

# Δημιούργησαν τα Προγράμματα Οικονομικής Προσαρμογής συνθήκες βιώσιμης οικονομικής μεγέθυνσης; Μια συγκριτική ανάλυση

ΧΡΗΣΤΟΣ ΠΙΕΡΡΟΣ

Μελέτες (Studies)

56







Δημιούργησαν τα Προγράμματα  
Οικονομικής Προσαρμογής συνθήκες  
βιώσιμης οικονομικής μεγέθυνσης;  
Μια συγκριτική ανάλυση

Χρήστος Πιέρρος

ΑΘΗΝΑ  
2020



Δημιούργησαν τα Προγράμματα  
Οικονομικής Προσαρμογής συνθήκες  
βιώσιμης οικονομικής μεγέθυνσης;

Μια συγκριτική ανάλυση

**Δημιούργησαν τα Προγράμματα Οικονομικής Προσαρμογής  
συνθήκες βιώσιμης οικονομικής μεγέθυνσης; Μια συγκριτική ανάλυση**

Copyright © INE ΓΣΕΕ

ISBN: 978-618-5483-25-8

**ΙΝΣΤΙΤΟΥΤΟ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΓΣΕΕ**

**Παρατηρητήριο Οικονομικών και Κοινωνικών Εξελίξεων**

Εμμανουήλ Μπενάκη 71Α, 106 81, Αθήνα

T: 210 332 7710 • F: 210 330 4452

www.ineobservatory.gr • www.inegsee.gr

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

Design: Αμαλία Χριστακοπούλου

Παραγωγή - Εκτύπωση: ΚΑΜΠΥΛΗ ΑΕΒΕ • www.kambili.gr

Γλωσσική επιμέλεια – Διορθώσεις: Στέλλα Ζούπα, Γιώτα Χρόνη

*Απαγορεύεται η με οποιονδήποτε τρόπο ανατύπωση ή  
μετάφραση όλου ή μέρους του κειμένου χωρίς την άδεια του εκδότη.  
Επίσης, η αναδημοσίευση (όλου ή μέρους του) χωρίς αναφορά της πηγής.*

Η παρούσα έρευνα εκπονήθηκε στο πλαίσιο του Υποέργου 1 της Πράξης «Διεύρυνση της λειτουργίας και των δράσεων του Παρατηρητηρίου Κοινωνικών και Οικονομικών Εξελίξεων του Ινστιτούτου Εργασίας (INE) της ΓΣΕΕ» με κωδικό ΟΠΣ 5000996. Το έργο συγχρηματοδοτείται από την Ελλάδα και την Ευρωπαϊκή Ένωση (Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο) μέσω του Επιχειρησιακού Προγράμματος «Ανάπτυξη Ανθρώπινου Δυναμικού, Εκπαίδευση και Διά Βίου Μάθηση 2014-2020».

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1. Εισαγωγή.....	7
2. Σύνοψη και σύγκριση των Προγραμμάτων Οικονομικής Προσαρμογής.....	13
3. Η ισορροπία των ισοζυγίων των θεσμικών τομέων στη θεωρία και στην πράξη .....	25
3.1 Η μεθοδολογία της ισορροπίας ισοζυγίων των θεσμικών τομέων.....	26
3.2 Εμπειρική βιβλιογραφία .....	31
4. Η εξέλιξη στους βασικούς μακροοικονομικούς δείκτες .....	37
5. Η ισορροπία των χρηματοοικονομικών ισοζυγίων .....	55
5.1 Η συμβολή του δημόσιου και του εξωτερικού τομέα στο ΑΕΠ και στο ισοζύγιο του ιδιωτικού τομέα .....	58
5.2 Χρηματοοικονομικό ισοζύγιο και συνθήκες βιωσιμότητας του ιδιωτικού τομέα .....	67
6. Χρέος και χρηματοοικονομική αστάθεια .....	73
6.1 Οι επιχειρήσεις .....	75
6.2 Τα νοικοκυριά.....	80
6.3 Ο τραπεζικός τομέας .....	83



7. Συμπεράσματα.....89

Βιβλιογραφία.....93

# 01 Εισαγωγή

Ένα από τα κύρια οικονομικά γεγονότα που συνέβησαν τη δεκαετία που πέρασε ήταν η εφαρμογή των Προγραμμάτων Οικονομικής Προσαρμογής σε κάποια από τα κράτη-μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης (ΕΕ). Τα προγράμματα αυτά αποτέλεσαν τον κύριο μηχανισμό αντιμετώπισης της κρίσης χρέους και διόρθωσης των μακροοικονομικών ανισορροπιών που παρατηρήθηκαν μετά την παγκόσμια οικονομική κρίση του 2007-2008.<sup>1</sup> Όμως, το εύρος των εργαλείων και των στόχων διέφερε ανάλογα με το μέγεθος της οικονομίας και με το αν είναι μέλος της Ευρωζώνης ή όχι. Έτσι, στην περίπτωση της Ισπανίας το Πρόγραμμα Οικονομικής Προσαρμογής αφορούσε μόνο την ενίσχυση του τραπεζικού συστήματος. Σε άλλες περιπτώσεις, όπως της Ρουμανίας και της Ουγγαρίας, η φύση των προγραμμάτων ήταν διαφορετική, καθώς τα συγκεκριμένα κράτη δεν ανήκουν στην Ευρωζώνη, ενώ όσον αφορά τη Λετονία το ιστορικό της υπόβαθρο την καθιστά ξεχωριστή περίπτωση. Αντιθέτως, τα Προγράμματα Οικονομικής Προσαρμογής της Ελλάδας, της Πορτογαλίας, της Κύπρου και της Ιρλανδίας παρουσιάζουν αρκετές ομοιότητες και γι' αυτόν τον λόγο η παρούσα μελέτη εστιάζει αποκλειστικά σε αυτά.

Πέρα από τη σταθεροποίηση του χρηματοοικονομικού τομέα, κοινός παράγοντας των προγραμμάτων που εφαρμόστηκαν στα παραπάνω τέσσερα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης ήταν η εξάλειψη των δίδυμων ελλειμμάτων, δηλαδή του ελλείμματος της Γενικής Κυβέρνησης ή του δημοσιοοικονομικού ελλείμματος, και του ελλείμματος στο εξωτερικό ισοζύγιο ή ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Κύριος μοχλός για την επίτευξη αυτού του στόχου ήταν ο μετασχηματισμός των οικονομιών με τέτοιο τρόπο ώστε η

---

1. Σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Επιτροπή ως *μακροοικονομική ανισορροπία* εννοείται οποιοσδήποτε παράγοντας προκαλεί αρνητικές επιδράσεις για μεγάλο διάστημα στο μακρο-χρηματοοικονομικό και το μακρο-διαρθρωτικό σύστημα της οικονομίας (βλ. European Commission, 2016). Στη συγκεκριμένη περίπτωση η μακροοικονομική ανισορροπία αφορούσε το μεγάλο έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών συγκεκριμένων κρατών-μελών και την επίπτωση της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης του 2007-2008 στο τραπεζικό σύστημα.

οικονομική μεγέθυνση, ή πιο απλά η αύξηση του ΑΕΠ, να βασίζεται κυρίως στις επενδύσεις και στις εξαγωγές. Ο μετασχηματισμός αυτός υποτίθεται ότι θα προερχόταν μέσω δύο βασικών πυλώνων: α) της δημοσιονομικής προσαρμογής, που θα οδηγούσε στην επίτευξη δημοσιονομικών πλεονασμάτων, και β) της πολιτικής εσωτερικής υποτίμησης, που θα μείωνε τις τιμές και επομένως θα καθιστούσε τα εγχώρια προϊόντα φθηνότερα, αυξάνοντας έτσι τις εξαγωγές.

Η θεωρία πίσω από τη δημιουργία του πρώτου πυλώνα βασίζεται σε αυτό που στη βιβλιογραφία ονομάζεται αποτέλεσμα εκτόπισης (crowding-out effect). Σύμφωνα με αυτήν τη θεωρία, όταν ο δημόσιος τομέας εμφανίζει έλλειμμα, θα πρέπει να δανειστεί για να χρηματοδοτήσει το έλλειμμά του. Επομένως, εκδίδει ομόλογα τα οποία αποτελούν αντικείμενο αγοραπωλησίας στο χρηματιστήριο. Η έκδοση νέων ομολόγων σημαίνει ότι αυξάνεται ο συνολικά προσφερόμενος όγκος τους. Για να δεχτεί το κοινό να κρατήσει τα επιπλέον ομόλογα, θα πρέπει το κέρδος που θα λάβει από αυτά, δηλαδή οι τόκοι, και άρα το επιτόκιο που καθορίζει τους τόκους, να είναι υψηλότερο. Με τη σειρά του το υψηλότερο επιτόκιο των ομολόγων ωθεί προς τα πάνω και το επιτόκιο με βάση το οποίο δανείζονται οι επιχειρήσεις από τις τράπεζες. Έτσι, οι επιχειρήσεις θα μειώσουν την επενδυτική τους δραστηριότητα, γιατί πλέον αντιμετωπίζουν υψηλότερο κόστος. Με αυτόν τον τρόπο, το δημοσιονομικό έλλειμμα μειώνει τις επενδύσεις. Άρα, η δημοσιονομική προσαρμογή, δηλαδή η μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος, ή/και η επίτευξη δημοσιονομικού πλεονάσματος, θα μειώσει το επιτόκιο δανεισμού των επιχειρήσεων και έτσι θα αυξηθούν οι επενδύσεις.<sup>2</sup> Σύμφωνα με την ίδια αντίληψη, ένα επιπλέον όφελος της δημοσιονομικής προσαρμογής είναι ότι μειώνει την ποσότητα του χρήματος που κυκλοφορεί σε μια οικονομία, αφού απορροφά πόρους από τον ιδιωτικό τομέα. Αυτό σημαίνει ότι τόσο οι εισαγωγές όσο και το γενικό επίπεδο τιμών θα μειωθεί, πράγμα το οποίο θεωρείται ότι θα ενισχύσει τις εξαγωγές και το εμπορικό ισοζύγιο.<sup>3</sup>

Η θεωρία που θεμελιώνει τον δεύτερο πυλώνα βασίζεται στην εξέταση της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας αποκλειστικά από την πλευρά του κόστους, δηλαδή από τις τιμές των εξαγωγίμων προϊόντων σε σχέση με τις αντίστοιχες τιμές που επικρατούν στο εξωτερικό.<sup>4</sup> Όταν πρόκειται για μια οικονομία η οποία συμμετέχει σε μια νομισματική ένωση, όπως η Ευρωζώνη, όπου δεν υπάρχει η επιλογή της υποτίμησης του νομίσματος, η οικονομική πολιτική στρέφεται στη μείωση των τιμών μέσω της συμπίεσης των παραγόντων που τις καθορίζουν, π.χ. κέρδη, έμμεσοι φόροι, μισθοί κτλ.

2. Για μια πιο τεχνική εξήγηση βλ. Ganelli (2003).

3. Βλ. Blanchard (2007, 2009).

4. Στη βιβλιογραφία αυτό ονομάζεται *σχετική τιμή*.

Συγκεκριμένα, η μέτρηση της ανταγωνιστικότητας κόστους βασίζεται στον δείκτη του μοναδιαίου κόστους εργασίας, ο οποίος αντιπροσωπεύει το μέσο κόστος εργασίας, δηλαδή τον μέσο μισθό ανά εργαζόμενο ως προς την παραγωγικότητα της εργασίας, δηλαδή το προϊόν που παράγει ο κάθε εργαζόμενος. Επομένως, η ανταγωνιστικότητα μιας οικονομίας εξαρτάται από το προϊόν που παράγει ο μέσος εργαζόμενος σε σχέση με τον μισθό που λαμβάνει. Η μείωση του μισθού ανά εργαζόμενο οδηγεί στην πτώση του μοναδιαίου κόστους εργασίας, αφού ο μέσος εργαζόμενος παράγει το ίδιο προϊόν με χαμηλότερο μισθό, και επομένως καθιστά τα εγχώρια προϊόντα φθηνότερα και πιο ανταγωνιστικά. Με βάση αυτό τον τρόπο σκέψης, άμεσο αποτέλεσμα της κατάστασης αυτής είναι η αύξηση των εξαγωγών.<sup>5</sup>

Και οι δύο αντιλήψεις που δεσποζουν στη στρατηγική των δύο πυλώνων είναι αμιγώς θεωρητικές και δεν είναι αποδεκτές από το σύνολο των οικονομολόγων. Για παράδειγμα, στην περίπτωση του πρώτου πυλώνα δίνεται υπερβολική έμφαση στο επιτόκιο ως παράγοντα που ενισχύει τις επενδύσεις. Άλλοι, ίσως σημαντικότεροι, παράγοντες, όπως είναι οι προσδοκίες κερδοφορίας των επιχειρηματιών, η επιχειρηματική κουλτούρα που μπορεί να προκρίνει τη βραχυπρόθεσμη κερδοφορία έναντι της μεσοπρόθεσμης ανάπτυξης των επιχειρήσεων, η μεγάλη συμβολή του τομέα των υπηρεσιών στην οικονομική δραστηριότητα με αμυδρές επενδύσεις, η ύπαρξη ελάχιστων μεγάλων επιχειρήσεων που αναλαμβάνουν μεγάλο όγκο επενδυτικών πρωτοβουλιών, μένουν στο περιθώριο ή δεν λαμβάνονται καθόλου υπόψη.<sup>6</sup> Επιπλέον, η επιρροή που έχει το επιτόκιο των κρατικών ομολόγων στο επιτόκιο με το οποίο δανείζονται οι επιχειρήσεις δεν είναι αυτοματοποιημένη, αλλά εξαρτάται από πιο σημαντικούς παράγοντες, όπως είναι η συμπεριφορά του τραπεζικού τομέα και η νομισματική πολιτική που ασκεί η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ).<sup>7</sup>

Αντίστοιχα, στην περίπτωση του δεύτερου πυλώνα παραγνωρίζονται επίσης μια σειρά σημαντικοί παράγοντες. Για παράδειγμα, σε μια αγορά όπου υπάρχει ολιγοπώλιο ή ατελής ανταγωνισμός, η μείωση των μισθών αντί να οδηγήσει σε πτώση των τιμών μπορεί να αυξήσει τα κέρδη των επιχειρήσεων. Επιπλέον, η ποιότητα και το είδος των εξαγωγικών προϊόντων επηρεάζουν σημαντικά τη ζήτηση γι' αυτά από το εξωτερικό και το μερίδιο εξαγωγών που έχει μια οικονομία στο παγκόσμιο εμπόριο. Άλλοι παράγοντες, όπως είναι το επίπεδο του όγκου του διεθνούς εμπορίου και οι περιορισμοί εισόδου στη διεθνή αγορά προϊόντων (barriers to entry), μπορούν επίσης να αποτελέσουν σοβαρά εμπόδια στην αύξηση των εξαγωγών ανεξαρτήτως του επιπέδου της

5. Βλ. Alesina et al. (2001).

6. Για μεγαλύτερη ανάλυση αυτών των θέσεων όσον αφορά την ελληνική οικονομία βλ. Αργεϊτίης (2012).

7. Βλ. Wray (2012).

ανταγωνιστικότητας κόστους. Παράλληλα, δεν λαμβάνονται υπόψη οι επιπτώσεις της πολιτικής εσωτερικής υποτίμησης στη διανομή εισοδήματος και στην ενεργό ζήτηση.<sup>8</sup>

Σε κάθε περίπτωση, το προϊόν που θα παραγάγει ο μέσος εργαζόμενος είναι σε μεγάλο βαθμό αποτέλεσμα της τεχνολογίας που χρησιμοποιεί η επιχείρηση και του όγκου και του είδους των επενδύσεων που αυτή αναλαμβάνει να κάνει. Άρα η ανταγωνιστικότητα δεν εξαρτάται από το ύψος των μισθών αλλά από τις παραγωγικές επενδύσεις που ενισχύουν την παραγωγικότητα της εργασίας. Το αν θα μειωθούν οι μισθοί ώστε να προσεγγίσουν τη χαμηλή παραγωγικότητα ή θα αυξηθούν οι επενδύσεις για να ενισχυθεί η παραγωγικότητα δεν είναι πολιτικά ουδέτερη επιλογή.<sup>9</sup> Επιπλέον, αυτή καθορίζει το παραγωγικό πρότυπο της οικονομίας, καθώς στη μια περίπτωση η παραγωγή εγκλωβίζεται σε τομείς που στηρίζουν τη δραστηριότητά τους στην εργασία, είναι δηλαδή εντάσεως εργασίας, ενώ στη δεύτερη περίπτωση προκαλείται μια αναβάθμιση του παραγωγικού ιστού με προώθηση των κλάδων που στηρίζουν τη λειτουργία τους στο πάγιο κεφάλαιο, είναι δηλαδή εντάσεως κεφαλαίου.

Ένα άλλο στοιχείο το οποίο αποτελεί πηγή κριτικής είναι ότι η υιοθέτηση των Προγραμμάτων Οικονομικής Προσαρμογής ουσιαστικά εναποθέτει την ευθύνη για τα αίτια της οικονομικής κρίσης στο εκάστοτε κράτος-μέλος, π.χ. αύξηση των μισθών με ρυθμό μεγαλύτερο της παραγωγικότητας της εργασίας και δημιουργία των δίδυμων ελλειμμάτων λόγω εκτεταμένης δημόσιας δαπάνης (ECB, 2012). Στον αντίποδα, η οπτική αυτή θεωρείται ότι αποσιωπά το προβληματικό πλαίσιο λειτουργίας της Ευρωζώνης, λόγω μη ολοκλήρωσής της και επομένως την έλλειψη ενός αναδιανεμητικού μηχανισμού που θα απορροφούσε τις ανισορροπίες μεταξύ των κρατών-μελών.<sup>10</sup>

Η βιβλιογραφία αναφορικά με την επιτυχία των προγραμμάτων στα συγκεκριμένα κράτη-μέλη είναι μεγάλη και ανομοιογενής τόσο σε σχέση με τα συμπεράσματα όσο και σε σχέση με τα μεγέθη τα οποία λαμβάνονται υπόψη.<sup>11</sup> Για παράδειγμα, κάποιες έρευνες εστιάζουν στο βάθος της κρίσης και στην αποτυχία εκτίμησης των δημοσιονομικών πολλαπλασιαστών,<sup>12</sup> στο αν επιτεύχθηκε η εξάλειψη των δίδυμων ελλειμμάτων και για ποιους λόγους συνέβη αυτό<sup>13</sup> ή στο αν τελικά η μείωση των μισθών οδήγησε σε πτώση των τιμών και επομένως κατέστησε τις εξαγωγές κινητήριο μοχλό της οικο-

8. Για μια αναλυτική παρουσίαση όλων αυτών των παραγόντων βλ. Muller et al. (2015), Myant et al. (2016) και Αργείτης κ.ά. (2018).

