας δεν μπορεί να δημιουργήσει πρωτογενή πλεονάσματα μέχρι και το 2015 προκειμένου να απεγκλωβιστεί από την ultra πόνζι κατάσταση. Συνεπώς, με βάση τις εκτιμήσεις του IMF (2011a), η μη λήψη νέων μέτρων σημαίνει ότι η ευθραυστότητα του δημόσιου τομέα θα συνεχίσει να βρί-

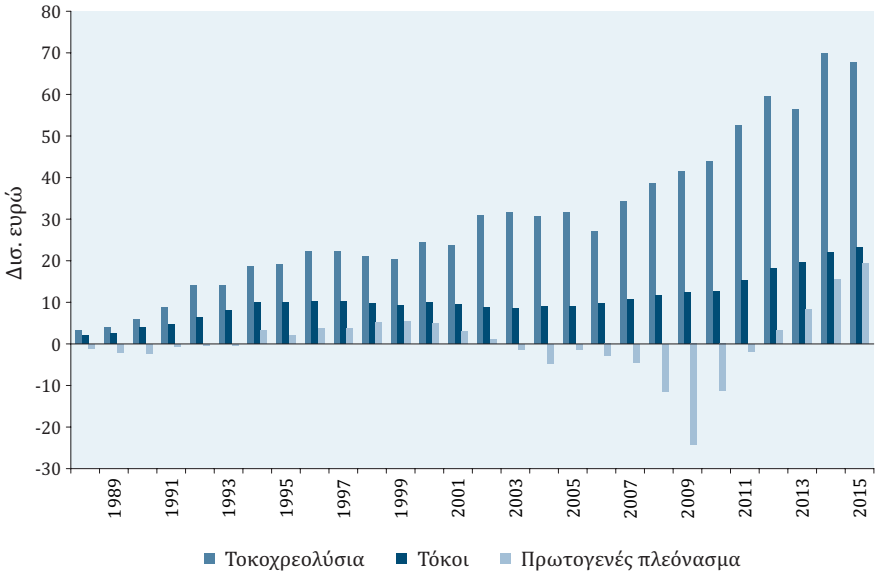
σκεται στο ύψιστο επίπεδο. Αυτό το γεγονός φανερώνει ξεκάθαρα την αποτυχία του ΜΟΧΠ που υπογράφηκε τον Μάιο του 2010 και η οποία, μεταξύ άλλων, οφείλεται στο ότι υποτιμήθηκε η αρνητική επίδραση της ύφεσης που προκλήθηκε στην οικονομία και οι συνακόλουθες δυσμενείς επιπτώσεις στα φορολογικά έσοδα.

Σύμφωνα με το δεύτερο σενάριο, το οποίο ενσωματώνει την επίδραση των νέων μέτρων και τις αποκρατικοποιήσεις, ο δημόσιος τομέας από το 2012 μετατρέπεται σε πόνζι εξαιτίας της δημιουργίας πρωτογενών πλεονασμάτων. Παρ' όλα αυτά, πρέπει να τονίσουμε τα ακόλουθα: Πρώτον, ο δημόσιος τομέας βρίσκεται το διάστημα 2012-2015 στο ίδιο επίπεδο χρηματοπιστωτικής κατάστασης με αυτό που βρισκόταν την περίοδο πριν από την ένταξη στην ΟΝΕ· με μία σημαντική όμως διαφορά: πριν από το 2001 η Ελλάδα είχε τη δυνατότητα άσκησης αυτόνομης νομισματικής πολιτικής. Αντίθετα, την τρέχουσα περίοδο η Ελλάδα είναι εξαρτημένη από τον εξωτερικό δανεισμό, αφού δεν έχει το δικαίωμα έκδοσης νομίσματος· επίσης, έχει υπερσυσσωρεύσει εξωτερικό χρέος. Δεύτερον, το σενάριο ότι το 2012 ο δημόσιος τομέας θα δημιουργήσει πρωτογενή πλεονάσματα βασίζεται, μεταξύ άλλων, στην υπόθεση ότι ο ρυθμός οικονομικής μεγέθυνσης θα είναι θετικός. Αυτή η υπόθεση στηρίζεται με τη σειρά της στην υιοθέτηση ιδιαίτερα αισιόδοξων προβλέψεων για την εξέλιξη της ιδιωτικής κατανάλωσης και επένδυσης και κυρίως των εξαγωγών.

Χρειάζεται να επισημάνουμε ότι το δεύτερο σενάριο περιλαμβάνει τις εισροές από τις αποκρατικοποιήσεις. Όπως υπογραμμίσαμε στην Ενότητα 3, ο ΔΕΧΚ δεν ενσωματώνει τα συγκεκριμένα έσοδα, θεωρώντας ότι δεν αποτελούν βασική πηγή εισροών για την κάλυψη των υποχρεώσεων του δημόσιου τομέα· επίσης, δεν επηρεάζουν το καθαρό χρέος. Ωστόσο, μεταβάλλουν έμμεσα το ΔΕΧΚ, τροποποιώντας τα τρέχοντα και τα μελλοντικά τοκοχρεολύσια. Ως αποτέλεσμα η χρηματοπιστωτική κατάσταση του δημόσιου τομέα αναμένεται να βελτιωθεί ελαφρώς σε σχέση με το ενδεχόμενο η γενική κυβέρνηση να μην προχωρήσει στις αποκρατικοποιήσεις. Συνολικά όμως η βελτίωση αυτή δεν είναι επαρκής για να οδηγήσει τη γενική κυβέρνηση στην κατάσταση του κερδοσκόπου και να περιορίσει τις ανάγκες της για ρευστότητα.