9. Βλ. Esping-Andersen (2000).

10. Βλ. Featherstone (2011) και De Grauwe and Ji (2014).

11. Γι' αυτόν τον λόγο είναι αδύνατη μια εξαντλητική παρουσίαση της σχετικής βιβλιογραφίας.

12. Ενδεικτικά βλ. Blanchard and Leigh (2013) και Amaral and Lopes (2017).

13. Για παράδειγμα, βλ. Nikiforos et al. (2015), Reis (2015) και Τσακλόγλου κ.ά. (2016).

νομικής μεγέθυνσης.<sup>14</sup> Σε κάθε περίπτωση, είναι αναμφισβήτητο γεγονός ότι και στις τέσσερις περιπτώσεις οι επενδύσεις μειώθηκαν αισθητά (Alcidi et al., 2016).

Η παρούσα μελέτη διαφοροποιείται από τις παραπάνω έρευνες, καθώς δεν έχει σκοπό να αξιολογήσει το κατά πόσο ήταν επιτυχημένα τα Προγράμματα Οικονομικής Προσαρμογής ως προς τους ανακοινωθέντες στόχους, αλλά να διαπιστώσει αν η εφαρμογή τους διαμόρφωσε συνθήκες βιώσιμης οικονομικής μεγέθυνσης. Πιο απλά, εξετάζεται αν συντελέστηκαν οι απαραίτητες μεταβολές σε μακροοικονομικό και χρηματοοικονομικό επίπεδο έτσι ώστε να υπάρχει διατηρήσιμη οικονομική μεγέθυνση σε μεσοπρόθεσμο διάστημα και οι οικονομίες να είναι ανθεκτικές σε ισχυρά εξωγενή σοκ, όπως είναι, για παράδειγμα, η πτωτική τάση του ρυθμού μεγέθυνσης της παγκόσμιας οικονομίας κατά το 2018 και το 2019 (IMF, 2019) και η κρίση που ακολούθησε τα μέτρα πρόληψης της πανδημίας το 2020. Κύριο εργαλείο για την επίτευξη αυτού του στόχου είναι τα ισοζύγια των θεσμικών τομέων, τα οποία αναδεικνύουν ποιοι θεσμικοί τομείς<sup>15</sup> στηρίζουν την οικονομική δραστηριότητα και υπό ποιες χρηματοοικονομικές συνθήκες. Σε αυτό το πλαίσιο, η επενδυτική συμπεριφορά των επιχειρήσεων, το ύψος του ιδιωτικού χρέους, ο ρόλος του στην ανάληψη επενδυτικών πρωτοβουλιών και το πώς η βιώσιμη οικονομική μεγέθυνση εξαρτάται από την επίτευξη των απαραίτητων εισοδηματικών ροών για την τήρηση των δανειακών υποχρεώσεων και την εξασφάλιση ενός ικανοποιητικού επιπέδου ενεργού ζήτησης αποκτούν κομβικό ρόλο.

Για να απαντηθεί το ερώτημα αν υπήρξε βιώσιμος μακροοικονομικός μετασχηματισμός μέσα από την εφαρμογή των Προγραμμάτων Οικονομικής Προσαρμογής, οι οικονομίες εξετάζονται σε μακροπρόθεσμο διάστημα εφόσον το επιτρέπει η διαθεσιμότητα των στοιχείων. Συγκεκριμένα, δίνεται έμφαση σε τέσσερις περιόδους που χαρακτηρίζονται από σημαντικά οικονομικά και θεσμικά γεγονότα: Η πρώτη (1995-2000) αφορά την πορεία των κρατών-μελών προς την υιοθέτηση του κοινού νομίσματος, η δεύτερη (2001-2008) εστιάζει στα πρώτα χρόνια λειτουργίας της Ευρωζώνης, η τρίτη (2009-2013) διαρκεί από το ξέσπασμα της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης έως και την ευρωπαϊκή κρίση χρέους, ενώ η τέταρτη (2014-2018) αφορά το αποτέλεσμα της εφαρμογής των Προγραμμάτων Οικονομικής Προσαρμογής.<sup>16</sup> Θα πρέπει να τονιστεί ότι η Κύπρος εντάχθηκε αρκετά αργότερα στην Ευρωζώνη, όμως, όπως θα φανεί στη συνέχεια, επηρεάστηκε με παρόμοιο τρόπο από τις ευρωπαϊκές οικονομικές εξελίξεις.

14. Ενδεικτικά βλ. Uxó et al. (2014), Felke and Eide (2014).

15. Οι θεσμικοί τομείς της οικονομίας είναι τα νοικοκυριά, οι επιχειρήσεις, ο χρηματοοικονομικός, ο δημόσιος και ο εξωτερικός τομέας.

16. Σημειώνεται ότι κατά τη διάρκεια της συγγραφής της μελέτης δεν υπήρχαν διαθέσιμα δεδομένα για το 2019.

Η μελέτη είναι οργανωμένη ως ακολούθως. Η Ενότητα 2 συνοψίζει και συγκρίνει τα Προγράμματα Οικονομικής Προσαρμογής που εφαρμόστηκαν στις υπό εξέταση χώρες. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η ενότητα δεν στοχεύει στην εξαντλητική ανάλυσή τους, καθώς κάτι τέτοιο θα ξέφευγε από τους σκοπούς της μελέτης τόσο ως προς τον όγκο όσο και ως προς την ουσία. Αντιθέτως, τα Προγράμματα Οικονομικής Προσαρμογής παρουσιάζονται μέσα από την οπτική των δανειστών, και συγκεκριμένα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, θέλοντας με αυτόν τον τρόπο να αναδειχτεί ο θεωρητικός πυρήνας που δεσπόζει σε όλα τα προγράμματα. Επιπλέον, τονίζεται ότι το κείμενο εξετάζει τις θέσεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, όπως διατυπώνονται στα σχετικά κείμενα, οι οποίες δεν παρουσιάζουν ουσιαστική διαφοροποίηση από αυτές του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ) και της ΕΚΤ. Η Ενότητα 3 επιχειρεί μια σύντομη περιγραφή της μεθοδολογίας της ισορροπίας των θεσμικών ισοζυγίων, ορίζει τις συνθήκες βιωσιμότητας και κάνει μια αναφορά σε προηγούμενα εμπειρικά έργα. Η Ενότητα 4 κάνει μια αναλυτική παρουσίαση της πορείας των βασικών μακροοικονομικών μεταβλητών και κυρίως των μεταβλητών που απαρτίζουν την ενεργό ζήτηση, ενώ η Ενότητα 5 εστιάζει πλήρως στην ισορροπία των ισοζυγίων των θεσμικών τομέων και στο κατά πόσο οι υπό εξέταση οικονομίες κινούνται σε βιώσιμη αναπτυξιακή τροχιά. Η Ενότητα 6 αναλύει τον τρόπο με τον οποίο οι μακροοικονομικές εξελίξεις αποτυπώνονται στη χρηματοπιστωτική πλευρά της οικονομίας, κυρίως του ιδιωτικού τομέα, και αναδεικνύει τα στοιχεία που θέτουν φραγμούς στην οικονομική μεγέθυνση και καθιστούν τους θεσμικούς τομείς εύθραυστους σε ενδεχόμενη εκδήλωση μιας νέας ύφεσης. Τέλος, η Ενότητα 7 παρουσιάζει τα καταληκτικά συμπεράσματα.

## 02 Σύνοψη και σύγκριση των Προγραμμάτων Οικονομικής Προσαρμογής

Όπως ήδη αναφέρθηκε, τα προγράμματα που εφαρμόστηκαν στις υπό εξέταση χώρες διέφεραν κυρίως ως προς την ένταση και σε μικρότερο βαθμό ως προς το περιεχόμενο. Οι διαφορές οφείλονται στα ιδιαίτερα μακροοικονομικά χαρακτηριστικά της κάθε οικονομίας και σε μικρότερο βαθμό στα αίτια που κατά τους δανειστές οδήγησαν τα κράτη-μέλη σε κρίση. Ξεκινώντας από τα αίτια, ο Πίνακας 2.1 παραθέτει τις βασικές πηγές ανισοροπίας όπως τις παραθέτει η Ευρωπαϊκή Επιτροπή για τα υπό εξέταση κράτη-μέλη.

Η περίπτωση της Ελλάδας με τα τρία Προγράμματα Οικονομικής Προσαρμογής είναι ήδη γνωστή και πολυσυζητημένη στον δημόσιο διάλογο και στη βιβλιογραφία. Κατά την άποψη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, βασική αιτία του εκτροχιασμού της οικονομίας ήταν η εκτόξευση του δημόσιου και του εξωτερικού χρέους λόγω μονίμως υψηλών ελλειμμάτων στο δημοσιονομικό και στο εξωτερικό ισοζύγιο (European Commission, 2010: 10). Ωστόσο, η διόγκωση του εξωτερικού χρέους ήταν περισσότερο αποτέλεσμα της αύξησης του δημόσιου χρέους παρά του ιδιωτικού. Ο τραπεζικός τομέας ήταν εκτεθειμένος, καθώς κατείχε ομόλογα του ελληνικού δημοσίου, και επομένως επηρεάστηκε αρνητικά από την πτώση της τιμής τους (European Commission, 2010: 11).

Από την πλευρά του ιδιωτικού τομέα η αγορά ακινήτων ήταν μία από τις δύο αιτίες που διατηρούσαν την εσωτερική ζήτηση σε υψηλό επίπεδο. Η υπερθέρμανση της αγοράς ακινήτων ήταν επακόλουθο της απελευθέρωσης του χρηματοοικονομικού τομέα και της μεγάλης πτώσης του επιτοκίου (European Commission, 2010: 7). Η άλλη πηγή ζήτησης ήταν οι υψηλοί μισθοί σε σχέση με την παραγωγικότητα της εργασίας (European Commission, 2010: 7), που όμως είχε ως αποτέλεσμα μια χαμηλή ανταγωνιστικότητα και ένα μεγάλο έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ή στο



εξωτερικό ισοζύγιο. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εκτιμούσε ότι η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία της ελληνικής οικονομίας βρισκόταν σε αρκετά υψηλότερο επίπεδο από αυτό που θα έπρεπε να ισχύει βάσει των παραγωγικών δυνατοτήτων της και γι' αυτό θα έπρεπε να υποτιμηθεί κατά 10% έως 20% (European Commission, 2010: 9).<sup>17</sup>

**Πίνακας 2.1:** Αιτίες ανισορροπίας κατά την άποψη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής

Αιτίες ανισορροπίας	Ελλάδα	Πορτογαλία	Ιρλανδία	Κύπρος
Δημοσιονομικό έλλειμμα	✓	✓	-	-
Ιδιωτικό χρέος	-	✓	✓	✓
Υπερθέρμανση αγοράς ακινήτων	✓	-	✓	✓
Χαμηλή ανταγωνιστικότητα λόγω:				
Ανατίμησης της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας	-	-	✓	✓
Υψηλών τιμών/μισθών σε σχέση με την παραγωγικότητα	✓	✓	-	✓
Έκθεση τραπεζικού τομέα σε επισφαλή στοιχεία	✓	-	✓	✓

Πηγή: European Commission (2010, 2011a, 2011b, 2012, 2013, 2015)

Στην περίπτωση της Πορτογαλίας οι αιτίες είναι διαφορετικές όσον αφορά τη λειτουργία του ιδιωτικού τομέα. Δεν υπήρξε υπερθέρμανση της αγοράς κατοικίας αλλά το ιδιωτικό και το εξωτερικό χρέος ήταν υψηλά (200% του ΑΕΠ και 110% του ΑΕΠ αντίστοιχα για το 2011), ενώ ο τραπεζικός τομέας δεν ήταν εκτεθειμένος σε επισφαλή χρηματοοικονομικά στοιχεία, αλλά εντέλει επηρεάστηκε αρνητικά λόγω της αύξησης των μη εξυπηρετούμενων δανείων και της υψηλής μόχλευσης<sup>18</sup> (European Commission, 2011a: 7-9). Παράλληλα, η ανταγωνιστικότητα της οικονομίας ήταν χαμηλή, όχι όμως επειδή οι μισθοί αυξήθηκαν πολύ σε σχέση με την παραγωγικότητα, αλλά επειδή η παραγωγικότητα ήταν χαμηλή και στάσιμη. Αντίστοιχα, στάσιμο ήταν

17. Η πραγματική συναλλαγματική ισοτιμία προκύπτει από την ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία και από το επίπεδο των τιμών σε σχέση με το επίπεδο τιμών των εμπορικών εταίρων της οικονομίας. Στην περίπτωση κοινού νομίσματος η ονομαστική συναλλαγματική ισοτιμία δεν παίζει κανέναν ρόλο στον προσδιορισμό της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας.

18. Σε γενικές γραμμές ως μόχλευση εννοείται το ύψος των δανείων ως προς τις καταθέσεις ή κάποιο στοιχείο του ενεργητικού του τραπεζικού τομέα.

το κατά κεφαλήν εισόδημα (European Commission, 2011a: 5). Η φτωχή διάρθρωση του εξαγωγικού τομέα, που βασιζόταν κυρίως σε κλάδους εντάσεως εργασίας που παρήγαγαν χαμηλή προστιθέμενη αξία και θέσεις εργασίας χαμηλής εξειδίκευσης, είχε ως αποτέλεσμα ένα μεγάλο έλλειμμα στο εξωτερικό ισοζύγιο (-8% το 2010), κυρίως λόγω μεγάλων πληρωμών σε τόκους, μισθούς και κέρδη προς το εξωτερικό (European Commission, 2011a: 6-7, 12). Για παράδειγμα, το 2010 το καθαρό εισόδημα από την αλλοδαπή αντιστοιχούσε στο -3,5% του ΑΕΠ.<sup>19</sup>

Παράλληλα με τον αδύναμο ιδιωτικό τομέα λειτουργούσε ένας υπερμεγέθης δημόσιος τομέας, με το διαρθρωτικό έλλειμμα της Γενικής Κυβέρνησης<sup>20</sup> να είναι μονίμως υψηλότερο του -3% του ΑΕΠ, εν μέρει λόγω της στασιμότητας του ΑΕΠ (European Commission, 2011a: 9, 12). Για την Ευρωπαϊκή Επιτροπή το έλλειμμα οφειλόταν μεταξύ άλλων λόγων στις ΔΕΚΟ αλλά και στις συμπράξεις δημόσιου και ιδιωτικού τομέα (ΣΔΙΤ) σε αυτοκινητόδρομους και στην υγεία, για την αποτελεσματικότητα των οποίων υπήρχαν έντονες επιφυλάξεις (European Commission, 2011a: 10-11).

Η ιρλανδική κρίση ήταν αποτέλεσμα κυρίως χρηματοοικονομικών παραγόντων. Η οικονομική μεγέθυνση της οικονομίας βασιζόταν στον υψηλό δανεισμό για τη χρηματοδότηση επενδύσεων σε κατοικίες και στη μεγάλη αύξηση των τιμών χρηματοοικονομικών στοιχείων (European Commission, 2011b: 6). Με το ξέσπασμα της κρίσης η ταυτόχρονη μεγάλη πτώση αυτών των τιμών και η αδυναμία αποπληρωμής των δανείων οδήγησε το τραπεζικό σύστημα, το οποίο ήταν ήδη εκτεθειμένο σε άλλα επισφαλή στοιχεία (European Commission, 2011b: 9), σε αστάθεια. Η υπερθέρμανση της αγοράς ακινήτων σε συνδυασμό με τον μεγάλο όγκο συναλλαγών της οικονομίας με χώρες εκτός Ευρωζώνης είχαν ως αποτέλεσμα την πτώση της ανταγωνιστικότητας (European Commission, 2011b: 8). Δηλαδή σε αυτή την περίπτωση η πτώση της ανταγωνιστικότητας δεν προήλθε από αυξημένους μισθούς αλλά από την ανατίμηση της πραγματικής συναλλαγματικής ισοτιμίας. Το δημοσιονομικό ισοζύγιο ήταν σχεδόν σε όλη την περίοδο από την υιοθέτηση του ευρώ και μετά πλεονασματικό, αν και λόγω υπερθέρμανσης της αγοράς ακινήτων υπήρχαν ήδη πριν από το 2009 πιέσεις από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή για περαιτέρω αύξηση του δημοσιονομικού πλεονάσματος (European Commission, 2011b: 9).<sup>21</sup>

19. Το καθαρό εισόδημα από την αλλοδαπή στην πράξη είναι οι εισερχόμενοι μισθοί, τόκοι, κέρδη και άλλες μεταβιβάσεις από το εξωτερικό μείον τους αντίστοιχους εξερχομένους.

20. Διαρθρωτικό είναι το έλλειμμα στο οποίο δεν συμπεριλαμβάνονται τα έκτακτα γεγονότα, π.χ. δαπάνη λόγω μιας μεγάλης φυσικής καταστροφής, και δαπάνες που επηρεάζονται από την άνοδο ή την πτώση της οικονομίας, π.χ. επιδόματα ανεργίας.

21. Υποτίθεται ότι μια αύξηση του δημοσιονομικού πλεονάσματος θα μείωνε την ποσότητα χρήματος που κυκλοφορούσε στην οικονομία και επομένως θα μείωνε τον δανεισμό για νέες κατοικίες. Ωστόσο, αυτή η

Τέλος, οι αιτίες που οδήγησαν στην προσφυγή της Κύπρου σε Πρόγραμμα Οικονομικής Προσαρμογής αποτελούν έναν συνδυασμό σχεδόν όλων των παραπάνω παραγόντων. Προ κρίσης ο ρυθμός μεγέθυνσης της οικονομίας ήταν κατά μέσο όρο 3% και χαρακτηριζόταν από αυξήσεις μισθών πάνω από την παραγωγικότητα της εργασίας και αύξηση των δανείων για επενδύσεις σε κατοικίες (European Commission, 2013: 8-9). Το μεγάλο έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ήταν αποτέλεσμα της χαμηλής ανταγωνιστικότητας τόσο σε επίπεδο τιμών<sup>22</sup> όσο και συναλλαγματικής ισοτιμίας, ενώ σημαντική συμβολή σε αυτό είχε και η μεγάλη πληρωμή τόκων προς το εξωτερικό λόγω των υψηλών καταθέσεων κατοίκων της αλλοδαπής σε κυπριακές τράπεζες και των κερδών από άμεσες ξένες επενδύσεις (European Commission, 2013: 8-9, 20). Στο έλλειμμα αυτό συνέβαλε επιπλέον και ο αδύναμος παραγωγικός τομέας.

Το ιδιωτικό χρέος άγγιξε το 310% του ΑΕΠ, ενώ με το ξέσπασμα της κρίσης η εκτίναξη των μη εξυπηρετούμενων δανείων και η πτώση των τιμών των χρηματοοικονομικών στοιχείων του ενεργητικού κατέστησε τις τράπεζες αφερέγγυες (European Commission, 2013: 11, 14). Ο τραπεζικός τομέας ήταν επίσης εκτεθειμένος σε επισφαλή στοιχεία του εξωτερικού (European Commission, 2013: 15). Για την Ευρωπαϊκή Επιτροπή υπαίτιος για την αστάθεια αυτή ήταν ο ίδιος ο τραπεζικός τομέας μέσω της πρακτικής που ακολούθησε τα προηγούμενα έτη (European Commission, 2013: 10). Επιπλέον, η φορολογική πολιτική συνέβαλλε σε αυτή την κατάσταση μέσω της μεγάλης μείωσης των άμεσων φόρων και αύξησης των έμμεσων (European Commission, 2013: 8). Ταυτόχρονα για την Ευρωπαϊκή Επιτροπή οι αποδοχές των κυβερνητικών υπαλλήλων ήταν υπερβολικά υψηλές, ενώ αναποτελεσματική ήταν η λειτουργία των ημι-ΔΕΚΟ και σε μικρότερο βαθμό των ΣΔΙΤ στους κλάδους θαλάσσιων μεταφορών (European Commission, 2013: 26, 28).

Αν υπάρχει ένα κοινό στοιχείο και στις τέσσερις περιπτώσεις, αυτό είναι το μεγάλο ύψος χρέους, είτε δημόσιου είτε ιδιωτικού, το οποίο συντηρούσε την εσωτερική ζήτηση στα πρώτα χρόνια υιοθέτησης του ευρώ και παράλληλα διατηρούσε ένα μη βιώσιμο έλλειμμα στο εξωτερικό ισοζύγιο. Η ανταγωνιστικότητα των οικονομιών, έτσι όπως ορίζεται στη δεσπόζουσα οικονομική σκέψη και στα κείμενα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, ήταν χαμηλή είτε λόγω υψηλής μισθολογικής πολιτικής σε σχέση με την παραγωγικότητα της εργασίας είτε λόγω μεγάλου όγκου συναλλαγών με χώρες εκτός Ευρωζώνης, με το ευρώ να είναι ανατιμημένο όσον αφορά τις ανάγκες των υπό εξέταση οικονομιών. Σημαντικό στοιχείο είναι ότι για την Ευρωπαϊκή Επιτροπή δεν υπήρ-

θεώρηση δεν λαμβάνει υπόψη το γεγονός ότι τα δάνεια που παρέχει ο τραπεζικός τομέας δεν εξαρτώνται από την ποσότητα χρήματος που κυκλοφορεί. Για μεγαλύτερη λεπτομέρεια βλ. Moore (1988).

22. Λόγω μη πτώσης των μισθών.

ξε κάποια συστημική αιτία που οδήγησε σε αυτό το αποτέλεσμα. Υπάρχουν κάποιες αναφορές για την επίδραση του απελευθερωμένου χρηματοοικονομικού τομέα στην αύξηση του χρέους, οι οποίες όμως περισσότερο αποτυπώνουν ένα αποτέλεσμα παρά ανιχνεύουν κάποια συστημική αιτία.

Η δημιουργία ανισορροπιών αποδίδεται είτε στις εκάστοτε κυβερνητικές αποφάσεις οικονομικής πολιτικής ή στη συμπεριφορά του εγχώριου χρηματοπιστωτικού τομέα και των νοικοκυριών. Έννοιες όπως η χρηματιστικοποίηση<sup>23</sup> και η (α)συμβατότητα του καθεστώτος οικονομικής μεγέθυνσης<sup>24</sup> με το πλαίσιο λειτουργίας της Ευρωζώνης απουσιάζουν από το λεξιλόγιο της Ευρωπαϊκής Επιτροπής. Έτσι, δεν προκαλεί εντύπωση το γεγονός ότι, παρά τις όποιες διαφορές των αιτιών που οδήγησαν το κάθε κράτος-μέλος σε οικονομική κρίση, οι προτάσεις εξόδου από αυτήν ήταν σχεδόν πανομοιότυπες. Δηλαδή δημοσιονομική προσαρμογή σε συνδυασμό με ελαστικοποίηση της αγοράς εργασίας, συμπίεση των μισθών, απελευθέρωση της αγοράς προϊόντων και ιδιωτικοποιήσεις.

Το σκεπτικό πίσω από την εφαρμογή αυτών των πολιτικών βασίζεται σε δύο γενικές θεωρητικές αρχές. Πρώτον, η λειτουργία του ιδιωτικού τομέα στη βραχυχρόνια περίοδο όσον αφορά το πώς καθορίζονται οι μισθοί, τα κέρδη και οι τιμές είναι προβληματική. Υπάρχουν πολλές θεσμικές αγκυλώσεις που δεν επιτρέπουν στις δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης να καθορίσουν: α) ένα επίπεδο μισθού βάσει του οποίου το ποσοστό ανεργίας να παραμένει στο «φυσικό», μακροχρόνιο επίπεδό του, β) κέρδη τα οποία να αντιστοιχούν σε συνθήκες πλήρους ανταγωνισμού, δηλαδή να μη διογκώνονται μέσα από τη δύναμη των ολιγοπωλίων ή του ατελούς ανταγωνισμού και γ) τιμές στις οποίες να παράγεται ακριβώς η ποσότητα προϊόντων η οποία ζητείται.<sup>25</sup> Μπορεί στη μακροχρόνια περίοδο οι ακαμψίες αυτές να απομακρύνονται, αλλά στη βραχυχρόνια περίοδο η λειτουργία της οικονομίας δεν είναι η βέλτιστη.

23. Η χρηματιστικοποίηση αφορά την ύπαρξη χρηματοοικονομικών κινήτρων (π.χ. χρήση πόρων για χρηματοοικονομικές επενδύσεις αντί για επενδύσεις σε πάγιο κεφάλαιο, εκτεταμένη χρήση χρηματοοικονομικών εργαλείων κ.λπ.) η οποία αλλοιώνει τις αποφάσεις των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών. Για μια περιγραφική και επισκόπηση της βιβλιογραφίας βλ. Van der Zwan (2014).

24. Με τον όρο καθεστώτος οικονομικής μεγέθυνσης εννοείται το θεσμικό και συμπεριφορικό πλαίσιο που καθορίζει τη λειτουργία της οικονομίας και από το οποίο προκύπτει ποιες προτάσεις οικονομικής πολιτικής είναι αποτελεσματικές και ποιες όχι. Για παράδειγμα, σε μια οικονομία στην οποία το ΑΕΠ και οι επενδυτικές αποφάσεις σπηρίζονται κυρίως στο ύψος της εσωτερικής ζήτησης, μια πολιτική συμπίεσης των μισθών θα οδηγήσει σε αστάθεια, στασιμότητα ή ύφεση. Επομένως, κάθε οικονομία αποτελεί μια ξεχωριστή περίπτωση, και δεν είναι δυνατό οι ίδιες πολιτικές να είναι εξίσου αποτελεσματικές σε κάθε οικονομία. Για μια αναλυτική επεξήγηση βλ. Lavoie and Stockhammer (2012).

25. Άλλοι παράγοντες που δημιουργούν αγκυλώσεις στη λειτουργία της οικονομίας περιλαμβάνουν τη διαμόρφωση συνθηκών στην καταναλωτική συμπεριφορά των νοικοκυριών (Abel, 1990· Fuhrer, 2000), το κόστος αλλαγής τιμοκαταλόγων (Mankiw, 1985) και τον εξορθολογισμό πίστωσης (Jaffee and Stiglitz, 1990).

Κύριο μέλημα του χαρακτήρα οικονομικής πολιτικής είναι η απομάκρυνση αυτών των ακαμψιών. Επομένως, η ελαστικοποίηση της αγοράς εργασίας μέσω της προώθησης ατομικών συμβάσεων εργασίας, καθώς και της μερικής και της εκ περιτροπής απασχόλησης υποτίθεται ότι συμβάλλει στην κινητικότητα των εργαζομένων μεταξύ διαφορετικών κλάδων ούτως ώστε να ενισχυθεί η λειτουργία των δυνάμεων της προσφοράς και της ζήτησης όσον αφορά τον καθορισμό του μισθού. Παράλληλα, η ενίσχυση του ανταγωνισμού μεταξύ των επιχειρήσεων μέσα από την απελευθέρωση της αγοράς προϊόντων υποτίθεται ότι συμπιέζει τα κέρδη, επιφέροντας το ίδιο αποτέλεσμα όσον αφορά την προσφορά και τη ζήτηση προϊόντων και υπηρεσιών.<sup>26</sup>

Ενδιαφέρον παρουσιάζει το γεγονός ότι οι ίδιες οι ακαμψίες επιτρέπουν σε έναν βαθμό την περιορισμένη παρέμβαση κυρίως της νομισματικής πολιτικής, δηλαδή της κεντρικής τράπεζας, στη λειτουργία της οικονομίας (Ball and Romer 1990). Αντιθέτως, ο «υπερμεγέθης» δημόσιος τομέας διαταρράσει περαιτέρω τη λειτουργία της οικονομίας αντί να τη βελτιώνει. Αυτό αποτελεί τη δεύτερη θεωρητική αρχή, η οποία συζητήθηκε στην Εισαγωγή. Έτσι, ο χαρακτήρας πολιτικής θα πρέπει να προβεί καταρχάς σε ιδιωτικοποιήσεις, καθώς θεωρείται ότι ο ιδιωτικός τομέας είναι πιο αποτελεσματικός στη διαχείριση των σχετικών τομέων της οικονομίας, όπως είναι η ενέργεια και η υγεία. Αξίζει δε να σημειωθεί ότι ακόμα και εντός του πλαισίου της δεσπόζουσας οικονομικής σκέψης υπάρχουν έντονες αμφιβολίες για το αν τελικά η εκμετάλλευση πόρων από τον ιδιωτικό τομέα είναι η βέλτιστη πρακτική για το κοινωνικό σύνολο (βλ. IMF, 2020). Παράλληλα με τη θέσπιση ενός μικρού δημόσιου τομέα, η λειτουργία του θα πρέπει να επηρεάζει στο ελάχιστο αυτή του ιδιωτικού. Από την πλευρά των δαπανών, το κράτος θα πρέπει να εμπλέκεται μόνο στην κοινωνική προστασία, π.χ. μέσω των επιδομάτων ανεργίας, ή στην εκπαίδευση και κατάρτιση του εργατικού δυναμικού, ενώ από την πλευρά των εσόδων αυτά θα πρέπει να στηρίζονται περισσότερο στην έμμεση φορολογία και λιγότερο στην άμεση. Διαφορετικά, υπάρχει ο κίνδυνος της εκτόπισης επενδύσεων (βλ. Εισαγωγή). Φυσικά, τα παραπάνω αποτελούν θεωρητικές θέσεις οι οποίες δεν τυγχάνουν ευρείας αποδοχής.<sup>27</sup> Ωστόσο, αποτέλεσαν τον πυρήνα διαμόρφωσης και εφαρμογής των Προγραμμάτων Οικονομικής Προσαρμογής. Στον Πίνακα 2.2 παρουσιάζονται κάποιοι βασικοί στόχοι των προγραμμάτων.

26. Ενδεικτικά βλ. Carlin and Soskice (2005), Helpman and Itskoki (2010), Altig et al. (2011) και Kryvtsov and Midrigan (2013).

27. Για μια κριτική σε κάποιες από τις παραπάνω θέσεις βλ. ενδεικτικά Caroll (2001), Kriesler and Lavoie (2007), Arestis (2009), Argitis (2013), Romer (2016) και Korinek (2017).

**Πίνακας 2.2:** Επιλεγμένα χαρακτηριστικά των Προγραμμάτων Οικονομικής Προσαρμογής

	Ελλάδα 2010	Ελλάδα 2012	Ελλάδα 2015	Πορτογα- λία	Ιρλανδία	Κύπρος
Χρηματοδότη- ση (δισ. ευρώ)	110	141,8	61,9	78	85	10
Στόχος πρωτογενούς δημοσιονομι- κού πλεονά- σματος	4,5%	4,5%	3,5%	Τουλάχιστον -3%	Τουλάχιστον -3%	4%
Αγορά εργασίας	Θέσπιση υποκατώτα- του μισθού / Προώθηση μερικής και εκ περιτρο- πής απα- σχόλησης / Προώθηση κλαδικών έναντι εθνι- κών ΣΣΕ	Κατώτατος μισθός -22% / Υποκατώτα- τος μισθός -32% / Μέγιστη διάρκεια συλλογικών συμβάσεων / Διαδικασία διαιτησίας μόνο εφόσον συμφωνούν και τα δύο μέρη	Πάγωμα συμβάσεων 2017-2018	Άρση προ- στασίας συμβάσεων αορίστου χρόνου / Μείωση ύψους επι- δομάτων ανεργίας / Ενίσχυση με- ρικής και εκ περιτροπής απασχόλη- σης / Προώθηση κλαδικών έναντι εθνι- κών ΣΣΕ	Κατώτατος μισθός -12% / Προώθηση ενδοκλαδι- κών ΣΣΕ / Άρση προ- στασίας ΣΣΕ	Κατάργηση τιμηριθμικού επιδόματος / Πρόσδεση μισθών στον ΔΤΚ από 100% σε 50%
Αγορά προϊόντων και υπηρεσιών	Διευκόλυνση δημιουργίας start-ups / Απελευθέ- ρωση αγο- ράς ενέργει- ας, σιδηρο- δρόμων και τεχνικών και επιστημονι- κών επαγ- γεμάτων	Απελευθέ- ρωση αγο- ράς αερο- γραμμών	Απελευ- θέρωση αγοράς φαρ- μάκων	Απελευ- θέρωση αγοράς ενέργειας, μεταφορών και επικοι- νωνιών	Απελευ- θέρωση αγοράς ενέργειας	Απελευθέ- ρωση αγο- ράς ενέρ- γειας, επι- κοινωνιών, τουρισμού, χρηματοοι- κονομικών υπηρεσιών, κατοικιών και τεχνικών και επιστη- μονικών επαγγελμά- των

Πηγή: European Commission (2010, 2011a, 2011b, 2012, 2013,2015)

Η ελληνική περίπτωση ήταν και η πιο δύσκολη, καθώς υπήρχε ταυτόχρονα πολύ μεγάλο έλλειμμα ανταγωνιστικότητας κόστους και υψηλό δημόσιο χρέος. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή επισήμαινε το 2010 τον κίνδυνο μεγάλης ύφεσης λόγω της δυναμικής χρέους-αποπληθωρισμού (European Commission, 2010: 17),<sup>28</sup> όμως παράλληλα προωθούσε πολιτικές που ευνοούσαν την εδραίωση αυτής της δυναμικής. Σε κάθε περίπτωση στόχος του προγράμματος, ύψους 110 δισ. ευρώ, ήταν η μείωση του ελλείμματος στο εξωτερικό ισοζύγιο από -10,2% σε 0,6% του ΑΕΠ το 2014 και η επίτευξη πρωτογενούς δημοσιονομικού πλεονάσματος, δηλαδή πλεονάσματος χωρίς να συμπεριλαμβάνονται οι πληρωμές τόκων επί του δημόσιου χρέους, ύψους 4,5% του ΑΕΠ. Και στις δύο περιπτώσεις, η προσαρμογή ξεπερνούσε τις δέκα ποσοστιαίες μονάδες του ΑΕΠ. Στο δεύτερο πρόγραμμα της Ελλάδας, ύψους 141,8 δισ. ευρώ, διατηρήθηκε ο στόχος για πρωτογενές δημοσιονομικό πλεόνασμα ύψους 4,5% του ΑΕΠ, ενώ στο τρίτο πρόγραμμα, ύψους 61,9 δισ. ευρώ, μειώθηκε σε 3,5% του ΑΕΠ. Η δημοσιονομική προσαρμογή της Πορτογαλίας ήταν πιο ήπια, καθώς στο πρόγραμμά της, ύψους 78 δισ. ευρώ, το πρωτογενές δημοσιονομικό ισοζύγιο θα έπρεπε να μειωθεί από -9,1% σε τουλάχιστον -3% του ΑΕΠ και εν συνεχεία υπήρχε η πρόβλεψη περαιτέρω μείωσής του σε -1,9% του ΑΕΠ. Το πρόγραμμα της Ιρλανδίας, ύψους 85 δισ. ευρώ, ήταν ακόμη πιο ήπιο (από -6,8% σε τουλάχιστον -3% του ΑΕΠ), ενώ στο πρόγραμμα της Κύπρου, ύψους 10 δισ. ευρώ, το πρωτογενές δημοσιονομικό ισοζύγιο θα έπρεπε να ανέλθει στο 4% του ΑΕΠ.

Αναφορικά με το θεσμικό πλαίσιο που διέπει την αγορά εργασίας ο στόχος στην περίπτωση της Ελλάδας ήταν να ελαστικοποιηθεί η αγορά εργασίας και να ενισχυθεί ο ανταγωνισμός σε συγκεκριμένους κλάδους (European Commission, 2010: 25). Ενδιαφέρον παρουσιάζει η αντίθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής στις οριζόντιες περικοπές μισθών, αφού: α) κάτι τέτοιο θα ενίσχυε την ύφεση, β) η ύπαρξη ολιγοπωλίων θα σήμαινε ότι η πτώση των μισθών θα ενίσχυε τα κέρδη αντί να μειώσει τις τιμές, γ) η ζήτηση για εξαγωγές υπηρεσιών δεν εξαρτάται από το μισθολογικό κόστος, ενώ στις εξαγωγές κεφαλαιουχικών προϊόντων οι μισθοί είναι ασήμαντοι ως προς το κόστος παραγωγής τους και δ) θα αυξανόταν η ανισότητα (European Commission, 2010: 26). Επιπλέον, οι Έλληνες βιομήχανοι ισχυρίζονταν ότι το πρόβλημα ανταγωνιστικότητας της οικονομίας δεν είχε σχέση με τους μισθούς, αλλά με τα «εμπόδια» που επέβαλλε η νομοθεσία στη λειτουργία των επιχειρήσεων (European Commission, 2010: 26).

28. Η μείωση του χρέους μέσω της επίτευξης δημοσιονομικών πλεονασμάτων και η ταυτόχρονη πτώση των τιμών (αποπληθωρισμός) βρίσκονται σε αντίθεση. Αφενός υπάρχει η πίεση για μείωση του χρέους, αφετέρου η πτώση των τιμών αυξάνει το χρέος σε πραγματικούς όρους (δηλαδή χωρίς να λαμβάνεται υπόψη η μεταβολή των τιμών), οπότε η εξυπηρέτηση του χρέους γίνεται πιο δύσκολη. Το αποτέλεσμα αυτό σημαίνει ακόμα μεγαλύτερη λιτότητα για μείωση του χρέους και έτσι η οικονομία βρίσκεται παγιδευμένη σε μια υφεσιακή σπείρα.