Το Διάγραμμα 21 είναι ιδιαίτερα αποκαλυπτικό για τις αιτίες που κρύβονται πίσω από τη χρηματοπιστωτική κατάσταση η οποία αποτυπώνεται στο ΔΕΧΚ. Συγκεκριμένα, το διάγραμμα μας δείχνει το μέγεθος των τοκοχρεολυσίων και του

Διάγραμμα 21: Τόκοι, τοκοχρεολύσια και πρωτογενές πλεόνασμα σε δισ. ευρώ, γενική κυβέρνηση, Ελλάδα, Σενάριο ΙΙ, 1988-2015

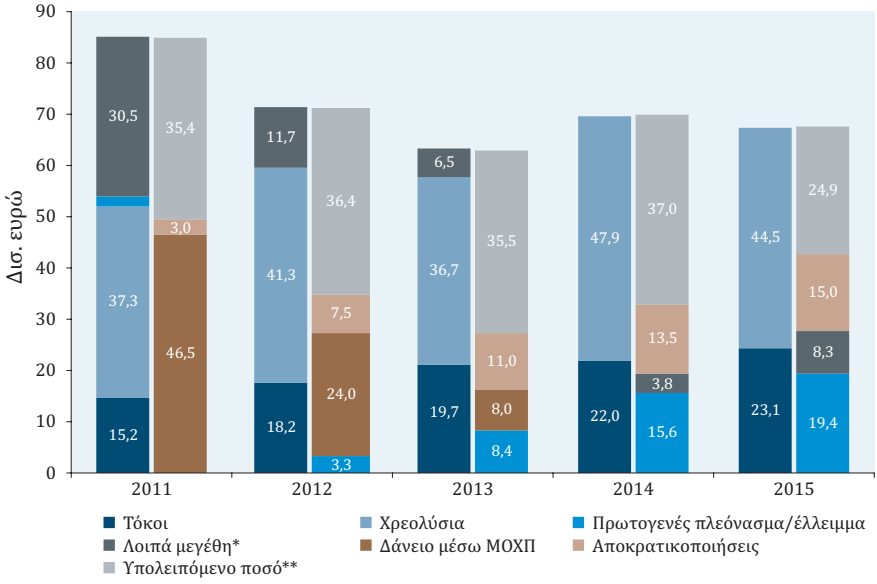


Πηγή: Eurostat, Τράπεζα της Ελλάδος, Υπουργείο Οικονομικών και IMF (2011b)

πρωτογενούς πλεονάσματος της γενικής κυβέρνησης βάσει του πιο «αισιόδοξου» σεναρίου: την εφαρμογή και την πλήρη απόδοση των νέων μέτρων και των αποκρατικοποιήσεων. Μπορούμε να διαπιστώσουμε ότι από το 2012 και μετά το πρωτογενές πλεόνασμα είναι σημαντικά μικρότερο από τους τόκους. Παράλληλα, η ραγδαία άνοδος των χρεολυσίων αποτρέπει το ΔΕΧΚ να ξεπεράσει το όριο του -0,32.

Για να αποτυπωθεί περαιτέρω το μέγεθος της δανειακής εξάρτησης της χώρας και να γίνουν εκτιμήσεις σχετικά με τη βιωσιμότητα του χρέους, είναι χρήσιμο να μελετήσουμε τις δανειακές ανάγκες και τις πηγές κάλυψής τους για τη γενική κυβέρνηση της Ελλάδας τα επόμενα χρόνια. Το Διάγραμμα 22 μάς δίνει τα συγκεκριμένα ποσά για το διάστημα 2011-2015, υποθέτοντας πλήρη εφαρμογή των νέων μέτρων. Να σημειωθεί ότι οι συγκεκριμένες τιμές προέρχονται από την πλέον πρόσφατη έκθεση του IMF (2011b) για την ελληνική οικονομία, η οποία όμως δεν περιλαμβάνει τις τροποποιήσεις με βάση την πρόσφατη συμφωνία. Για κάθε έτος, στην αριστερή στήλη παρουσιάζονται οι δανειακές ανάγκες, οι οποίες περιλαμβάνουν τους τόκους, τα χρεολύσια και τις πρωτογενείς δαπάνες που δεν καλύπτονται από τα έσοδα (όταν υπάρχει πρωτογενές έλλειμμα). Στη δεξιά στήλη

Διάγραμμα 22: Δανειακές ανάγκες και πηγές κάλυψής τους, γενική κυβέρνηση, Ελλάδα, Σενάριο ΙΙ, 2011-2015



Πηγή: IMF (2011b)

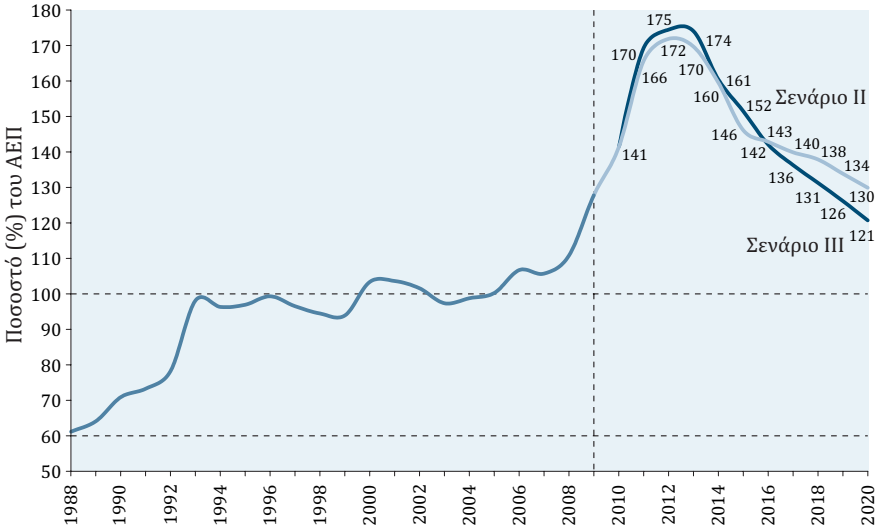
** Τα λοιπά μεγέθη αναφέρονται σε εθνικολογιστικές προσαρμογές και χρηματοδότηση των τραπεζών.*