Σε αυτό το πλαίσιο, υπήρξε προώθηση της μερικής και της εκ περιτροπής απασχόλησης, των ατομικών συμβάσεων εργασίας και η θέσπιση του υποκατώτατου μισθού, ο οποίος υποτίθεται ότι θα ενίσχυε την απασχολησιμότητα των νέων. Ωστόσο, το βάθος της κρίσης και η εκτίναξη του ποσοστού ανεργίας το 2011 και το 2012 οδήγησαν την Ευρωπαϊκή Επιτροπή στο συμπέρασμα ότι χρειαζόταν οριζόντια μείωση των μισθών, υποτίθεται για να ενισχυθεί η απασχόληση (European Commission, 2012: 14), παρά τις αρνητικές επιφυλάξεις που διατηρούσε για την εφαρμογή αυτής της πολιτικής. Ειδικότερα, η προσαρμογή του εξωτερικού ισοζυγίου και των τιμών δεν θεωρήθηκε ικανοποιητική (οι μισθοί μειώθηκαν κατά 5%) και χρειαζόνταν μέτρα που θα μείωναν επιπλέον τους μισθούς κατά 15% (European Commission, 2012: 13-15). Έτσι, ο κατώτατος μισθός μειώθηκε κατά 22%, ο υποκατώτατος κατά 32%, καθορίστηκε η μέγιστη διάρκεια των νέων συμβάσεων στα τρία έτη, ενώ σε περίπτωση διαφοράς μεταξύ εργοδότη και εργαζομένου η δυνατότητα προσφυγής σε διαιτησία μπορούσε να γίνει μόνο αν συμφωνούσαν και τα δύο μέρη. Στο τρίτο ελληνικό πρόγραμμα δεν υπήρξαν επιπλέον παρεμβάσεις στην αγορά εργασίας, πέρα από το πάγωμα μισθών το 2017 και το 2018 (European Commission, 2015: 5), αφού είχαν ήδη συντελεστεί μεγάλες παρεμβάσεις, ενώ το ποσοστό ανεργίας ακολουθούσε μικρή αλλά σταθερή πτώση μετά το 2013.

Στόχος του προγράμματος της Πορτογαλίας ήταν επίσης να ελαστικοποιήσει την ιδιαίτερα άκαμπτη αγορά εργασίας (European Commission, 2011a: 5) μέσα από την κατάργηση της προστασίας των συμβάσεων εργασίας αορίστου χρόνου, τη μείωση επιδομάτων ανεργίας, τα οποία θεωρούνταν υψηλά και δημιουργούσαν αντικίνητρο για την εντατική αναζήτηση εργασίας, την ενίσχυση της ελαστικής απασχόλησης (μερικής και εκ περιτροπής) και τη μείωση των μισθών των δημόσιων υπάλληλων, η οποία θα οδηγούσε εμμέσως σε μείωση των μισθών των ιδιωτικών υπαλλήλων. Αντιθέτως, η αγορά εργασίας στην Ιρλανδία ήταν ήδη ιδιαίτερα ελαστικοποιημένη, ενώ είχε προϋπάρξει σημαντική προσαρμογή των μισθών λόγω της κρίσης (European Commission, 2011b: 11, 21). Παρ' όλα αυτά θεωρήθηκε σκόπιμο να μειωθεί ο κατώτατος μισθός κατά 12%, να διευκολυνθούν οι ενδοκλαδικές συμβάσεις εργασίας και να αρθούν οι όποιοι εναπομείναντες περιορισμοί στις συλλογικές συμβάσεις.

Στην περίπτωση της Κύπρου οι μισθοί ήταν προσδεμένοι στις μεταβολές του δείκτη τιμών καταναλωτή (ΔTK), κάτι που εμπόδιζε την προσαρμογή των μισθών, υπήρχε δηλαδή ακαμψία (European Commission, 2013: 25). Επιπλέον, παρέχονταν τιμαριθμικό επίδομα στους εργαζομένους, αν και με άνισο τρόπο, καθώς η κάλυψη στον δημόσιο και στον τραπεζικό τομέα αντιστοιχούσε στο 100%, δηλαδή αφορούσε όλους τους υπαλλήλους, ενώ στον υπόλοιπο ιδιωτικό τομέα κάλυπτε μόλις το 30% με 35% των



υπαλλήλων (European Commission, 2013: 25). Παράλληλα, ο κατώτατος μισθός δεν αφορούσε το σύνολο των εργαζομένων, αλλά μόνο τα πιο ευπαθή επαγγέλματα. Οι προτάσεις για την προσαρμογή των μισθών ήταν δύο: Η κατάργηση του τιμαριθμικού επιδόματος, αν και το μέτρο αυτό τέθηκε σε ισχύ μόνο για την περίοδο εφαρμογής του κυπριακού προγράμματος, και η πρόσδεση των μισθών στις μεταβολές του ΔΤΚ κατά 50% έναντι 100% που ίσχυε μέχρι τότε.

Σχετικά με την αγορά προϊόντος, σε όλες τις περιπτώσεις πλην της Ιρλανδίας, θεωρήθηκε ότι υπήρχαν ισχυρά ολιγοπώλια που εμπόδιζαν την προσαρμογή των τιμών, και επομένως της ανταγωνιστικότητας των οικονομιών. Έτσι, κρίθηκε σκόπιμο να αρθθούν κάποιοι νομικοί περιορισμοί σε συγκεκριμένους κλάδους οι οποίοι εμπόδιζαν την ανταγωνιστική λειτουργία τους. Οι κλάδοι ανήκαν κυρίως στις υπηρεσίες, όπως είναι, π.χ., οι επαγγελματικές, τεχνικές και επιστημονικές υπηρεσίες, ο τουρισμός, οι χρηματοοικονομικές υπηρεσίες και οι μεταφορές. Κοινή πολιτική και στις τέσσερις περιπτώσεις ήταν η απελευθέρωση της αγοράς ενέργειας, καθώς και η προώθηση των αποκρατικοποιήσεων, ύψους 50 δισ. ευρώ στην περίπτωση της Ελλάδας, 15 δισ. ευρώ στην περίπτωση της Πορτογαλίας και 1,4 δισ. ευρώ στην περίπτωση της Κύπρου. Παρά το γεγονός ότι η παραγωγική δομή της ιρλανδικής οικονομίας θεωρήθηκε ως είδη στραμμένη προς τις εξαγωγές, κρίθηκε σημαντικό να απελευθερωθεί περαιτέρω η αγορά προϊόντων (European Commission, 2011b: 19-20). Εντύπωση προκαλεί ότι, ενώ η Ευρωπαϊκή Επιτροπή αναγνωρίζει την ύπαρξη ολιγοπωλίων στην πλειονότητα των κλάδων της Ελλάδας και της Πορτογαλίας, προτείνει μέτρα τα οποία αυξάνουν τον ανταγωνισμό στον κλάδο των υπηρεσιών και όχι των προϊόντων. Με αυτόν τον τρόπο δημιουργείται ανισορροπία στο παραγωγικό σύστημα, καθώς έτσι υπάρχουν κλάδοι πολλών ταχυτήτων με βάση τη διαφοροποίηση του περιθωρίου κέρδους.

Παράλληλα, στον χρηματοοικονομικό τομέα η αντιμετώπιση ήταν ακριβώς η αντίθετη. Μείωση του αριθμού των τραπεζών, μέσω, π.χ., της προώθησης των συγχωνεύσεων, ενίσχυση δηλαδή του ολιγοπωλίου κυρίως σε Ελλάδα και Κύπρο, πρόσβαση στα χρηματοδοτικά εργαλεία της ΕΚΤ,<sup>29</sup> εφαρμογή ελέγχων στην κίνηση κεφαλαίων όσον αφορά τις περιπτώσεις της Ελλάδας και της Κύπρου, διαχείριση των των μη εξυπηρετούμενων δανείων και ανακεφαλαιοποιήσεις ανάλογα με τη φερεγγυότητα του τραπεζικού συστήματος. Για παράδειγμα, οι ιρλανδικές τράπεζες είχαν ήδη ανακεφαλαιοποιηθεί από τον ιρλανδικό δημόσιο τομέα (+9% του ΑΕΠ), αλλά λόγω χαμηλής φερεγγυότητας υπήρξε προοπτική επιπλέον ανακεφαλαιοποίησης ύψους 10 δισ. ευρώ

29. Εξαίρεση αποτέλεσε το τρίτο πρόγραμμα της Ελλάδας, όπου η ΕΚΤ είχε ήδη διακόψει την πρόσβαση των ελληνικών τραπεζών στο πρόγραμμα ELA λόγω μη συμμόρφωσης της ελληνικής κυβέρνησης με τις ισχύουσες δανειακές συμφωνίες.

(European Commission, 2011b: 13, 23). Αντίστοιχα, οι πορτογαλικές τράπεζες μπορούσαν να αντλήσουν κεφάλαια ύψους 12 δισ. ευρώ σε περίπτωση που δεν μπορούσαν να επιτύχουν τους στόχους φερεγγυότητας (κυρίως το Tier 1) που έθετε η ΕΚΤ. Εν ολίγοις, τα προγράμματα αντιμετώπιζαν τις συνέπειες της κρίσης στη λειτουργία του τραπεζικού συστήματος και όχι τα αίτια εξαιτίας των οποίων οδηγήθηκε σε αυτή την κατάσταση. Για παράδειγμα, ένας από τους στόχους του πορτογαλικού προγράμματος ήταν η αναβίωση της αγοράς κατοικίας (European Commission, 2011a: 26), χωρίς να υπάρχουν προβλέψεις για ρυθμίσεις που θα απέτρεπαν αυτό που συνέβη μεταξύ 2000-2007 σε Ελλάδα, Ισπανία και Ιρλανδία.

Τέλος, σε ό,τι έχει να κάνει με τη λειτουργία του δημόσιου τομέα, τα προγράμματα ήταν εμπροσθοβαρή υπό την έννοια ότι η κύρια προσαρμογή θα γινόταν κατά τα δύο πρώτα χρόνια της εφαρμογής τους. Οι διαφοροποιήσεις τους αφορούσαν τόσο το είδος όσο και την ένταση των μέτρων αλλά όχι την κατεύθυνση. Έτσι, στην ελληνική περίπτωση προωθήθηκαν αρχικά μέτρα μείωσης των δαπανών ύψους 7% του ΑΕΠ και αύξησης των έμμεσων φόρων ύψους 4% του ΑΕΠ, ενώ στα επόμενα δύο προγράμματα η επιπλέον προσαρμογή συνοδεύτηκε από άμεσους φόρους επί της ακίνητης περιουσίας το 2012 και εισοδήματος το 2015. Παρόμοια, στην Πορτογαλία θεσπίστηκε ο φόρος ακίνητης περιουσίας, ενώ υπήρξε αναδιανομή των έμμεσων φόρων από την παραγωγή στην κατανάλωση, για παράδειγμα αυξήθηκε ο ΦΠΑ. Ομοίως, αναδιοργάνωση του φορολογικού πλαισίου παρατηρήθηκε και στην Ιρλανδία, αν και ο στόχος προσαρμογής του δημόσιου τομέα κατά 15 δισ. ευρώ εξυπηρετήθηκε κυρίως μέσω της δαπάνης (10 δισ. ευρώ) και σε μικρότερο βαθμό μέσω των εσόδων (European Commission, 2011b: 19, 26). Αξίζει να σημειωθεί ότι ο φόρος των επιχειρήσεων παρέμεινε μόλις στο 12,5%, όταν στην Ελλάδα ο αντίστοιχος φόρος ανήλθε από 25% σε 29% για να επανέλθει ξανά στο 25% με το τέλος εφαρμογής των ελληνικών προγραμμάτων.<sup>30</sup> Στην Κύπρο η προσαρμογή ήταν της τάξης του 5% του ΑΕΠ, με επιβολή μειώσεων στους μισθούς των κυβερνητικών υπαλλήλων και αύξηση όλων των φόρων (European Commission, 2013: 47). Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι σε όλα τα προγράμματα υπήρξαν σημαντικές παρεμβάσεις στα εθνικά ασφαλιστικά συστήματα με μείωση των συντάξεων.

Συμπερασματικά, οι οικονομικές πολιτικές που εφαρμόστηκαν είχαν ως κοινό πυρήνα το κυρίαρχο θεωρητικό αφήγημα αναφορικά με τη λειτουργία της οικονομίας. Οι προτάσεις οικονομικής πολιτικής έτσι όπως διατυπώνονται από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή διαφέρουν στην ένταση αλλά όχι στην κατεύθυνση. Ειδικότερα, στις θεσμικές

30. Συγκεκριμένα υπήρξε αρχική μείωση κατά 1% το 2018 και επιπλέον μείωση κατά 3% το 2019.

παρεμβάσεις στην αγορά εργασίας και προϊόντων η αφήγηση ακολουθεί το θεωρητικό επιχείρημα όπως παρατέθηκε παραπάνω. Όμως, η οπτική αυτή θεωρεί δεδομένη την πορεία των οικονομιών προς έναν βιώσιμο ρυθμό μεγέθυνσης,<sup>31</sup> εφόσον εφαρμόσουν ικανοποιητικά οι προτάσεις αυτές. Η βιωσιμότητα αυτή δεν απορρέει από μια διεξοδική ανάλυση των διαρθρωτικών-μακροοικονομικών-χρηματοοικονομικών συνθηκών, αλλά είναι καθαρά θεωρητική και επομένως αφηρημένη. Η μελέτη αυτή διαφοροποιείται από αυτό το σκεπτικό και εξετάζει σε μεγαλύτερο βάθος τις παραπάνω συνθήκες με σκοπό να εντοπίσει ποιες ήταν οι μακροχρόνιες αδυναμίες των υπό εξέταση οικονομιών, αν οι εφαρμοζόμενες πολιτικές ήταν προσανατολισμένες προς αυτές και αν τελικά κατάφεραν να τις διορθώσουν. Μεθοδολογικό εργαλείο της μελέτης είναι η ισορροπία των ισοζυγίων των θεσμικών τομέων (sector financial balances) μέσα από την οποία προκύπτουν οι συνθήκες βιώσιμης οικονομικής μεγέθυνσης και η οποία εξηγείται στην επόμενη ενότητα.

---

31. Στη δεσπόζουσα βιβλιογραφία αυτό ονομάζεται σημείο γενικής ισορροπίας.

# 03 Η ισορροπία των ισοζυγίων των θεσμικών τομέων στη θεωρία και στην πράξη

Ο λόγος για τον οποίο η μελέτη χρησιμοποιεί τα ισοζύγια των θεσμικών τομέων είναι επειδή αυτά αντανακλούν τη διασύνδεση του πραγματικού με τον χρηματοοικονομικό τομέα της οικονομίας, και επομένως μπορούν να αναδείξουν με καλύτερο τρόπο αν ο ρυθμός μεγέθυνσης μιας οικονομίας είναι βιώσιμος, δηλαδή διατηρήσιμος μεσοπρόθεσμα. Δηλαδή αν οι εξελίξεις είναι θετικές τόσο για την πραγματική όσο και τη χρηματοοικονομική πλευρά της οικονομίας. Η μέθοδος αυτή βρίσκει τη θεωρητική θεμελίωσή της στο έργο του Godley<sup>32</sup> και στα υποδείγματα συνέπειας αποθεμάτων ροών (Stock-flow Consistent – sfc), τα οποία αναπτύχθηκαν στην πληρέστερη μορφή τους από τον ίδιο. Τα κύρια χαρακτηριστικά της μεθόδου αυτής είναι δύο: Πρώτον, αναδεικνύει ποιος θεσμικός τομέας στηρίζει την οικονομική δραστηριότητα μέσα από τη δημιουργία ελλείμματος και δεύτερον αναδεικνύει αν η συμπεριφορά του κάθε θεσμικού τομέα, όπως αποτυπώνεται στις μακροοικονομικές μεταβλητές, είναι βιώσιμη καθώς φέρει συνέπειες για τη χρηματοοικονομική πλευρά. Παράλληλα, οι χρηματοοικονομικές συνθήκες καθορίζουν σε μεγάλο βαθμό τη μακροοικονομική συμπεριφορά του συστήματος, οπότε τα ισοζύγια των θεσμικών τομέων αντανακλούν αυτή την αλληλεπίδραση για κάθε θεσμικό τομέα ξεχωριστά (Caverzasi and Godin, 2014). Με απλά λόγια, η μέθοδος αυτή απεικονίζει τόσο τη μακροχρηματοοικονομική αλληλεπίδραση των θεσμικών τομέων όσο και τη μακροχρηματοοικονομική συμπεριφορά του κάθε τομέα.

Σε αυτό το πλαίσιο ο τραπεζικός τομέας δεν αποτελεί απλώς έναν ενδιάμεσο ουδέτερο παράγοντα, αλλά έχει ενεργό ρόλο στην ομαλή χρηματοδότηση του μακροοικονομικού συστήματος, και κατ' επέκταση στην επίτευξη βιώσιμης οικονομικής με-

32. Βλ. Godley (1996, 1998).

γέθυνσης. Με τη σειρά της η βιωσιμότητα του συστήματος εξαρτάται από τον τρόπο χρηματοδότησης της δαπάνης του κάθε τομέα και της επίπτωσης που έχει αυτή στο ισοζύγιο των υπόλοιπων τομέων. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η ανάλυση αυτή έχει νόημα μόνο όταν εξετάζεται σε μεσοπρόθεσμο διάστημα (Godley, 1999), αφού έτσι μπορεί να γίνει αντιληπτό αν υπάρχουν συσσωρευόμενες δυναμικές που μπορούν να αποσταθεροποιήσουν την οικονομία, όπως είναι, π.χ., το χρέος των νοικοκυριών.