*** Το υπολειπόμενο ποσό περιλαμβάνει δάνεια μέσω γραμματίων ή ομολόγων, κάποια νέας μορφής χρηματοδότηση και άλλες πηγές κάλυψης των δανειακών αναγκών.*

αποτυπώνονται οι πηγές κάλυψης αυτών των αναγκών: πρωτογενές πλεόνασμα (όταν υπάρχει), δάνειο μέσω ΜΟΧΠ, έσοδα από αποκρατικοποιήσεις και το υπολειπόμενο ποσό το οποίο με βάση το IMF (2011b) αναμένεται να καλυφθεί κατά κύριο λόγο με δάνειο από τις αγορές μέσω γραμματίων ή ομολόγων και κάποια νέας μορφής χρηματοδότηση. Με βάση τις συγκεκριμένες προβλέψεις, η Ελλάδα αναμένεται να αναζητήσει εκ νέου δανειοδότηση από τις αγορές κρατικών ομολόγων από το 2014 και μετά.

Από το Διάγραμμα 22 μπορούμε να διαπιστώσουμε τα ακόλουθα: Πρώτον, για το υπό μελέτη διάστημα τα τοκοχρεολύσια βρίσκονται σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα (50-70 δισ. κατά έτος). Είναι ενδεικτικό ότι ακόμη και το 2015, οπότε το πρωτογενές πλεόνασμα θα έχει φτάσει με βάση τις προβλέψεις στα 19,4 δισ., αυτό δεν δύναται να καλύψει περισσότερο από το 30% των υποχρεώσεων σε τόκους και χρεολύσια. Δεύτερον, ακόμη και αν το πρόγραμμα των αποκρατικοποιήσεων επιφέρει όλα τα αναμενόμενα έσοδα, η Ελλάδα είναι αναγκαίο να βρει μέσω αγορών

Διάγραμμα 23: Δημόσιο χρέος ως ποσοστό (%) του ΑΕΠ, Σενάριο ΙΙ και Σενάριο ΙΙΙ, Ελλάδα, 1988-2020



Πηγή: AMECO, IMF (2011b) και IIF (2011)

και νέων πηγών χρηματοδότησης ένα ποσό το οποίο προσεγγίζει αθροιστικά για το διάστημα 2011-2015 τα 170 δισ. ευρώ. Πρέπει να σημειωθεί μάλιστα ότι, σύμφωνα με εκτιμήσεις που υπάρχουν για το μέγεθος των τοκοχρεολυσίων μετά το 2015, τα προβλήματα για τη ρευστότητα του δημόσιου τομέα δεν αναμένεται να περιοριστούν, θέτοντας υπό αμφισβήτηση τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους.

Αξίζει επιπλέον να μελετήσουμε τις προβλέψεις για την πορεία εξέλιξης του δημόσιου χρέους τα επόμενα χρόνια με βάση το Σενάριο ΙΙ. Όπως παρατηρούμε στο Διάγραμμα 23, από τις εκτιμήσεις του IMF (2011b) προκύπτει ότι η τιμή του λόγου χρέος προς ΑΕΠ θα κορυφωθεί το 2012, ακολουθώντας μια σταδιακή πορεία αποκλιμάκωσης στη συνέχεια. Ωστόσο, είναι σημαντικό να υπογραμμίσουμε τα εξής: Πρώτον, το 2015 το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ θα έχει σχεδόν την ίδια τιμή με αυτή που είχε το 2010, όταν δηλαδή η χώρα υπέγραψε το ΜΟΧΠ. Το γεγονός αυτό είναι αρκετό για να αμφισβητηθεί σημαντικά η δυνατότητα της ασκούμενης δημοσιονομικής και οικονομικής πολιτικής να δημιουργήσει προοπτικές εξόδου από την κρίση. Δεύτερον, συγκρίνοντας τα Διαγράμματα 22 και 23, παρατηρούμε ότι η μείωση του χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ μετά το 2012 δεν συνοδεύεται από αντίστοιχη μείωση των δανειακών αναγκών. Με αυτό τον τρόπο φανερώνεται

ότι η εξέλιξη του χρέους σε σύγκριση με το ΑΕΠ δεν αποτελεί, όπως επισημάναμε στην Ενότητα 4, επαρκή δείκτη της χρηματοπιστωτικής κατάστασης του δημόσιου τομέα και της βιωσιμότητας του χρέους.

Με βάση τα στοιχεία που παραθέσαμε παραπάνω, γίνεται σαφές ότι, τουλάχιστον πριν από την πρόσφατη απόφαση της συνόδου κορυφής, οι πιθανότητες της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους της Ελλάδας ήταν ιδιαίτερα χαμηλές, ακόμη και αν υπέθετε κανείς ότι θα υπάρξει πλήρης απόδοση των νέων μέτρων και των αποκρατικοποιήσεων που προβλέπονται στο ΜΠΔΣ. Ο δείκτης χρηματοπιστωτικής κατάστασης θα παρέμενε στην πόνζι κατάσταση, καθιστώντας τον νέο δανεισμό της χώρας ιδιαίτερα υψηλό για τα επόμενα χρόνια. Με αυτό τον τρόπο εξ ορισμού υπονομευόταν η βιωσιμότητα του χρέους, λαμβάνοντας υπόψη και τη δυσκολία της χώρας να επανέλθει στις αγορές ομολόγων σε εύλογο χρονικό διάστημα.

Το βασικό ζήτημα το οποίο προκύπτει είναι σε ποιο βαθμό η πρόσφατη απόφαση της συνόδου κορυφής ανατρέπει αυτό το συμπέρασμα. Μία άμεση και γενική παρατήρηση είναι ότι η συγκεκριμένη απόφαση μειώνει τις δανειακές ανάγκες της χώρας τα αμέσως επόμενα χρόνια. Αυτό συνδέεται με το γεγονός ότι το επιτόκιο στο οποίο θα γίνεται ο διακρατικός δανεισμός της Ελλάδας μετά το 2013 θα είναι μικρότερο και θα υπάρξει αύξηση της υπολειπόμενης φυσικής διάρκειας του χρέους (Council of European Union, 2011 και IIF, 2011). Ειδικότερα, με βάση τις πρόσφατες εκτιμήσεις του IIF (2011), τα χρεολύσια για την περίοδο 2011 έως 2015 θα μειωθούν αισθητά· ωστόσο, μεγάλο μέρος της αποπληρωμής του χρέους θα μετατεθεί για μετά το 2015, αυξάνοντας τις μεσομακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις του δημόσιου τομέα.

Αναφορικά με την εξέλιξη του δημόσιου χρέους, οι εκτιμήσεις του IIF (2011) δείχνουν ότι αυτό δεν πρόκειται να μειωθεί άμεσα με την εφαρμογή των μέτρων που αποφασίστηκαν στη σύνοδο κορυφής. Παρά την άμεση μείωση που θα υπάρξει λόγω της επαναγοράς ομολόγων από τη δευτερογενή αγορά, της ανταλλαγής ομολόγων και της συρρίκνωσης των τόκων, προβλέπεται ότι ο δημόσιος τομέας της Ελλάδας θα πρέπει να δανειστεί προκειμένου να χρηματοδοτήσει τις εγγυήσεις που συνδέονται με το πρόγραμμα ανταλλαγής ομολόγων. Όπως μπορούμε να δούμε στο Διάγραμμα 23 –όπου το Σενάριο ΙΙΙ αντικατοπτρίζει τις εκτιμήσεις του IIF (2011) για την εξέλιξη του λόγου χρέος προς ΑΕΠ αν εφαρμοστούν οι απο-

φάσεις της συνόδου–, το συνολικό αποτέλεσμα που θα υπάρξει θα είναι ο λόγος χρέος προς ΑΕΠ να διαμορφωθεί σε υψηλότερα επίπεδα μέχρι το 2015 σε σύγκριση με το Σενάριο ΙΙ. Ο συγκεκριμένος λόγος θα αρχίσει να αποκλιμακώνεται σε σύγκριση με το Σενάριο ΙΙ μόνο μετά το 2016, καταλήγοντας το 2020 στο 121% του ΑΕΠ, στο επίπεδο δηλαδή που βρισκόταν το 2009, όταν και εκδηλώθηκε η δημοσιονομική κρίση.

Συνοψίζοντας, παρά τις προαναφερθείσες ευνοϊκές ρυθμίσεις που προέκυψαν από τη σύνοδο κορυφής, θα μπορούσε να ειπωθεί ότι η βιωσιμότητα της χρηματοπιστωτικής κατάστασης του δημόσιου τομέα της Ελλάδας εξακολουθεί να αμφισβητείται σε μεγάλο βαθμό. Οι λόγοι είναι κυρίως τέσσερις: Πρώτον, δεν είναι σαφές ότι οι μειώσεις στις δανειακές υποχρεώσεις και τα νέα δάνεια που θα δοθούν αποτελούν επαρκή συνθήκη για την πλήρη κάλυψη των δανειακών αναγκών που αποτυπώθηκαν στο Διάγραμμα 22· σε αυτό το συμπέρασμα συνηγορεί και το γεγονός ότι μετά τις 21 Ιουλίου έχουν ανακύψει αρκετές πρακτικές δυσκολίες στην υλοποίηση των αποφάσεων. Δεύτερον, δεν προβλέπεται άμεση αποκλιμάκωση του λόγου του χρέους προς το ΑΕΠ, γεγονός που δυσχεραίνει την επιθυμητή μείωση των αποδόσεων των ελληνικών ομολόγων στις διεθνείς αγορές κεφαλαίου. Τρίτον, έστω και αν οι εκτιμώμενες δανειακές ανάγκες καλυφθούν, στην πράξη παραμένει υπό σημαντική αμφισβήτηση η δυνατότητα του ΜΠΔΣ να επιφέρει τα αναμενόμενα για την κυβέρνηση αποτελέσματα. Όπως σημειώσαμε και παραπάνω, οι μακροοικονομικές προβλέψεις που αποτυπώνονται στο ΜΠΔΣ είναι ιδιαίτερα αισιόδοξες· εξίσου αισιόδοξες είναι και οι προβλέψεις για τα έσοδα μέσω αποκρατικοποιήσεων. Τέταρτον, βασικό γνώρισμα της συμφωνίας που έχει επιτευχθεί είναι ότι μεταθέτει σημαντικό μέρος των δανειακών υποχρεώσεων της χώρας μετά το 2015. Έτσι, ακόμη και στην περίπτωση που η ρευστότητα του δημόσιου τομέα εξασφαλιστεί μέχρι το 2015, η εξυπηρέτηση του χρέους μετά το συγκεκριμένο έτος προϋποθέτει πολύ υψηλούς ρυθμούς οικονομικής μεγέθυνσης, που θα συνοδευτούν από σημαντική αύξηση των φορολογικών εσόδων. Καθίσταται λοιπόν σαφές ότι η βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους εξακολουθεί να αποτελεί ζητούμενο, παρά τις πρόσφατες ρυθμίσεις.