### 3.1 Η μεθοδολογία της ισορροπίας ισοζυγίων των θεσμικών τομέων

Το χρηματοοικονομικό ισοζύγιο ενός θεσμικού τομέα είναι επί της ουσίας το πλεόνασμα ή το έλλειμμά του. Για παράδειγμα, στην περίπτωση του δημόσιου τομέα, ως χρηματοοικονομικό ισοζύγιο εννοείται το δημοσιονομικό πλεόνασμα ή έλλειμμα, ενώ το χρηματοοικονομικό ισοζύγιο του εξωτερικού τομέα είναι το ισοζύγιο πληρωμών<sup>33</sup> με αντίστροφο πρόσημο. Αντίστοιχα, για τον ιδιωτικό τομέα<sup>34</sup> ως χρηματοοικονομικό ισοζύγιο εννοούνται οι τελικές συνολικές αποταμιεύσεις.<sup>35</sup>

Η ισορροπία των χρηματοοικονομικών ισοζυγίων των θεσμικών τομέων της οικονομίας δίνεται από την ακόλουθη ταυτοτική σχέση.

$$FB_{ps} + FB_g + FB_{row} = 0 \quad (1)$$

Ο όρος  $FB$  (financial balance) συμβολίζει το χρηματοοικονομικό ισοζύγιο, ενώ οι δείκτες  $ps$ ,  $g$ ,  $row$  αντιπροσωπεύουν τον ιδιωτικό, τον δημόσιο και τον εξωτερικό τομέα αντίστοιχα. Η ισότητα αυτή αποτελεί μια εθνικολογιστική ταυτότητα κατά την οποία το άθροισμα όλων των ισοζυγίων είναι πάντα μηδενικό. Δηλαδή το πλεόνασμα ενός θεσμικού τομέα πρέπει να ισοδυναμεί με έλλειμμα τουλάχιστον ενός άλλου θεσμικού τομέα. Για παράδειγμα, αν υποθεθεί ότι το ισοζύγιο του εξωτερικού τομέα, δηλαδή το αντίστροφο του ισοζυγίου πληρωμών, είναι ίσο με μηδέν, τότε το όποιο έλλειμμα του δημόσιου τομέα μεταφράζεται αυτομάτως σε πλεόνασμα για τον ιδιωτικό τομέα και

33. Το ισοζύγιο πληρωμών είναι ίσο με το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών αφού προστεθούν σε αυτό οι καθαρές κεφαλαιακές μεταβιβάσεις, όπως είναι, π.χ., κάποιοι πόροι από τα κοινοτικά ταμεία.

34. Ως *ιδιωτικός τομέας* εννοείται το άθροισμα των επιχειρήσεων, των τραπεζών και των νοικοκυριών.

35. Σύμφωνα με τους λογιστικούς κανόνες του European System of Accounts ESA10, οι αποταμιεύσεις διαφέρουν από το χρηματοοικονομικό ισοζύγιο αφού θα πρέπει να ληφθούν υπόψη οι επενδύσεις του θεσμικού τομέα και οι κεφαλαιακές μεταβιβάσεις από και προς τον τομέα αυτόν. Δηλαδή *χρηματοοικονομικό ισοζύγιο* = Αποταμιεύσεις - Επενδύσεις + Καθαρές κεφαλαιακές μεταβιβάσεις.

αντιστρόφως. Επομένως, στην περίπτωση της εφαρμογής δημοσιονομικής λιτότητας, γίνεται εύκολα αντιληπτό ότι η επίτευξη δημοσιονομικού πλεονάσματος θα πρέπει να συνοδεύεται και από πλεόνασμα στο ισοζύγιο πληρωμών, ίδιου ή μεγαλύτερου επιπέδου, καθώς σε διαφορετική περίπτωση ο ιδιωτικός τομέας θα πρέπει να έχει αρνητικές τελικές αποταμιεύσεις, δηλαδή ελλειμματικό ισοζύγιο.

Αν, για παράδειγμα, το ισοζύγιο του εξωτερικού τομέα είναι μηδέν και ο δημόσιος τομέας έχει πλεόνασμα, τότε αναγκαστικά ο ιδιωτικός τομέας θα πρέπει να έχει έλλειμμα. Δηλαδή θα πρέπει είτε να μειώνει τον πλούτο του για να χρηματοδοτήσει το πλεόνασμα της κυβέρνησης ή να αυξήσει το χρέος του για τον ίδιο σκοπό. Εκτός από συγκεκριμένες περιπτώσεις, η κατάσταση αυτή δεν είναι βιώσιμη σε μεσοπρόθεσμο διάστημα, αφού σταδιακά υπονομεύεται η χρηματοοικονομική θέση του ιδιωτικού τομέα. Σε κάθε περίπτωση, αυτό που έχει σημασία είναι ότι η ισότητα των ισοζυγίων ισχύει πάντα και υπό οποιοσδήποτε συνθήκες. Ωστόσο, είναι εξίσου σημαντικό να διερευνηθεί η αιτιότητα πίσω από αυτήν την ισότητα, δηλαδή ποια αιτία προκαλεί ποιο αποτέλεσμα.

Όπως αναφέρει ο Wray (2012), η ταυτοτική αυτή σχέση δεν παρέχει αιτιακή συσχέτιση της συμπεριφοράς των θεσμικών τομέων. Όμως, από μια μακροσκοπική ματιά μπορεί κανείς να υποθέσει ότι, για να έχει πλεόνασμα ένας θεσμικός τομέας, τουλάχιστον ένας άλλος θεσμικός τομέας θα πρέπει να έχει έλλειμμα. Πιο απλά, για να έχει ένας τομέας πλεόνασμα, κάποιος άλλος τομέας πρέπει να υπερδαπανήσει για να φτάσει σε έλλειμμα. Ειδικότερα, ο ιδιωτικός τομέας δεν μπορεί να επιτύχει πλεόνασμα αν δεν υπάρχει έλλειμμα στο ισοζύγιο του δημόσιου ή/και του εξωτερικού τομέα. Επί της ουσίας, ο μηχανισμός είναι αντίθετος από αυτόν που ισχύει σε μικροοικονομικό επίπεδο, όπου, π.χ., ένα νοικοκυριό έχει τη δυνατότητα επίτευξης πλεονάσματος, θεωρώντας δεδομένα τα έσοδα από την εργασία και το επίπεδο του χρηματοοικονομικού του πλούτου. Γι' αυτόν τον λόγο είναι λανθασμένο να συγκρίνονται μικροοικονομικές συμπεριφορές, π.χ. ο τρόπος με τον οποίο χειρίζεται τα οικονομικά του ένα νοικοκυριό, με μακροοικονομικές συμπεριφορές, π.χ. διαχείριση οικονομικών του κράτους.

Ιδιαίτερα σημαντικός είναι και ο τρόπος χρηματοδότησης των ισοζυγίων, κυρίως των ελλειμμάτων. Σε γενικές γραμμές ένας τομέας μπορεί να χρηματοδοτεί το έλλειμά του μέσω δανεισμού ή με χρήση του χρηματοοικονομικού πλούτου του.<sup>36</sup> Ειδικότερα, στην περίπτωση της Γενικής Κυβέρνησης, το έλλειμμα χρηματοδοτείται μέσω «τυπώματος» νέου χρήματος<sup>37</sup> ή με την έκδοση τίτλων της Γενικής Κυβέρνησης, κυρίως

36 Με τον όρο *χρηματοοικονομικός πλούτος* εννοείται ο πλούτος ενός δρώντα χωρίς να λαμβάνεται υπόψη το πραγματικό κεφάλαιο, δηλαδή το μηχανήμα παραγωγής, το αυτοκίνητο, η κατοικία κτλ.

37. Η έννοια «τύπωμα» νέου χρήματος είναι περισσότερο συμβολική, καθώς επί της ουσίας αφορά την πίστωση τραπεζικών καταθέσεων μέσω ηλεκτρονικών συναλλαγών παρά την κυριολεκτική έννοια του τυπώματος χαρτονομισμάτων.

ομολόγων, που αυξάνουν το χρέος. Για παράδειγμα, τα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης έχουν απολέσει την πρώτη δυνατότητα. Επομένως, μετά την εισαγωγή του κοινού νομίσματος το δημοσιονομικό έλλειμμα συνεπάγεται απευθείας αύξηση του δημόσιου χρέους.

Σε γενικές γραμμές, ο τρόπος και οι συνθήκες χρηματοδότησης των ελλειμμάτων είναι καθοριστικής σημασίας για τη βιωσιμότητα του τομέα και κατ' επέκταση της οικονομίας, κάτι το οποίο γίνεται εύκολα αντιληπτό στην περίπτωση των κρατών-μελών της Ευρωζώνης που αντιμετώπισαν πρόβλημα με τη βιωσιμότητα του χρέους. Προεξάρχοντα παραδείγματα υπήρξαν η Ελλάδα στην περίπτωση του δημόσιου χρέους, και χώρες όπως η Ολλανδία στην περίπτωση του ιδιωτικού (Bezemer and Muysken, 2015).

Εμβαθύνοντας την ανάλυση και διακρίνοντας τα ισοζύγια στα μεγέθη τα οποία τα απαρτίζουν, η Εξίσωση 1 λαμβάνει την ακόλουθη μορφή:

$$(YD - PX) + (TR - TE) + (M - X - NFY) = 0 \quad (2)$$

όπου,

*YD*: διαθέσιμο εισόδημα του ιδιωτικού τομέα,

*PX*: δαπάνη του ιδιωτικού τομέα που απαρτίζεται από κατανάλωση και επενδύσεις,

*TR*: συνολικά έσοδα της Γενικής Κυβέρνησης,

*TE*: συνολικές δαπάνες της Γενικής Κυβέρνησης,

*M*: εισαγωγές,

*X*: εξαγωγές και

*NFY*: καθαρό εισόδημα από την αλλοδαπή, στο οποίο περιλαμβάνονται μεταξύ άλλων οι τόκοι, οι μισθοί από και προς το εξωτερικό, οι μεταβιβάσεις κ.ά.

Η πρώτη παρένθεση αντανακλά κατά προσέγγιση τις τελικές αποταμιεύσεις του ιδιωτικού τομέα, η δεύτερη το δημοσιονομικό πλεόνασμα ή έλλειμμα και η τρίτη το ισοζύγιο του εξωτερικού τομέα. Επομένως, με βάση τα παραπάνω μπορούν να διαμορφωθούν πολλά σενάρια πολιτικής αναφορικά με τη δημοσιονομική και την εμπορική πολιτική.

Σκοπός των Προγραμμάτων Οικονομικής Προσαρμογής, όπως αναφέρθηκε στην Εισαγωγή, είναι ο μετασχηματισμός του αναπτυξιακού μοντέλου της οικονομίας, από μια οικονομία που βασίζεται στην ιδιωτική κατανάλωση (consumption-led) σε μια οι-

κονομία που αναπτύσσεται χάρη στις εξαγωγές (export-led) και τις επενδύσεις (investment-led).

Στο πλαίσιο της ισορροπίας των χρηματοοικονομικών ισοζυγίων, η πολιτική αυτή μπορεί να περιγραφεί βάσει της Εξίσωσης 2α.

$$(S - I)^- + (TR - TE)^+ + (M - X - NFY)^- = 0 \quad (2a)$$

όπου,

S: αποταμιεύσεις και

I: επενδύσεις.

Η Εξίσωση 2α είναι στην ουσία μια παραλλαγή της Εξίσωσης 2, όπου η ιδιωτική δαπάνη έχει χωριστεί σε κατανάλωση και επενδύσεις, με τις αποταμιεύσεις να ορίζονται ως διαθέσιμο εισόδημα μείον κατανάλωση. Τα πρόσημα δίπλα από τις παρενθέσεις στην Εξίσωση 2α συμβολίζουν το έλλειμμα ή το πλεόνασμα του εκάστοτε τομέα. Η δημοσιονομική προσαρμογή έχει στόχο την επίτευξη δημοσιονομικού πλεονάσματος, γεγονός που συνεπάγεται έλλειμμα για τουλάχιστον έναν από τους άλλους δύο τομείς. Παράλληλα, η πολιτική εσωτερικής υποτίμησης υποτίθεται ότι οδηγεί σε μείωση των εισαγωγών και αύξηση των εξαγωγών, δημιουργώντας έλλειμμα για τον εξωτερικό τομέα. Έτσι, το θετικό πρόσημο στη δεύτερη παρένθεση αντισταθμίζεται από αρνητικά πρόσημα στις λοιπές δύο παρενθέσεις.<sup>38</sup>

Σε θεωρητικό επίπεδο υπάρχουν δύο ενδεχόμενα για τον ιδιωτικό τομέα. Αν το έλλειμμα του εξωτερικού τομέα υπερβαίνει το δημοσιονομικό πλεόνασμα, τότε βάσει της ταυτοτικής σχέσης ο ιδιωτικός τομέας συσσωρεύει χρηματοοικονομικό πλούτο. Με άλλα λόγια, το πλεόνασμα στο ισοζύγιο πληρωμών της οικονομίας οδηγεί σε αύξηση του πλούτου τόσο του ιδιωτικού όσο και του δημόσιου τομέα. Σε αυτή την περίπτωση η δημοσιονομική προσαρμογή μπορεί να είναι βιώσιμη αφού το πλεόνασμα του δημόσιου τομέα χρηματοδοτείται από τον εξωτερικό τομέα. Εναλλακτικά, ο ιδιωτικός τομέας θα εμφανίσει έλλειμμα στο χρηματοοικονομικό του ισοζύγιο, γεγονός που σημαίνει ότι οι επενδύσεις θα υπερβαίνουν τις αποταμιεύσεις. Κατά αυτόν τον τρόπο, επιτυγχάνεται ταυτόχρονη αύξηση των επενδύσεων και των εξαγωγών. Ωστόσο, υπάρχουν κάποιες υποθέσεις χωρίς την ισχύ των οποίων η πολιτική αυτή δημιουργεί μη βιώσιμες

38. Στην παραπάνω εξίσωση έχει υποθεθεί άρρητα ότι το ισοζύγιο πληρωμών δεν υπερβαίνει το δημοσιονομικό πλεόνασμα, με αποτέλεσμα να απαιτείται ελλειμματική θέση του ιδιωτικού τομέα, π.χ. αυξημένες επενδύσεις. Ωστόσο, όπως θα αναδειχθεί στην πορεία, η σχέση αυτή διαφέρει σημαντικά από χώρα σε χώρα.



συνθήκες. Πρώτον, το γεγονός ότι οι επενδύσεις υπερβαίνουν τις αποταμιεύσεις συνεπάγεται είτε αύξηση του ιδιωτικού χρέους είτε μείωση του πλούτου του ιδιωτικού τομέα. Επομένως, η κατάσταση αυτή μπορεί να είναι βιώσιμη μόνο βραχυπρόθεσμα, αφού σε μεσοπρόθεσμο διάστημα ο ιδιωτικός τομέας είτε θα είναι φτωχότερος ή θα έχει συσσωρεύσει υψηλό χρέος. Παράλληλα, το αρνητικό ισοζύγιο του ιδιωτικού τομέα δεν συνεπάγεται αναγκαστικά αύξηση των επενδύσεων, αλλά ίσως πτώση των αποταμιεύσεων με ρυθμό μεγαλύτερο από τη μεταβολή των επενδύσεων. Έτσι, η πολιτική αυτή μπορεί να γίνει πλήρως αποσταθεροποιητική.

Επομένως, το πιο σημαντικό στοιχείο για το αν η δημοσιονομική προσαρμογή που προτάθηκε στα Προγράμματα Οικονομικής Προσαρμογής είναι βιώσιμη έχει να κάνει αρχικά με τις εξαγωγικές επιδόσεις της οικονομίας. Οι εισροές χρήματος από τον εξωτερικό τομέα λόγω υψηλών καθαρών εξαγωγών (αφού δηλαδή συνυπολογιστούν και οι εκροές χρήματος λόγω εισαγωγών) εξασφαλίζουν ομαλές συνθήκες για τη δημοσιονομική προσαρμογή. Ένα δεύτερο κρίσιμο σημείο είναι ότι, αν ο ιδιωτικός τομέας παρουσιάζει έλλειμμα επειδή οι καθαρές εξαγωγές δεν είναι τόσο υψηλές, το έλλειμμα του ιδιωτικού τομέα θα πρέπει να οφείλεται σε αύξηση των επενδύσεων, οι οποίες θα προσδώσουν έναν δυναμικό χαρακτήρα στην οικονομία. Επιπλέον, το έλλειμμα του ιδιωτικού τομέα θα πρέπει να αποτελεί προσωρινή μόνο κατάσταση και να μην οφείλεται σε πτώση των αποταμιεύσεων. Διαφορετικά, ο ιδιωτικός τομέας θα πρέπει να είναι σε θέση να μπορεί να αυξήσει το παθητικό του (χρέος) και όχι να μειώσει το ενεργητικό του (χρηματοοικονομικός πλούτος).<sup>39</sup> Τρίτον, θα πρέπει να επικρατούν ομαλές χρηματοπιστωτικές συνθήκες στην οικονομία, ούτως ώστε να μπορεί ο επιχειρηματικός τομέας να χρηματοδοτήσει τις επενδύσεις μέσω δανεισμού, ενώ η χρηματοοικονομική κατάσταση του ιδιωτικού τομέα θα πρέπει να είναι ευσταθής ούτως ώστε η μόχλευση να είναι βιώσιμη, δηλαδή να μην έχει ήδη υψηλό χρέος όταν ξεκινάει η δημοσιονομική προσαρμογή.

Όπως αναφέρθηκε πιο πάνω, σκοπός της παρούσας μελέτης είναι να αξιολογήσει τις συνθήκες βιωσιμότητας που επικρατούν στις υπό εξέταση οικονομίες, δίνοντας ιδιαίτερη έμφαση στο ισοζύγιο πληρωμών και στο ισοζύγιο των θεσμικών τομέων που απαρτίζουν τον ιδιωτικό, δεδομένων των στόχων δημοσιονομικής πολιτικής. Η οικονομική μεγέθυνση μπορεί να δημιουργεί ένα κλίμα αισιοδοξίας ως προς την επίτευξη των στόχων, αλλά αυτό δεν συνεπάγεται ότι είναι βιώσιμη αν δεν τηρούνται τα παραπάνω κριτήρια. Σε ανάλογα συμπεράσματα καταλήγει και ο κύριος όγκος της εμπειρικής βιβλιογραφίας, ο οποίος εξετάζεται στη συνέχεια.

39. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η περιγραφή αφορά το σύνολο του ιδιωτικού τομέα. Στην Ενότητα 5, στην οποία εξετάζονται τα ισοζύγια των νοικοκυριών, των επιχειρήσεων και των τραπεζών ξεχωριστά, η συνθήκη βιωσιμότητας ορίζεται με μεγαλύτερη ακρίβεια και επομένως είναι πιο ευκολονόητη.

## 3.2 Εμπειρική βιβλιογραφία

Η εμπειρική βιβλιογραφία μπορεί να χωριστεί σε δύο κατηγορίες: Η πρώτη σχετίζεται με τη δημιουργία εμπειρικών *sfc* υποδειγμάτων προσαρμοσμένων σε πραγματικές οικονομίες, μέσω των οποίων παρέχονται προβλέψεις στις οποίες αποτυπώνονται οι δυναμικές του κάθε οικονομικού συστήματος. Η δεύτερη αφορά την εξέταση των ισοζυγίων μέσω περιγραφικής στατιστικής από την οποία εξαγονται συμπεράσματα όσον αφορά την αποτελεσματικότητα των εφαρμοζόμενων πολιτικών σε όρους ισόρροπης και βιώσιμης μεγέθυνσης.