6. Σύνοψη και συμπεράσματα

Σκοπός της παρούσας μελέτης ήταν να αξιολογηθεί η χρηματοπιστωτική κατάσταση του δημόσιου τομέα της Ελλάδας, έχοντας ως βάση το θεωρητικό πλαίσιο του Minsky. Η στατιστική μας ανάλυση επικεντρώθηκε στην εξέταση των χρηματικών εισροών και εκροών του δημόσιου τομέα, με στόχο την ταξινόμησή του σε αντισταθμιστή, κερδοσκόπο, πόνζι και ultra πόνζι. Επίσης, για τη συνολική αποτύπωση της χρηματοπιστωτικής κατάστασης του δημόσιου τομέα χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία που αφορούν τόσο τη διάρκεια του δημόσιου χρέους όσο και την εθνικότητα των διακρατητών του, υιοθετώντας τη διάκριση ανάμεσα σε εσωτερικό και εξωτερικό χρέος.

Βασικό συμπέρασμα της μελέτης είναι ότι ο ελληνικός δημόσιος τομέας παρέμεινε τις δύο τελευταίες τουλάχιστον δεκαετίες σε εύθραυστη χρηματοπιστωτική κατάσταση, παρά το γενικά ευνοϊκό περιβάλλον που διαμορφώθηκε λόγω των υψηλών ρυθμών οικονομικής μεγέθυνσης και των χαμηλών επιτοκίων δανεισμού. Σε μεγάλο βαθμό η εύθραυστη αυτή κατάσταση ερμηνεύεται από τη σημαντική υστέρηση των εσόδων σε σχέση με τις πρωτογενείς δαπάνες. Επίσης, από την ανάλυση των στοιχείων προέκυψε ότι η χρηματοπιστωτική κατάσταση του δημόσιου τομέα στην Ελλάδα επιδεινώνεται μετά την είσοδο της χώρας στην ΟΝΕ: τη συγκεκριμένη περίοδο καταγράφεται σημαντική αύξηση των δανειακών αναγκών της χώρας. Η εξέλιξη αυτή, σε συνδυασμό με τις θεσμικές αδυναμίες της Ευρωζώνης, οδήγησε σε μια αρκετά ευάλωτη χρηματοπιστωτική κατάσταση τον δημόσιο τομέα της Ελλάδας, με συνέπεια τις δυσμενείς εξελίξεις που καταγράφηκαν από τον Οκτώβριο του 2009 και μετά.

Επιπλέον, η ανάλυση που προηγήθηκε έδωσε έμφαση στην αποτύπωση του ευνοϊκού χρηματοοικονομικού και μακροοικονομικού περιβάλλοντος και της επίδρασής τους στο δανεισμό του δημόσιου τομέα της Ελλάδας. Υποστηρίχθηκε ότι αυτό το περιβάλλον πιθανότατα συνέβαλε στην υπερβολική χρήση του δανει-

σμού μέσω των αγορών ομολόγων από τους φορείς άσκησης της δημοσιονομικής πολιτικής, οι οποίοι δεν συνεκτίμησαν τις συνέπειες που μπορεί να έχει μια πιθανή αλλαγή των οικονομικών συνθηκών στη δυνατότητα δανεισμού του δημόσιου τομέα. Το συνολικό αποτέλεσμα ήταν η δημιουργία ενός εύθραυστου χρηματοπιστωτικά τομέα, ο οποίος βρέθηκε στο επίκεντρο κερδοσκοπικών πιέσεων μετά το ξέσπασμα της χρηματοπιστωτικής κρίσης. Η συνακόλουθη αδυναμία χρηματοδότησης των ελλειμμάτων μέσω των διεθνών αγορών κεφαλαίου σε συνδυασμό με την πολιτική της ΕΚΤ είχε ως συνέπεια η Ελλάδα να αδυνατεί να χρησιμοποιήσει τη δημοσιονομική της πολιτική ως εργαλείο σε μια περίοδο κατάρρευσης των προσδοκιών στον ιδιωτικό τομέα της οικονομίας. Αυτή η αδυναμία είχε εξαιρετικά δυσμενείς επιπτώσεις στη μακροοικονομική της επίδοση, αφού οδήγησε σε σημαντική συρρίκνωση του ΑΕΠ και σε κατακόρυφη άνοδο της ανεργίας.

Ιδιαίτερης σημασίας είναι η διαπίστωση ότι οι πολιτικές που ασκούνται μετά την υπογραφή του ΜΟΧΠ δεν δύνανται με βάση τις επίσημες προβλέψεις να βελτιώσουν τα αμέσως επόμενα χρόνια τη χρηματοπιστωτική κατάσταση του δημόσιου τομέα. Ακόμη και αν υπάρξει πλήρης εφαρμογή των νέων μέτρων που προβλέπονται στο ΜΠΔΣ, οι δανειακές ανάγκες του δημόσιου τομέα θα παραμείνουν υψηλότατες μέχρι το 2015. Παρά το γεγονός ότι η πρόσφατη συμφωνία της συνόδου κορυφής αναμένεται να έχει ευνοϊκές επιπτώσεις στη ρευστότητα του δημόσιου τομέα, διαπιστώθηκε ότι το πιο πιθανό σενάριο είναι να μην αποτελέσει επαρκή συνθήκη για την αποκατάσταση της βιωσιμότητας της χρηματοπιστωτικής κατάστασης του δημόσιου τομέα της Ελλάδας.

Βιβλιογραφία

Afonso, A. (2005). "Fiscal sustainability: The unpleasant European case", *Finanz-Aarchiv*, 61, pp. 19-44.

Afonso, A. and Rault, C. (2010). "What do we really know about fiscal sustainability in the EU? A panel data diagnostic", *Review of World Economics*, 145, pp. 731-755.

Arestis, P. (2001). "Recent banking and financial crises: Minsky versus the financial liberalizationists", in Bellofiore, R. and Ferri, P. (eds), *Financial Keynesianism and Market Instability, The Economic Legacy of Hyman Minsky*, vol. I, USA: Edward Elgar.

Arestis, P. and De Antoni, E. (2009). "Minsky's financial instability hypothesis: The crucial role of fiscal policy", in Creel, J. and Sawyer, M. (eds), *Current Thinking of Fiscal Policy*, USA: Palgrave Macmillan.

Argyrous, G. (1998). "Can expenditure cuts eliminate a budget deficit? The Australian case", Working Paper 248, The Levy Economics Institute at Bard College, Annandale-on-Hudson.

Arza, V. and Espanol, P. (2008). "Les Liaisons dangereuses: A Minskyan approach to the relation of credit and investment in Argentina during the 1990s", *Cambridge Journal of Economics*, 32, pp. 739-759.

Aspromourgos, T., Rees, D. and White, G. (2010). "Public debt sustainability and alternative theories of interest", *Cambridge Journal of Economics*, 34, pp. 433-447.

Baglioni, A. and Cherubini, U. (1993). "Intertemporal budget constraint and public debt sustainability: The case of Italy", *Applied Economics*, 25 (2), pp. 275-283.

Bagnai, A. (2004). "Keynesian and neoclassical fiscal sustainability indicators, with applications to EMU member countries", Working Paper 75, Universita degli Studi di Roma La Sapienza, Dipartimento di Economia Publica.

Becker, S., Deuberm, G. and Stankiewicz, S. (2010). "Public debt in 2020: A sustainability analysis for DM and EM economies", Deutsche Bank Research.

Bellofiore, R. and Ferri, P. (2001). "Introduction: 'Things fall apart, the centre cannot hold'", in Bellofiore, R. and Ferri, P. (eds), *Financial Keynesianism and Market Instability, The Economic Legacy of Hyman Minsky*, vol. II, USA: Edward Elgar.

Bhatt, A. (2010). "Revisiting indicators of public debt sustainability: Capital expenditure, growth and public debt in India", Working Paper 27422, MPRA.

BIS (2010a). 80th Annual Report, Switzerland: BIS.

BIS (2010b). "International banking and financial market developments", Quarterly Review, Switzerland: BIS, June.

Blanchard, O. (1990), "Suggestions for a new set of fiscal indicators", Working Paper 79, Organization for Economic Co-Operation and Development.

Blanchard, O., Chouraqui, J.-C., Hagemann, R. and Sartor, N. (1990). "The sustainability of fiscal policy: New answers to an old question", *OECD Economic Studies*, 15, pp. 7-36.

Bohn, H. (1995). "The sustainability of budget deficits in a stochastic economy", *Journal of Money, Credit and Banking*, 27 (1), pp. 257-271.

Bohn, H. (1998) "The behaviour of US public debt and deficits", *The Quarterly Journal of Economics*, 113 (3), pp. 949-963.

Bohn, H. (2005). "The sustainability of fiscal policy in the United States", Working Paper 1446, Cesifo.

Bohn, H. (2007). "Are stationary and cointegration restrictions really necessary for the intertemporal budget constraint?", *Journal of Monetary Economics*, 54, pp. 1837-1847.

Buiter, W. and Patel, U. (1992). "Debt, deficits, and inflation: An application to the public finances of India", *Journal of Public Economics*, 47, pp. 171-205.

Cecchetti, S., Mohanty, M. and Zampolli, F. (2010). "The future of public debt: Prospects and implications", Working Paper 300, Bank for International Settlements.

Charles, S. (2008a). "A post Keynesian model of accumulation with a Minskyan financial structure", *Review of Political Economy*, 20, pp. 319-331.

Charles, S. (2008b). "Teaching Minsky's financial instability hypothesis: A manageable suggestion", *Journal of Post Keynesian Economics*, 31 (1), pp. 125-138.

Corsetti, G. and Roubini, N. (1991). "Fiscal deficits, public debt, and government solvency: Evidence from OECD countries", *Journal of the Japanese and International Economies*, pp. 354-380.

Cottarelli, C. (2011). "The risk octagon: A comprehensive framework for assessing sovereign risks", found in http://www.imf.org/external/np/fad/news/2011/docs/Cottarelli1.pdf.

Cottarelli, C., Forni, L., Gottschalk, J. and Mauro, P. (2010). "Default in today's advanced economies: Unnecessary, undesirable, and unlikely", Staff Position Note 1, International Monetary Fund.

Cottarelli, C. and Schaechter, A. (2010). "Long-term trends in public finances in the G-7 economies", Staff Position Note 13, International Monetary Fund.

Council of European Union (2011). "Statement by the heads of state or government of the euro area and EU institutions".

Davidson, P. (2002). *Financial Markets, Money and the Real World*, UK: Edward Elgar.

Davidson, P. (2010). "Making dollars and sense of the U.S. government debt", *Journal of Post Keynesian Economics*, 32, pp. 663-666.

Davis, P. (1995). *Debt, Financial Fragility and Systemic Risk*, New York: Oxford University Press.

De Antoni, E. (2007). "Minsky's vision and its relationship with the General Theory", in Arestis, P. and Zezza, G. (eds), *Advances in Monetary Policy and Macroeconomics*, USA: Palgrave Macmillan.

Dymski, G. and Pollin, R. (1992). "Hyman Minsky as Hedgehog: The power of the Wall Street paradigm", in Fazzari, S. and Papadimitriou, D. (eds), *Financial Conditions and Macroeconomic Performance: Essays in Honour of Hyman P. Minsky*, New York: M.E Sharpe.

Erturk, K. (2007). "On the Minskyan business cycle", in Arestis, P. and Zezza, G. (eds), *Advances in Monetary Policy and Macroeconomics*, USA: Palgrave Macmillan.

Escolano, J. (2010). "A practical guide to public debt dynamics, fiscal sustainability, and cyclical adjustment of budgetary aggregates", Fiscal Affairs Department, International Monetary Fund.