Η πιο σημαντική συνεισφορά και για τις δύο προσεγγίσεις είναι αυτή του Godley (1999), στην οποία παρουσιάζονται τα αποτελέσματα του πρώτου πλήρως ανεπτυγμένου *sfc* υποδείγματος, προσαρμοσμένου στην οικονομία των ΗΠΑ. Στην ανάλυση αυτή εντοπίστηκαν επτά συνθήκες οι οποίες καθιστούσαν την πορεία της οικονομίας των ΗΠΑ μη βιώσιμη. Συγκεκριμένα, οι αποταμιεύσεις του ιδιωτικού τομέα ήταν αρνητικές για μεγάλο χρονικό διάστημα, ενώ οι ρυθμοί αύξησης των δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα και του χρήματος σε κυκλοφορία ήταν ιδιαίτερα υψηλοί. Παράλληλα, οι τιμές των μετοχών και άλλων χρηματοοικονομικών τίτλων αυξάνονταν με μεγαλύτερο ρυθμό από αυτόν των εταρικών κερδών ή του ΑΕΠ, ενώ η αύξηση του εξωτερικού χρέους και ο συνδυασμός δημοσιονομικού πλεονάσματος και ελλείμματος στο εξωτερικό ισοζύγιο δημιούργησαν μια αποσταθεροποιητική δυναμική, η οποία εκδηλώθηκε στην κρίση του 2007-2008.

Χαρακτηριστική της ανάλυσης είναι η εστίαση στον υπερβολικό δανεισμό του ιδιωτικού τομέα και στην εντεινόμενη χρηματοοικονομική αστάθεια λόγω της υψηλότερης μόχλευσης, η οποία, όπως αποδείχτηκε εκ των υστέρων, αποτέλεσε μία εκ των σημαντικότερων αιτιών της κρίσης. Στη συνέχεια, το πλαίσιο και το επίπεδο ανάλυσης του *sfc* υποδείγματος για τις ΗΠΑ εμφανίζεται σε μια σειρά από σχετικά κείμενα πολιτικής κτλ. τα οποία εστίαζαν στις ίδιες με το άρθρο του Godley αποσταθεροποιητικές παραμέτρους,<sup>40</sup> ενώ οι προβλέψεις του υποδείγματος στην κρίση του 2007-2008 ήταν ιδιαίτερα ακριβείς.<sup>41</sup> Κατά τον Bezemer (2010), η μέθοδος του Godley ήταν με διαφορά η πιο συστηματοποιημένη από αυτές που προέβλεψαν την παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση του 2007-2008.

Καθώς η μεθοδολογία αυτή είναι σχετικά πρόσφατη, η λίστα με τα εμπειρικά *sfc* υποδείγματα διευρύνεται διαρκώς.<sup>42</sup> Ειδικότερα για τις υπό εξέταση χώρες, οι Kinsella

40. Για παράδειγμα βλ. Godley and Izurieta (2001) και Godley et al. (2007).

41. Βλ. Zezza (2009).

42. Για μια αναλυτική λίστα με εμπειρικά *sfc* υποδείγματα βλ. Nikiforos and Zezza (2017) και Zezza and Zezza (2019).

and Aliti (2013) ανέπτυξαν ένα τέτοιο υπόδειγμα για την ιρλανδική οικονομία μέσω του οποίου γίνεται μια εκτίμηση της επίπτωσης της δημοσιονομικής λιτότητας στους χρηματοοικονομικούς ισολογισμούς και τη φερεγγυότητα των θεσμικών τομέων της οικονομίας. Συγκεκριμένα, οι επιχειρήσεις υπέστησαν μεγάλη μείωση του πλούτου τους λόγω της δημοσιονομικής προσαρμογής, ενώ τα νοικοκυριά αύξησαν τον πλούτο τους ως απόκριση στην κρίση, προσομοιάζοντας αυτό που ο Κοο (2011) αναφέρει ως *ύφεση ισοζυγίου*.<sup>43</sup>

Οι Paradimitriou et al. (2013) δημιούργησαν ένα sfc υπόδειγμα για την Ελλάδα μέσω του οποίου παρασχέθηκαν εκτιμήσεις αναφορικά με την εξέλιξη των ισοζυγίων υπό διάφορα σενάρια πολιτικής. Ειδικότερα, στο σενάριο δημοσιονομικής επέκτασης εκτιμήθηκε ότι ο ρυθμός μεγέθυνσης του ΑΕΠ θα κυμαινόταν γύρω από το 1,4% βραχυπρόθεσμα, ενώ θα υπήρχε επιδείνωση στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών και με τον ιδιωτικό τομέα να αυξάνει τη δαπάνη του σταδιακά μετά τη δημοσιονομική τόνωση, αφού αρχικά θα συσώρευε πλούτο. Παράλληλα, υπήρξε και αξιολόγηση του δεύτερου πυλώνα των προγραμμάτων, της πολιτικής εσωτερικής υποτίμησης, όπου λόγω της χαμηλής ελαστικότητας των εξαγωγών στις τιμές των εξαγωγίμων προϊόντων η οικονομική ανάκαμψη μέσω της βελτίωσης στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών εκτιμήθηκε ότι θα είναι ιδιαίτερα αργή. Για την ίδια οικονομία ο Pierros (2020a, 2020b) εστιάζει στη λειτουργική διανομή εισοδήματος<sup>44</sup> όπως διαμορφώθηκε μετά την απορρύθμιση της αγοράς εργασίας, η οποία αποτέλεσε παράγοντα χρηματοοικονομικής αστάθειας και στασιμότητας του ΑΕΠ.

Η δεύτερη προσέγγιση στην ισορροπία ισοζυγίων είναι πιο περιγραφική και βασίζεται στην ανάλυση λογιστικών σχέσεων για εξαγωγή συμπερασμάτων με προεκτάσεις οικονομικής πολιτικής. Με άλλα λόγια, η πρώτη προσέγγιση εξετάζει την εξέλιξη στην ισορροπία ισοζυγίων ως αποτέλεσμα συγκεκριμένων χαρακτηριστικών της οικονομίας, ενώ η δεύτερη προσέγγιση έχει ως αφετηρία την εξέλιξη στην ισορροπία ισοζυγίων από την οποία αντλεί πληροφορίες για τις προοπτικές της υπό εξέταση οικονομίας. Στην παρούσα μελέτη ακολουθείται η δεύτερη προσέγγιση.

Με βάση αυτή την προσέγγιση, οι Semieniuk et al. (2011) εξέτασαν τις προοπτικές των οικονομιών των κρατών-μελών της Ευρωζώνης στο πλαίσιο του Ευρω-

43. Σύμφωνα με τον Κοο (2011), η αντίδραση των νοικοκυριών σε περίοδο ύφεσης, όπου έχουν χάσει μέρος τους πλούτου τους, είναι η αύξηση των αποταμιεύσεών τους ούτως ώστε το επίπεδο του πλούτου τους να επανέλθει στα προ κρίσης επίπεδα. Ωστόσο, αυτό έχει σημαντική επίπτωση στη ζήτηση, με αποτέλεσμα την επιδείνωση της ύφεσης. Όπως θα φανεί στη συνέχεια, αυτή η αντίδραση στην κρίση δεν ήταν καθολική στην Ευρωζώνη.

44. Δηλαδή στη διανομή του εθνικού εισοδήματος μεταξύ κερδών, μισθών, φόρων κ.τ.λ.

παϊκού Συμφώνου Σταθερότητας και Ανάπτυξης (SGP) και υπό το πρίσμα της ισορροπίας ισοζυγίων. Η ανάλυση εστίασε στη διασυνδεσιμότητα των στόχων μείωσης των ελλειμμάτων στο δημοσιονομικό ισοζύγιο και στο εξωτερικό ισοζύγιο, όπως εκφράζονται στα SGP. Οι συγγραφείς διακρίνουν μια υπέρμετρη αισιοδοξία αναφορικά με την πορεία του ΑΕΠ δεδομένης της δημοσιονομικής προσαρμογής, ενώ ο στόχος για θετικό πρόσημο στο εξωτερικό ισοζύγιο της Ευρωζώνης προϋποθέτει την ύπαρξη ισχυρής ζήτησης για εξαγωγές και μειωμένες εισαγωγές. Ταυτόχρονα, ερωτηματικά δημιουργούνται σχετικά με το αν η προσαρμογή για την επίτευξη του στόχου θα είναι ομοιογενής ή αν το βάρος της προσαρμογής θα πέσει στις ελλειμματικές χώρες. Σε αυτό το σημείο έγκειται και μια από τις μεγαλύτερες αντιφάσεις του SGP, καθώς ο όγκος του ενδοκοινοτικού εμπορίου είναι τέτοιος ώστε μια προσαρμογή των εμπορικών ισοζυγίων των ελλειμματικών χωρών-μελών συνεπάγεται μεγάλο κόστος για τις πλεονασματικές χώρες-μέλη της Ευρωζώνης, εκτός κι αν υπάρξει μια ισχυρή πηγή ζήτησης εκτός Ευρωζώνης.

Στη συνέχεια, οι συγγραφείς προχωρούν σε μια προσομοίωση δώδεκα διαφορετικών σεναρίων σχετικά με το ισοζύγιο του ιδιωτικού και του εξωτερικού τομέα για κάθε χώρα-μέλος της Ευρωζώνης, δοσμένων των δημοσιονομικών στόχων. Συμπερασματικά, οι στόχοι του SGP είναι μη ρεαλιστικοί,<sup>45</sup> ενώ οι περιορισμοί στην αύξηση του δημοσιονομικού ελλείμματος σε χώρες με εμπορικό πλεόνασμα, οδηγούν σε περαιτέρω πιέσεις στις ελλειμματικές χώρες, σε όρους εμπορικού ισοζυγίου, καθιστώντας την απόκλιση μεταξύ των κρατών-μελών της Ευρωζώνης μια συνθήκη με μόνιμα χαρακτηριστικά.

Σε ένα ανάλογο έργο προέβησαν οι Brecht et al. (2012) όπου για το ίδιο σύνολο χωρών εξέτασαν την εφαρμοσιμότητα του SGP σε όρους οικονομικής μεγέθυνσης, ισοζυγίων αλλά και απασχόλησης. Χρησιμοποιώντας παρόμοιες υποθέσεις, οι συγγραφείς κατέληξαν στον ιδιαίτερα μη ρεαλιστικό χαρακτήρα των στόχων του SGP, ενώ παρατηρήθηκε ιδιαίτερα σημαντική αρνητική συσχέτιση αναφορικά με το μέγεθος της προσαρμογής και το ισοζύγιο του ιδιωτικού τομέα. Με άλλα λόγια, όσο πιο μεγάλη είναι η προσαρμογή, τόσο μεγαλύτερο θα είναι το έλλειμμα του ιδιωτικού τομέα. Παράλληλα, κρίσιμη είναι η ύπαρξη ισχυρής παγκόσμιας ζήτησης για ευρωπαϊκά προϊόντα για την επίτευξη των στόχων. Το βασικό συμπέρασμα των συγγραφέων είναι πανομοιότυπο με των Semieniuk et al. (2011). Οι στόχοι του SGP σε σχέση με τη δομή του ευρώ οδηγούν σε απόκλιση και όχι σε σύγκλιση των οικονομιών των κρατών-μελών, έχοντας μεγάλο κόστος σε όρους απασχόλησης.

45. Κάτι το οποίο επιβεβαιώθηκε από την πορεία των οικονομιών έως σήμερα.

Οι Dodig et al. (2016) χρησιμοποιούν το ίδιο αναλυτικό πλαίσιο στις χώρες του ΟΟΣΑ για να εξετάσουν τον βαθμό και την επίδραση της χρηματοοικονομικής κρίσης<sup>46</sup> στην Ευρωζώνη. Οι συγγραφείς ταξινομήσαν τις χώρες μέσω των ισοζυγίων των θεσμικών τομέων και της συνεισφοράς των βασικών συνιστωσών της ενεργού ζήτησης στην οικονομική μεγέθυνση σε τρεις κατηγορίες, δίνοντας, παράλληλα, έμφαση στα κανάλια μετάδοσης της παγκόσμιας κρίσης του 2007-2008 και στην επίδρασή της στην κάθε κατηγορία χωρών.

Η πρώτη κατηγορία περιλαμβάνει τις χώρες των οποίων οι οικονομίες βασίζονται στην κατανάλωση μέσω αύξησης χρέους (debt-led growth), με τα νοικοκυριά και τον δημόσιο τομέα να παρουσιάζουν έλλειμμα. Στη δεύτερη κατηγορία περιλαμβάνονται οι μερκαντιλιστικές χώρες με οικονομική μεγέθυνση που εξαρτάται από τις εξαγωγές (export-led growth). Κύριο χαρακτηριστικό της περίπτωσης αυτής είναι το μεγάλο έλλειμμα του εξωτερικού τομέα ή πιο απλά το μεγάλο πλεόνασμα του ισοζυγίου πληρωμών. Στην τρίτη κατηγορία η οικονομική μεγέθυνση των χωρών εξαρτάται από την εγχώρια ζήτηση (domestic demand-led growth), η οποία συνοδεύεται από πλεονασματικά ισοζύγια των νοικοκυριών και του εξωτερικού τομέα, και ελλειμματικά του δημόσιου τομέα και των επιχειρήσεων. Η κατηγοριοποίηση αυτή θα φανεί χρήσιμη και για την παρούσα μελέτη. Οι οικονομίες που επηρεάστηκαν λιγότερο από την κρίση ανήκουν στη δεύτερη κατηγορία, καθώς στις άλλες δύο υπήρξε μεγάλη αύξηση του χρέους, ενώ, όπως και στις αντίστοιχες προηγούμενες μελέτες, η επιμονή των μερκαντιλιστικών χωρών σε εμπορικά πλεονάσματα, από τη σκοπιά της παγκόσμιας οικονομίας, οδηγεί σε περαιτέρω απόκλιση των οικονομιών και σε οικονομική στασιμότητα.

Αρκετές άλλες μελέτες εστιάζουν την ανάλυσή τους σε εθνικό επίπεδο. Για παράδειγμα, οι Casadio and Paradiso (2009) χρησιμοποίησαν την ανάλυση ισορροπίας ισοζυγίων για να εξετάσουν τον τρόπο με τον οποίο το έλλειμμα χρηματοδότησης των επιχειρήσεων οδηγεί τους οικονομικούς κύκλους της οικονομίας των ΗΠΑ. Χρησιμοποιώντας το αναλυτικό πλαίσιο της Goldman Sachs (Hatzius, 2003), το οποίο βασίζεται στο έργο του Godley, εκτίμησαν την επίδραση του χρηματοδοτικού κενού των επιχειρήσεων, δηλαδή της διαφοράς των αδιανέμητων κερδών με τις επενδύσεις των επιχειρήσεων, στον οικονομικό κύκλο της αμερικανικής οικονομίας. Επί της ουσίας, το χρηματοδοτικό κενό των επιχειρήσεων είναι το χρηματοοικονομικό τους ισοζύγιο. Επομένως, σύμφωνα με τους συγγραφείς, το επίπεδο του ισοζυγίου των επιχειρήσεων έχει καθοριστικό ρόλο στην επενδυτική τους δραστηριότητα και επομένως στους ρυθ-

46. Ο Epstein (2005: 5) ορίζει ως χρηματοοικονομική κρίση τη διείδυση των χρηματοοικονομικών σε κάθε πτυχή της οικονομικής και της κοινωνικής σφαίρας. Για μια πιο αναλυτική παρουσίαση του ορισμού και της επίδρασης της χρηματοοικονομικής κρίσης βλ. Stockhammer (2004), Krippner (2005) και van Treeck (2009).

μούς μεγέθυνσης της αμερικανικής οικονομίας. Συγκεκριμένα, μια ιδιαίτερα αρνητική θέση σε μεσοπρόθεσμη διάρκεια από τη μια τονώνει την οικονομική δραστηριότητα, από την άλλη όμως αυξάνει το χρέος και τον κίνδυνο μη δυνατότητας εξυπηρέτησής του. Επομένως, δημιουργείται ένας οικονομικός κύκλος στο πρότυπο της Υπόθεσης Χρηματοοικονομικής Αστάθειας του Minsky (1992).

Σε άλλη έρευνα, οι Wray and Liu (2014) εστίασαν την ανάλυσή τους στην Κίνα, στην οποία εντόπισαν ένα συνεχώς αυξανόμενο πλεόνασμα του ιδιωτικού τομέα τροφοτούμενο από τον εξωτερικό τομέα. Ωστόσο, το πιο ενδιαφέρον σημείο της ανάλυσης εντοπίζεται στο δημοσιονομικό ισοζύγιο το οποίο είναι ελλειμματικό σε επίπεδο Γενικής Κυβέρνησης, αλλά πλεονασματικό σε επίπεδο Κεντρικής Κυβέρνησης.<sup>47</sup> Το γεγονός αυτό συνεπάγεται: α) την αυξημένη δαπάνη της περιφερειακής διοίκησης και β) την ανυπαρξία ενός συνολικού και καθολικού συστήματος κοινωνικής πρόνοιας. Κατ' αυτόν τον τρόπο, η χρηματοοικονομική ευστάθεια της οικονομίας, και ειδικότερα του δημόσιου τομέα, απότοκο της αθρόας εισροής κεφαλαίων μέσω των εξαγωγών, λαμβάνει χώρα σε βάρος της κοινωνικής συνοχής.

Οι Bezemer and Muysken (2015) εξετάζουν την ολλανδική οικονομία χρησιμοποιώντας την ισορροπία χρηματοοικονομικών ισοζυγίων και το πώς οι μεταβολές της επηρεάζουν τους χρηματοοικονομικούς ισολογισμούς των θεσμικών τομέων της οικονομίας. Οι συγγραφείς εντόπισαν μια ισχυρή τάση χρηματιστικοποίησης της ολλανδικής οικονομίας, όπου το χρέος των νοικοκυριών είναι ιδιαίτερα υψηλό, τόσο σε απόλυτους όρους όσο και ως προς το καθαρό διαθέσιμο εισόδημα, ενώ οι επιχειρήσεις έχουν πλεονασματικό ισοζύγιο, χρησιμοποιώντας τους διαθέσιμους πόρους, όχι για επενδύσεις σε φυσικό κεφάλαιο αλλά για χρηματοοικονομικές επενδύσεις σε κεφαλαιαγορές του εξωτερικού. Αντί, δηλαδή, να επενδύσουν σε δικό τους κεφάλαιο, αγοράζουν ομόλογα, μετοχές και άλλους τίτλους του εξωτερικού. Ως αποτέλεσμα των παραπάνω, η οικονομία της Ολλανδίας θεωρείται ότι κινείται σε μη βιώσιμη τροχιά.