Ferrari-Filho, F., Terra, F. and Conceicao, O. (2010). "The financial fragility hypothesis applied to the public sector: An analysis for Brazil's economy from 2000 to 2008", *Journal of Post Keynesian Economics*, 33 (1), pp. 151-168.

Foley-Fisher, N. (2010). "Maturing debt and default risks", *National Institute Economic Review*, 211, pp. F63-F64.

Fullwiler, S. (2007). "Interest rates and fiscal sustainability", *Journal of Economic Issues*, XLI (4), pp. 1003-1042.

Greiner, A., Koller, U. and Semmler, W. (2007). "Debt sustainability in the European monetary union: Theory and empirical evidence for selected countries", Working Paper 71, Center for Empirical Macroeconomics.

Hamilton, J. and Flavin, M. (1986). "On the limitations of government borrowing: A framework for empirical testing", *The American Economic Review*, 76 (4), pp. 808-819.

Hernandez, L. and Gamarra, B. (2010). "Debt sustainability and the ongoing financial crisis: The case of IDA-only African countries", *African Development Review*, 22 (3), pp. 419-439.

IIF (2011). "Greece: Debt sustainability improved", August.

IMF (2004). "Debt sustainability in low-income countries: Proposal for an operational framework and policy implications", International Monetary Fund and International Development Association, Washington, DC.

IMF (2009). "A review of some aspects of the low-income country debt sustainability framework", International Monetary Fund and International Development Association, Washington, DC.

IMF (2011a). "Greece: Third review under the stand-by arrangement", Country Report 68, Washington, DC.

IMF (2011b). "Greece: Fourth review under the stand-by arrangement and request for modification and waiver of applicability of performance criteria", Country Report 175, Washington, DC.

Kelton, S. and Wray, R. (2009). "Can Euroland survive?", Public Policy Brief 106, The Levy Economics Institute at Bard College, Annandale-on-Hudson.

Korliras, P. and Monogios, Y. (2010). "Asymmetric fiscal dynamics and the significance of fiscal rules for EMU public finances", *The Journal of Economic Asymmetries*, 7 (2), pp. 139-169.

Kregel, J. (1992). "Minsky's 'Two Price' theory of financial instability and monetary policy: Discounting versus open market intervention", in Fazzari, S. and Papadimitriou, D. (eds), *Financial Conditions and Macroeconomic Performance: Essays in Honour of Hyman P. Minsky*, New York: M.E Sharpe.

Kregel, J. (2004). "External financing for development and international financial instability", Discussion Paper Series 32, G-24.

Kregel, J. (2007). "Rethinking debt sustainability in the context of the millennium development goals", *Banca Nazionale del Lavoro*, Quarterly Review, LX (242).

Kregel, J. (2009). "The natural instability of financial markets", Working Paper 523, The Levy Economics Institute at Bard College, Annandale-on-Hudson.

Kremers, J. (1989). "US federal indebtedness and the conduct of fiscal policy", *Journal of Monetary Economics*, 23, pp. 219-238.

Lavoie, M. (1995). "Interest rates in post-Keynesian models of growth and distribution", *Metroeconomica*, 46 (2), pp. 146-177.

Li, M. (2009). "Socialization of risks without the socialization of investment: The Minsky paradox and the structural contradiction of big government capitalism", Working Paper Series 205, Political Economy Research Institute University of Massachusetts Amherst.

Lienert, I. (2009). "Where does the public sector end and the private sector begin?", Working Paper 122, International Monetary Fund.

Lima, G. and Meirelles, A. (2007). "Macrodynamics of debt regimes, financial instability and growth", *Cambridge Journal of Economics*, 31, pp. 563-580.

Makrydakis, S., Tzavalis, E. and Balfoussias, A. (1999). "Policy regime changes and the long-run sustainability of fiscal policy: An application to Greece", *Economic Modelling*, 16, pp. 71-86.

Mendonca, A. and Deos, S. (2009). "Crises in the financial regulation of finance-led capitalism: A Minskyan analysis", *Revue de la Regulation*, 6, pp. 1-15.

Minsky, H. (1975a). *John Maynard Keynes*, New York: Columbia University Press.

Minsky, H. (1975b). "Suggestions for a cash flow-oriented bank examination", *Proceedings of a Conference on Bank Structure and Competition*, Chicago I1: FRB of Chicago, pp. 150-184.

Minsky, H. (1982). *Inflation, Recession and Economic Policy*, New York: M.E Sharpe.

Minsky, H (1986a). "The evolution of financial institutions and the performance of the economy", *Journal of Economic Issues*, XX (2).

Minsky, H. (1986b). *Stabilizing an Unstable Economy*, USA: Mc Graw Hill.

Minsky, H. (1991). "Financial crises: Systemic or idiosyncratic", Working Paper 51, The Levy Economics Institute at Bard College, Annandale-on-Hudson.

Minsky, H. (1992). "The capital development of the economy and the structure of financial institutions", Working Paper 72, The Levy Economics Institute at Bard College, Annandale-on-Hudson.

Minsky, H. (1995). "Financial factors in the economics of capitalism", *Journal of Financial Services Research*, 9, pp. 197-208.

Minsky, H. and Adelman, I. (1960). "On the national debt and economic growth", Unpublished.

OECD (2011). "General assessment of the macroeconomic situation", *Economic Outlook*, 89 (1), Paris: OECD, preliminary version.

Ostry, J., Chosh, A., Kim, J. and Qureshi, M. (2010). "Fiscal space", Staff Position Note 11, International Monetary Fund.

Palley, T. (2010). "The simple macroeconomics of fiscal austerity, public sector debt and deflation", Working Paper 8, Macroeconomic Policy Institute (IMK).

Palma, G. (2000). "The magical realism of Brazilian economics: How to create a financial crisis by trying to avoid one", Working Paper Series 17, CEPA.

Papadimitriou, D. and Wray, R. (1998). "The economic contributions of Hyman Minsky: Varieties of capitalism and institutional reform", *Review of Political Economy*, 10 (2), pp. 199-225.

Sawyer, M. (2001). "Minsky's analysis, the European single currency and the global financial system", in Fazzari, S. and Papadimitriou, D. (eds), *Financial Conditions and Macroeconomic Performance: Essays in Honour of Hyman P. Minsky*, New York: M.E Sharpe.

Schroeder, S. (2009). "Defining and detecting financial fragility: New Zealand's experience", *International Journal of Social Economics*, 36 (3), pp. 287-307.

Smith, G. and Zin, S. (1991). "Persistent deficits and the market value of government debt", *Journal of Applied Econometrics*, 6 (1), pp. 31-44.

Trehan, B. and Walsh, C. (1991). "Testing intertemporal budget constraints: Theory and applications to US federal budget and current account deficits", *Journal of Money, Credit and Banking*, 23 (2), pp. 206-223.

Tymoigne, E. (2009). *Central Banking, Asset Prices and Financial Fragility*, USA: Routledge.

Uctum, M. and Wickens, M. (1996). "Debt and deficit ceilings, and sustainability of fiscal policies: An intertemporal analysis", Research Paper 9615, Federal Reserve Bank of New York.

Wilcox, D. (1989). "The sustainability of government deficits: Implications of the present-value borrowing constraint", *Journal of Money, Credit and Banking*, 21 (3), pp. 291-306.

Wray, R. (2006). "Extending Minsky's classifications of fragility to government and the open economy", Working Paper 450, The Levy Economics Institute at Bard College, Annandale-on-Hudson.

Αργείτης, Γ. (2000). «Δημόσιο έλλειμμα, δημόσιο χρέος και η φερεγγυότητα του ελληνικού δημόσιου τομέα», *ΣΠΟΥΔΑΙ*, 50 (1-2), σελ. 199-217.

Αργείτης, Γ. και Κορατζάνης, Ν. (2011). *Οικονομική Πολιτική Σταθεροποίησης και Αστάθεια στην ΟΝΕ*, Αθήνα: Παπαζήση.

Μαλλιαρόπουλος, Δ. (2010). «Δημοσιονομική προσαρμογή και οικονομική ανάπτυξη 2010-2020», *Eurobank EFG Economic Research*, V (9).

Μαριόλης, Θ. και Παπουλής, Κ. (2010). «Δυναμική του χρέους, ''δίδυμα ελλείμματα'' και διεθνής ανταγωνιστικότητα της ελληνικής οικονομίας», διαθέσιμο στο http://mpra.ub.uni-muenchen.de/23173/.

Υπουργείο Οικονομικών (2011). «Μεσοπρόθεσμο πλαίσιο δημοσιονομικής στρατηγικής 2012-2015».

Παράρτημα: Ορισμοί δημοσιονομικών μεγεθών και πηγές δεδομένων

Σύνολο τρεχόντων εσόδων = έμμεσοι φόροι (taxes on production and imports receivable) + άμεσοι φόροι (current taxes on income etc receivable) + κοινωνικές εισφορές (social contributions receivable) + πωλήσεις αγαθών και υπηρεσιών (market output, output for own final use and payments for other non-market output) + αποδόσεις από στοιχεία ενεργητικού (property income receivable) + λοιπές επιδοτήσεις της παραγωγής (other subsidies on production) + λοιπά τρέχοντα έσοδα (other current transfers receivable)

Συνολικά έσοδα = σύνολο τρεχόντων εσόδων + φόροι κεφαλαίου (capital taxes receivable) + εισπρακτέες κεφαλαιακές μεταβιβάσεις (other capital transfers and investment grants, receivable)

Σύνολο τρεχουσών δαπανών = λειτουργικά έξοδα (intermediate consumption) + αμοιβές προσωπικού (compensation of employees payable) + τόκοι (interests) + επιδοτήσεις (subsidies) + κοινωνικές μεταβιβάσεις (social benefits other than social transfers in kind and social transfers in kind) + λοιπές τρέχουσες δαπάνες (other taxes on production payable + other property income payable + current taxes on income etc payable + adjustment for the change in net equity of households in pension funds reserves + other current transfers payable)

Συνολικές δαπάνες = σύνολο τρεχουσών δαπανών + κεφαλαιακές μεταβιβάσεις πληρωτέες (capital transfers, payable) + δαπάνες για επενδύσεις (gross capital formation) + λοιπές καθαρές αποκτήσεις μη χρηματοπιστωτικών στοιχείων του ενεργητικού (acquisitions less disposals of non financial non-produced assets)

Χρεολύσια γενικής κυβέρνησης = χρεολύσια κεντρικής κυβέρνησης + χρεολύσια οργανισμών κοινωνικής ασφάλισης

Για την περίοδο 1988-2010 τα στοιχεία για τα χρεολύσια της κεντρικής κυβέρνησης προέρχονται από τις εισηγητικές εκθέσεις των προϋπολογισμών του Υπουργείου Οικονομικών, για τα χρεολύσια των οργανισμών κοινωνικής ασφάλισης από τα στατιστικά δελτία της Τράπεζας της Ελλάδος, για το δημόσιο χρέος ως ποσοστό (%) του ΑΕΠ από την AMECO και για τα υπόλοιπα δημοσιονομικά μεγέθη από τον ιστότοπο της Eurostat (http://epp.eurostat.ec.europa.eu, ημερομηνία πρόσβασης 20/08/2011). Για την περίοδο 2011-2015 οι σχετικές προβλέψεις για τα δημοσιονομικά μεγέθη προέρχονται από το IMF (2011a, 2011b). Οι εκτιμήσεις για το λόγο του χρέους προς το ΑΕΠ την περίοδο 2011-2020 είναι από το IIF (2011) και το IMF (2011b).

ISBN: 978-960-9571-03-6