Από τα παραπάνω γίνεται αντιληπτό ότι η ανάλυση της ισορροπίας των ισοζυγίων των θεσμικών τομέων εξυπηρετεί τη διερεύνηση της βιωσιμότητας της οικονομίας, σε σχέση με την υφιστάμενη τροχιά οικονομικής μεγέθυνσης, δίνοντας έμφαση στη διασύνδεση της πραγματικής με τη χρηματοοικονομική πλευρά της οικονομίας. Με αυτό τον τρόπο γίνεται καλύτερα κατανοητό πως η δημοσιονομική πολιτική επηρεάζει τους λοιπούς τομείς της οικονομίας, τόσο σε πραγματικούς όσο και σε χρηματοοικονομικούς όρους.

47. Δηλαδή χωρίς να συνυπολογίζονται τα ασφαλιστικά ταμεία και η τοπική αυτοδιοίκηση.

Η παρούσα μελέτη χρησιμοποιεί τη μεθοδολογία αυτή για να αναδείξει τις διαρθρωτικές μεταβολές που συντελέστηκαν τα τελευταία είκοσι χρόνια στα εξεταζόμενα κράτη-μέλη της Ευρωζώνης. Συγκεκριμένα, η ανάλυση εστιάζει στο πώς η υιοθέτηση του κοινού νομίσματος επέφερε μεταβολές στην ιδιωτική κατανάλωση, στην επενδυτική δραστηριότητα και στις αποταμιεύσεις του ιδιωτικού τομέα, δηλαδή στο πώς επηρεάστηκε το ισοζύγιό του, στο πώς η πλήρης απελευθέρωση του εμπορίου επέδρασε στα εξωτερικά ισοζύγια και ποια ήταν η αντίδραση του δημοσιονομικού ισοζυγίου στις ανωτέρω αλλαγές. Παράλληλα, εξετάζεται ο μετασχηματισμός που επέφερε η αλλαγή δημοσιονομικής πολιτικής μετά το 2009 και συγκεκριμένα η δημοσιονομική προσαρμογή και η πολιτική εσωτερικής υποτίμησης στο εξωτερικό ισοζύγιο και στο ισοζύγιο του ιδιωτικού τομέα. Το ενδιαφέρον εστιάζεται στο κατά πόσο η εφαρμογή των Προγραμμάτων Οικονομικής Προσαρμογής δημιουργεί συνθήκες βιωσιμότητας για τον ιδιωτικό τομέα και κατ' επέκταση για το σύνολο της οικονομίας.

## 04 Η εξέλιξη στους βασικούς μακροοικονομικούς δείκτες

Η διαδικασία ένταξης στην Ευρωζώνη και το αρχικό στάδιο υιοθέτησης του κοινού νομίσματος συνοδεύτηκε από μια τάση σύγκλισης των οικονομιών της περιφέρειας με αυτές του πυρήνα της Ευρωζώνης σε όρους ΑΕΠ και από μια ταυτόχρονη σταθεροποίηση των τιμών, λόγω της σφικτής νομισματικής πολιτικής της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ). Όπως γίνεται εμφανές στο Διάγραμμα 4.1, την περίοδο 1996-2006 οι ρυθμοί μεγέθυνσης κυμαίνονται άνω του 4% κατά μέσο όρο, με εξαίρεση την Πορτογαλία, της οποίας ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ είχε πτωτική τάση μέχρι το 2003.

Η παγκόσμια κρίση του 2007-2008 επηρέασε έντονα τις οικονομικές επιδόσεις των υπό εξέταση χωρών, ειδικότερα το 2009, όπου οι ρυθμοί μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ ήταν ιδιαίτερα αρνητικοί. Για παράδειγμα, το πραγματικό ΑΕΠ της Ιρλανδίας μειώθηκε κατά 5%, της Ελλάδας κατά 4% κ.ο.κ. Η προσωρινή ανάκαμψη της περιόδου 2010-2011 ακολουθήθηκε από μια νέα ύφεση το 2012 λόγω της κρίσης χρέους των χωρών της νότιας περιφέρειας, συμπεριλαμβανομένης της Ισπανίας και της Ιταλίας. Η εξέλιξη αυτή αποτυπώνεται στο Διάγραμμα 4.2, το οποίο απεικονίζει κατά κύριο λόγο την πορεία του επιτοκίου των 10ετών ομολόγων. Βάσει του διαγράμματος προκύπτει ότι το 2012 ήταν καθοριστικό σημείο στην κρίση χρέους της Ευρωζώνης, καθώς υπήρξε έντονη απόκλιση των αποδόσεων των ομολόγων των υπό εξέταση χωρών σε σχέση με το ομόλογο αναφοράς, δηλαδή της Γερμανίας. Χαρακτηριστικότερη περίπτωση ήταν αυτή της Ελλάδας. Ωστόσο, από το 2014 και ύστερα παρατηρείται μια εκ νέου σύγκλιση των επιτοκίων.

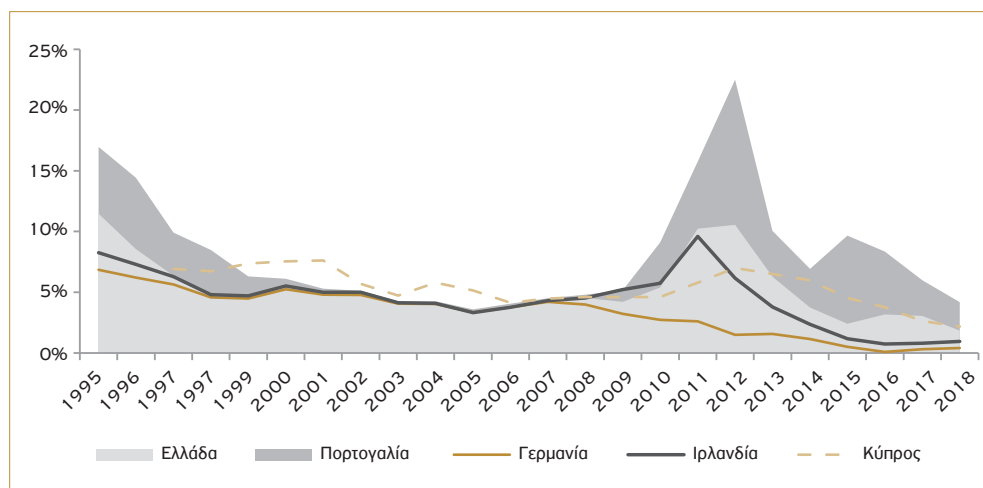


**Διάγραμμα 4.1:** Ρυθμός μεταβολής (%) ονομαστικού, πραγματικού και αποπληθωριστή ΑΕΠ (1996-2018)



Πηγή: Eurostat

**Διάγραμμα 4.2:** Μακροπρόθεσμο επιτόκιο δανεισμού (1995-2018)

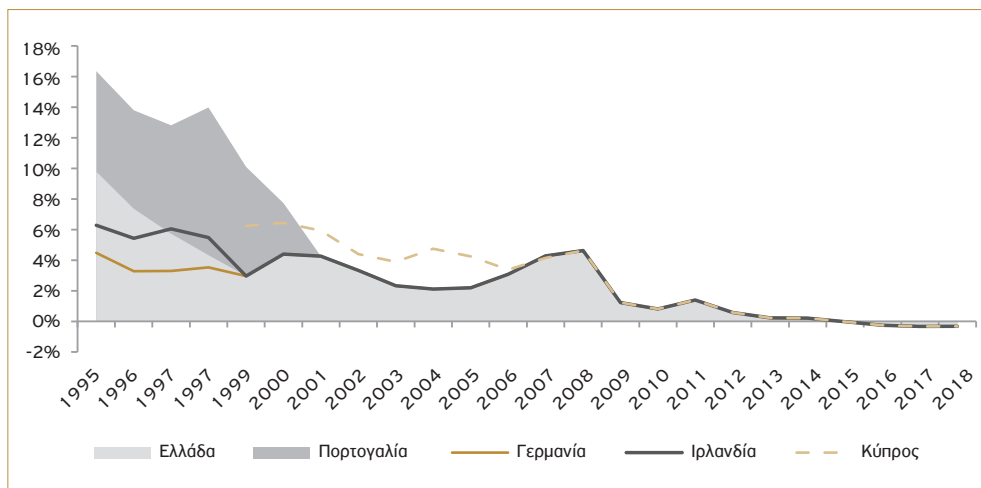


Πηγή: AMECO

Επιστρέφοντας στο Διάγραμμα 4.1, μετά το 2013 υπάρχει μια εξομάλυνση των οικονομικών επιδόσεων, με μεγάλη όμως διακύμανση μεταξύ των κρατών-μελών. Για παράδειγμα, το πραγματικό ΑΕΠ της Ιρλανδίας αυξήθηκε με ρυθμό μεγαλύτερο του 25% το 2015, της Κύπρου με 2%, ενώ της Ελλάδας μειώθηκε κατά 0,3% κυρίως λόγω της έντονης αβεβαιότητας που κυριάρχησε στη διαδικασία διαπραγμάτευσης και της εφαρμογής των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίου το γ' τρίμηνο του 2015. Τέλος, το 2018 οι ρυθμοί μεγέθυνσης εμφανίζουν πτωτική τάση με εξαίρεση αυτόν της Ελλάδας, που ούτως ή άλλως ήταν σχετικά στάσιμος από το 2016 και ύστερα.

Αυτό που αποτελεί κοινό τόπο σε όλες τις υπό εξέταση χώρες είναι η στασιμότητα του αποπληθωριστή ΑΕΠ, ο οποίος κυμαίνεται σε επίπεδα σαφώς χαμηλότερα του στόχου της ΕΚΤ για μέσο πληθωρισμό ίσο με 2%. Επιπλέον, σε ορισμένες περιπτώσεις, όπως αυτή της Ελλάδας και της Κύπρου, ο ρυθμός μεταβολής είναι αρνητικός ή οριακά θετικός. Η εξέλιξη αυτή αποκτά αρνητικότερη χροιά αν συνοπλογοιστεί το γεγονός ότι στην προσπάθειά της να τονώσει την οικονομική δραστηριότητα, η ΕΚΤ έχει ορίσει το επιτόκιο ημερήσιου δανεισμού αρχικά σε ύψος οριακά υψηλότερο του μηδέν και εν συνεχεία σε αρνητικό επίπεδο, με αποτέλεσμα το πραγματικό επιτόκιο να είναι αρνητικό (βλ. Διάγραμμα 4.3).

**Διάγραμμα 4.3:** Ευρωπαϊκό επιτόκιο διατραπεζικού δανεισμού (1995-2018)



Πηγή: AMECO

Σε αυτό το πλαίσιο, ο δεύτερος γύρος χαλάρωσης της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ μέσω της πρακτικής QE αποτελεί μονόδρομο για την τόνωση της οικονομικής δραστηριότητας, αν και υπάρχουν σημαντικές ενστάσεις αναφορικά με την αποτελεσματικότητά της, όταν δεν συνεπικουρείται από δημοσιονομική χαλάρωση.<sup>48</sup> Σύμφωνα με τον Κορατζάνη (2015), η δημοσιονομική τόνωση είναι καθοριστικής σημασίας για την αποτελεσματικότητα του QE, καθώς μόνο κατά αυτόν τον τρόπο θα εξασφαλιστεί η παροχή ρευστότητας προς τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά. Με άλλα λόγια, η δημοσιονομική πολιτική λειτουργεί ως κανάλι μετάδοσης ρευστότητας από την κεντρική τράπεζα προς τον παραγωγικό τομέα, καθώς σε διαφορετική περίπτωση υπάρχει ο κίνδυνος η ρευστότητα να παγιδευτεί μέσα στο τραπεζικό σύστημα.

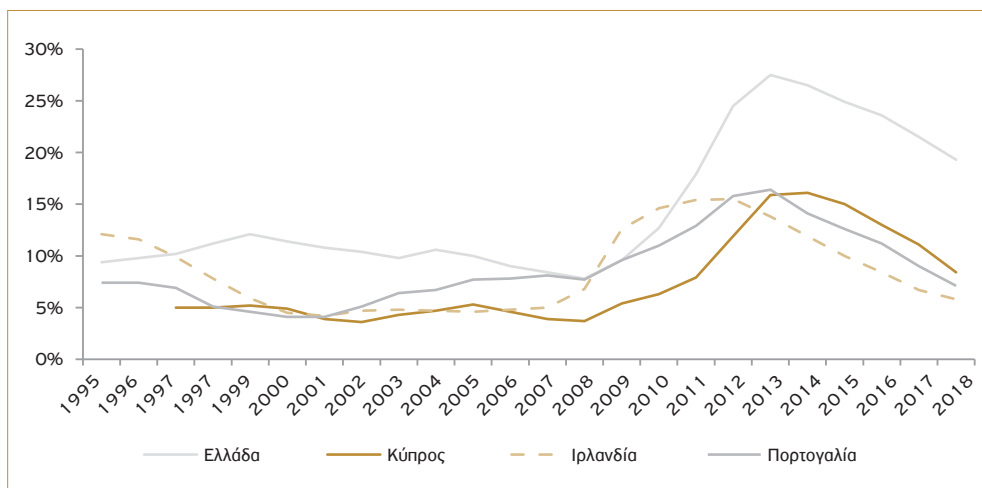
Στον βαθμό που τα ανωτέρω αφορούν τον στόχο της παρούσας μελέτης, από την εξέταση των Διαγραμμάτων 4.1, 4.2 και 4.3 προκύπτουν τρία χρονικά σημεία τα οποία επιτρέπουν τον διαχωρισμό της περιόδου που μελετάται σε τέσσερα μέρη. Συγκεκριμένα, η πρώτη περίοδος εκτείνεται σε όλη την περίοδο προσαρμογής των οικονομιών προς την ένταξή τους στην Ευρωζώνη, δηλαδή την περίοδο 1995-2000, κατά την οποία υπάρχει σύγκλιση των ρυθμών μεγέθυνσης, του πληθωρισμού και των

48. Το ίδιο ισχύει και για τις πρόσφατες εξελίξεις σχετικά με την κρίση λόγω πανδημίας και την ανάγκη ενίσχυσης της ρευστότητας.

βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων επιτοκίων. Η δεύτερη περίοδος (2001-2008) εντοπίζεται μεταξύ των πρώτων ετών λειτουργίας του ευρώ μέχρι και το ξέσπασμα της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης το 2007-2008 και χαρακτηρίζεται από μια σχετική οικονομική ευμάρεια. Η τρίτη περίοδος (2009-2013), στην οποία παρατηρείται έντονη απόκλιση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων μεταξύ των κρατών-μελών, αφορά εξ ολοκλήρου την ευρωπαϊκή κρίση χρέους και τη διαχείρισή της, ενώ η τέταρτη περίοδος (2014-2018) αντανακλά την περιορισμένη δυναμική ανάκαμψης της Ευρωζώνης.

Τέλος, το Διάγραμμα 4.4 εμφανίζει την εξέλιξη του ποσοστού ανεργίας. Για όλα τα κράτη-μέλη πλην της Ελλάδας η πρώτη περίοδος χαρακτηρίζεται από πτώση του ποσοστού ανεργίας με προεξάρχουσα την περίπτωση της Ιρλανδίας, όπου το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε από 11,6% το 1995 σε 4,1% το 2000. Αντιθέτως, το ποσοστό ανεργίας στην Ελλάδα αυξήθηκε από 9% σε 12%.

**Διάγραμμα 4.4: Ποσοστό ανεργίας (1995-2018)**



Πηγή: AMECO

Τη δεύτερη περίοδο Ιρλανδία και Κύπρος διατηρούν ένα σταθερό ποσοστό ανεργίας, στην Πορτογαλία το ποσοστό ανεργίας αρχίζει και αυξάνεται λόγω της στασιμότητας του ΑΕΠ, ενώ στην Ελλάδα μειώθηκε κατά 3 ποσοστιαίες μονάδες. Η συμπεριφορά της ανεργίας τόσο κατά τη διάρκεια όσο και μετά την κρίση έχει την ίδια κατεύθυνση αν και διαφορετική ένταση. Παρατηρείται λοιπόν αύξηση της ανεργίας ως αποτέλεσμα της κρίσης και πτώση την τέταρτη περίοδο. Λόγω της ελαστικοποιημένης

αγοράς εργασίας, η αύξηση του ποσοστού ανεργίας στην Ιρλανδία ήταν άμεση, ενώ η πτώση ήταν σταδιακή, όπως και στα υπόλοιπα υπό εξέταση κράτη-μέλη. Στην Ελλάδα το ποσοστό ανεργίας αυξήθηκε πολύ περισσότερο από ό,τι στις άλλες περιπτώσεις, αφού και το βάθος της κρίσης ήταν πολύ μεγαλύτερο. Ωστόσο, αυτό που εξάγεται ως συμπέρασμα από το παραπάνω διάγραμμα είναι ότι οι διαφορές στους θεσμούς της αγοράς εργασίας δεν είχαν κάποια σημαντική διαφορά ως αποτέλεσμα στην εξέλιξη του ποσοστού ανεργίας. Τηρουμένων των αναλογιών, όσον αφορά το μέγεθος της ύφεσης, το ποσοστό ανεργίας φαίνεται να εξαρτάται περισσότερο από την ενεργό ζήτηση παρά από τις θεσμικές αγκυλώσεις ή μη της αγοράς εργασίας.<sup>49</sup>

Αναφορικά με τις συνιστώσες της ενεργού ζήτησης, η μείωση των επιτοκίων επέφερε αναπόφευκτα μεταβολές μεταξύ της πρώτης και της δεύτερης περιόδου στη διάρθρωσή της, καθώς ο δανεισμός ήταν πλέον φθηνότερος, ενώ το κίνητρο αποταμίευσης εξασθενημένο. Επομένως, η υιοθέτηση του ευρώ αναμενόταν να οδηγήσει σε αύξηση των επενδύσεων και της κατανάλωσης. Οι μετασχηματισμοί, όμως, που συντελέστηκαν στις συνιστώσες της ενεργού ζήτησης ήταν ανομοιογενείς και σε αρκετές περιπτώσεις μη αναμενόμενες. Βάσει της εθνικολογιστικής ταυτότητας, οι βασικές συνιστώσες της ενεργού ζήτησης, που καθορίζουν το εγχώριο προϊόν, είναι η ιδιωτική κατανάλωση, ο ακαθάριστος σχηματισμός παγίου κεφαλαίου,<sup>50</sup> οι μεταβολές στο αποθεματικό των μη χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων,<sup>51</sup> η δημόσια κατανάλωση και οι καθαρές εξαγωγές, δηλαδή οι εξαγωγές μείον τις εισαγωγές προϊόντων και υπηρεσιών.

Το Διάγραμμα 4.5 παρουσιάζει την εξέλιξη στην ιδιωτική κατανάλωση ως ποσοστό του ΑΕΠ μεταξύ των τεσσάρων περιόδων, από το οποίο προκύπτουν τα εξής συμπεράσματα: Πρώτον, η Ελλάδα και η Ιρλανδία αποτελούν τις δύο ακραίες περιπτώσεις, αφού στην πρώτη το επίπεδο κατανάλωσης ως προς το εθνικό εισόδημα είναι διαχρονικά το υψηλότερο στις υπό σύγκριση οικονομίες, αν και με μικρή διαφορά από Κύπρο και Πορτογαλία, ενώ στη δεύτερη ισχύει το αντίστροφο. Δεύτερον, και σημαντικότερο, η τάση της κατανάλωσης για την Ιρλανδία είναι πτωτική υπονοώντας μια υποκατάσταση της συμβολής της στην οικονομική δραστηριότητα από άλλες συνιστώσες. Στις υπόλοιπες χώρες η ιδιωτική κατανάλωση αυξάνεται σταδιακά ως ποσοστό του εθνικού εισοδήματος, υπονοώντας έναν μετασχηματισμό αντίθετο από αυτόν που υποτίθεται ότι ήθελαν να επιφέρουν τα Προγράμματα Οικονομικής Προσαρμογής.

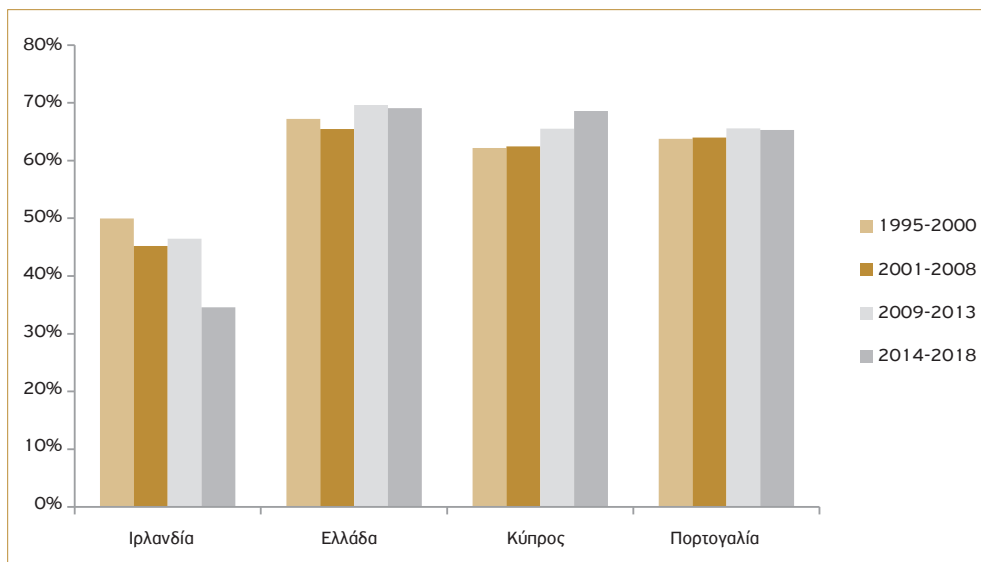
49. Για μια αναλυτική εξήγηση των δύο διαφορετικών προσεγγίσεων βλ. Wells (1987).

50. Εφεξής, για λόγους ευκολίας, ο όρος «επένδυση» αντιστοιχεί στον όρο «ακαθάριστος σχηματισμός παγίου κεφαλαίου», εκτός κι αν σημειώνεται διαφορετικά μέσα στο κείμενο.

51. Συνήθως το μέγεθος αυτής της μεταβλητής είναι μικρό, και γι' αυτόν τον λόγο δεν εξετάζεται ακολούθως.

Συγκεκριμένα στην Πορτογαλία η μετάβαση από το εθνικό νόμισμα στο ευρώ συνοδεύτηκε από αύξηση της καταναλωτικής δαπάνης ως προς το ΑΕΠ, σε σχέση με τις λοιπές συνιστώσες της ζήτησης, ενώ για την Ελλάδα ισχύει το αντίθετο. Ωστόσο, την τρίτη και την τέταρτη περίοδο παρατηρείται ομοιόμορφη αύξηση της κατανάλωσης για όλα τα κράτη-μέλη. Δεδομένου ότι μετά το 2009 οι ρυθμοί μεταβολής του ΑΕΠ ήταν από αρνητικούς έως ήπια θετικοί, συμπεραίνεται ότι η αύξηση του ποσοστού της κατανάλωσης επί του ΑΕΠ οφείλεται κυρίως στην ακαμψία της κατανάλωσης να ακολουθήσει την καθίζηση της οικονομικής δραστηριότητας, σε σχέση με άλλες συνιστώσες της ζήτησης, όπως, π.χ., οι επενδύσεις. Το γεγονός αυτό, το οποίο άμβλυσε μερικώς το αρνητικό αποτέλεσμα της κρίσης του 2007-2008, έλαβε αποσταθεροποιητική χροιά όταν συνεπικουρήθηκε από την εφαρμογή των Προγραμμάτων Οικονομικής Προσαρμογής, οδηγώντας τα νοικοκυριά σε κάποιες περιπτώσεις σε αρνητικές αποταμιεύσεις, όπως θα φανεί στην επόμενη ενότητα. Παράλληλα, η συμβολή της κατανάλωσης στο ΑΕΠ ενισχύθηκε σε όλα τα κράτη-μέλη πλην της Ιρλανδίας, το οικονομικό περιβάλλον της οποίας ήταν ήδη στραμμένο προς τις εξαγωγές. Επομένως, εδώ υπάρχει ένα πρώτο δείγμα σχετικά με την καταλληλότητα και την αποτελεσματικότητα των Προγραμμάτων Οικονομικής Προσαρμογής που εφαρμόστηκαν στη νότια περιφέρεια της Ευρωζώνης.

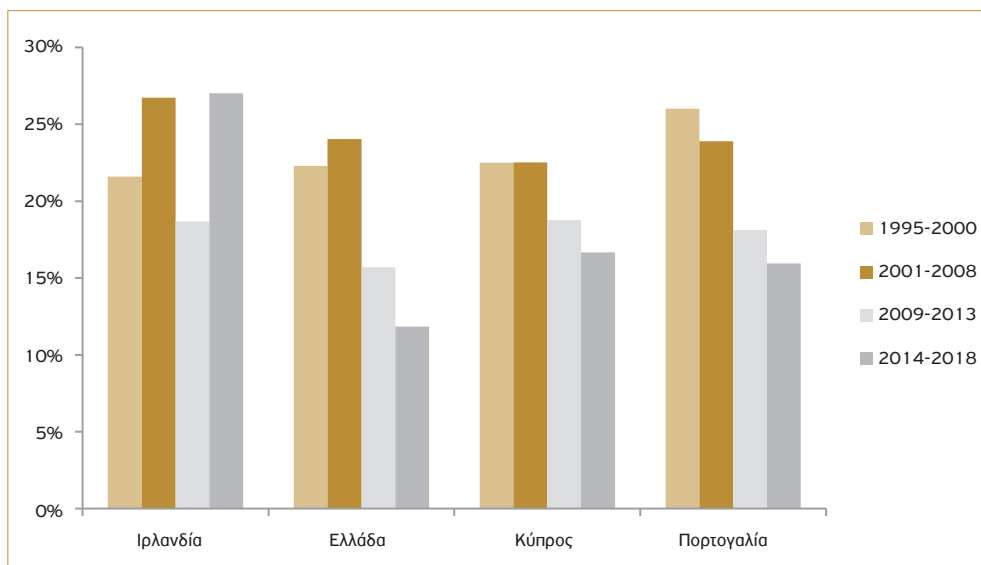
**Διάγραμμα 4.5:** Ιδιωτική κατανάλωση ως ποσοστό (%) του ΑΕΠ (1995-2018)



Πηγή: Eurostat (επεξεργασία συγγραφέα)

Την παραπάνω εικόνα συμπληρώνει το Διάγραμμα 4.6, στο οποίο αποτυπώνονται οι μεταβολές των επενδύσεων στην υπό εξέταση περίοδο. Επί της ουσίας τα δύο αυτά διαγράμματα παρέχουν μια ολοκληρωμένη εικόνα της συμπεριφοράς του ιδιωτικού τομέα. Η διαφοροποίηση μεταξύ συμπεριφοράς κατανάλωσης και επενδύσεων είναι αρκετά μεγάλη. Για τις περισσότερες χώρες η ένταξη στην Ευρωζώνη συνοδεύτηκε από ήπια έως ισχυρή επενδυτική δραστηριότητα, με εξαίρεση την Πορτογαλία, όπου οι επενδύσεις μειώθηκαν. Στην περίπτωση της Κύπρου, η ένταξη της οικονομίας στην Ευρωζώνη έλαβε χώρα στο τέλος της δεύτερης υπό εξέταση περιόδου. Επομένως, δεν προκαλεί εντύπωση ότι το ύψος των επενδύσεων ως ποσοστό του ΑΕΠ παρέμεινε στάσιμο. Στην Ιρλανδία οι επενδύσεις αυξήθηκαν κατά 5% και στην Ελλάδα κατά 2%.

**Διάγραμμα 4.6:** Επενδύσεις ως ποσοστό (%) του ΑΕΠ (1995-2018)



Πηγή: Eurostat (επεξεργασία συγγραφέα)

Την τρίτη περίοδο η πτώση των επενδύσεων είναι γενικευμένη και μεγάλη. Οι επενδύσεις πέφτουν σε επίπεδο χαμηλότερο της πρώτης περιόδου, αντανακλώντας τη μεγάλη αβεβαιότητα που καλλιεργήθηκε μέσα από τη διαχείριση της ευρωπαϊκής κρίσης χρέους. Ωστόσο, την τέταρτη περίοδο, που υπάρχει μια ομαλοποίηση, οι επενδύσεις μειώνονται ακόμα περισσότερο στον νότο, φτάνοντας σε ιστορικό χαμηλό, ενώ στην Ιρλανδία παρατηρείται η ακριβώς αντίθετη συμπεριφορά. Συνεπώς, όμοιες πολιτικές

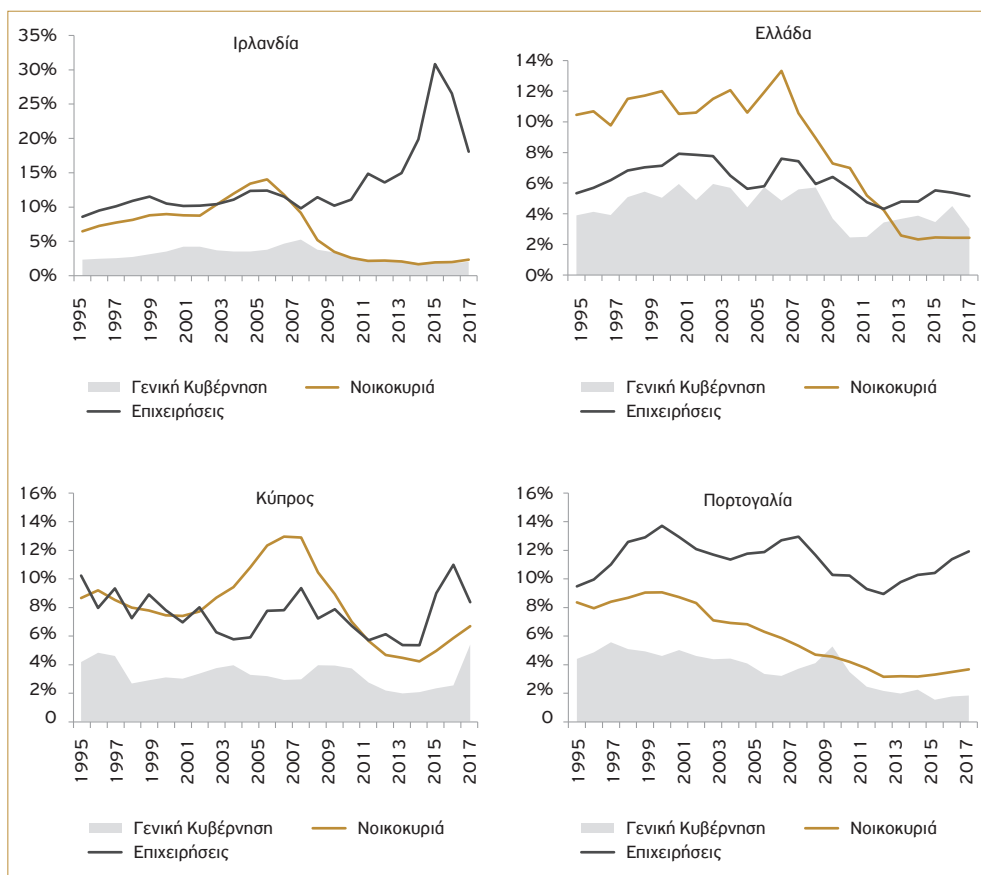
που εφαρμόστηκαν σε ανόμοια κράτη-μέλη έφεραν διαφορετικά αποτελέσματα, όπως θα έπρεπε να είναι το αναμενόμενο. Στα κράτη-μέλη με αδύναμη παραγωγική διάρθρωση (Ελλάδα και Πορτογαλία) και στη χρηματιστικοποιημένη Κύπρο η εφαρμογή των προγραμμάτων ήταν καταστροφική όσον αφορά τον όγκο του συνόλου των επενδύσεων. Στην Ιρλανδία όμως, η οποία είχε ήδη έναν σαφή εξωστρεφή παραγωγικό τομέα, οι επενδύσεις εκτινάχθηκαν. Αυτός είναι ένας από τους βασικούς λόγους για τους οποίους ερευνητές αναφέρουν ότι η Ιρλανδία δεν μπορεί να αποτελεί πρότυπο για την εφαρμογή λιτότητας (Kinsella, 2012).

Σημαντικό όμως είναι να εξεταστεί και η σύνθεση των επενδύσεων, αφού στο Διάγραμμα 4.6 εμφανίζονται μαζί οι επενδύσεις των επιχειρήσεων, της Γενικής Κυβέρνησης και των νοικοκυριών. Το Διάγραμμα 4.7 παρουσιάζει τις επενδύσεις ανά θεσμικό τομέα για κάθε κράτος-μέλος. Όπως γίνεται εύκολα αντιληπτό, οι επενδύσεις των νοικοκυριών, κυρίως σε κατοικίες, γνώρισαν μεγάλη αύξηση μετά την έναρξη λειτουργίας του ευρώ. Η πτώση του επιτοκίου και η απελευθέρωση του χρηματοπιστωτικού τομέα κατέστησε την πρόσβαση στην πίστωση ευκολότερη, οδηγώντας σε αύξηση των στεγαστικών δανείων, και επομένως σε έκρηξη στην αγορά ακινήτων,<sup>52</sup> πλην της Πορτογαλίας. Η Κύπρος μπορεί να μην ήταν μέλος της Ευρωζώνης εκείνη την περίοδο, αλλά η απελευθέρωση του χρηματοοικονομικού τομέα την επηρέασε με τον ίδιο τρόπο. Όμως, μετά το ξέσπασμα της κρίσης το 2009 η πτώση των επενδύσεων των νοικοκυριών ήταν μεγάλη σε όλες τις περιπτώσεις. Στην περίπτωση της Πορτογαλίας οι επενδύσεις των νοικοκυριών μειώνονται σε όλη τη δεύτερη και την τρίτη περίοδο και σταθεροποιούνται την τέταρτη περίοδο, ενώ σε Ιρλανδία, Ελλάδα και Κύπρο η πτώση υπερβαίνει το 10% του ΑΕΠ.

52. Αρκετοί ερευνητές συνδέουν το φαινόμενο αυτό με τη χρηματιστικοποίηση της Ευρωζώνης. Για παράδειγμα, βλ. Lis (2015).



**Διάγραμμα 4.7:** Επενδύσεις ανά θεσμικό τομέα ως ποσοστό (%) του ΑΕΠ (1995-2018)

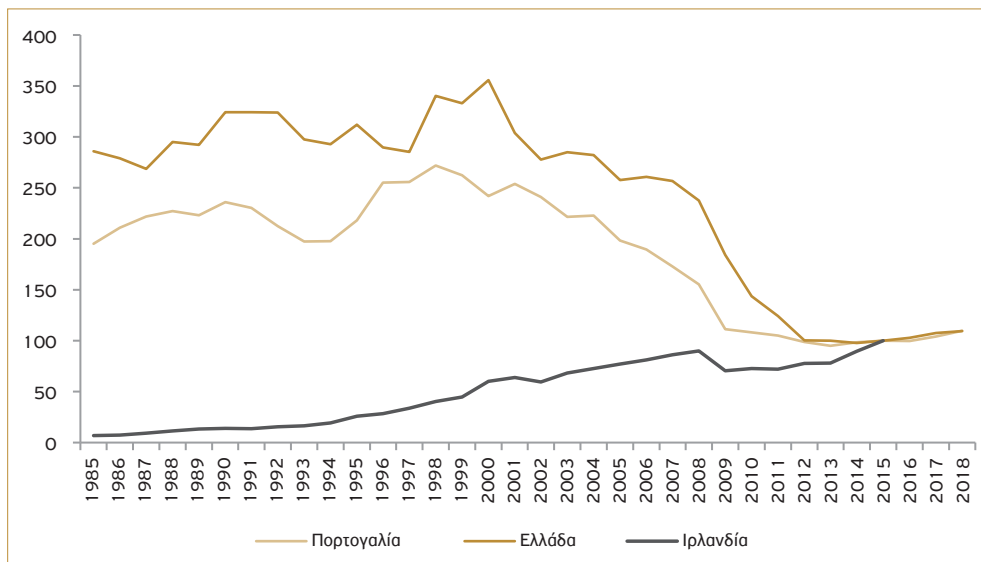


Πηγή: Eurostat (επεξεργασία συγγραφέα)

Σχετικά με τις επενδύσεις των επιχειρήσεων, η μικρή αύξηση στην Πορτογαλία, και στην Ελλάδα την πρώτη περίοδο ακολουθείται από μια μακρά πτώση, σε όλη τη δεύτερη και τρίτη περίοδο, πέρα από κάποιες διακυμάνσεις μικρής διάρκειας. Την τέταρτη περίοδο οι επιχειρηματικές επενδύσεις παρουσιάζουν σταθερή ανάκαμψη στην Πορτογαλία, μερικώς λόγω του επιταχυντικού ρόλου που είχε στις επενδυτικές προσδοκίες η σταθερή και σημαντική αύξηση των μισθών, ενώ οι επενδύσεις στην Ελλάδα παρουσιάζουν αρχικά αύξηση και μετά πτώση. Στην Κύπρο οι επιχειρηματικές επενδύσεις εμφανίζουν πτωτική πορεία από το 1995 μέχρι το 2015 και μετά μια ακαριαία εκτίναξη και πτώση, επομένως δεν μπορεί να ανιχνευθεί κάποια σταθερή τάση

στην εξέλιξη των επιχειρηματικών επενδύσεων. Τέλος, στην περίπτωση της Ιρλανδίας, που είναι η πιο ιδιαίτερη, η μικρή αύξηση της συμβολής των επενδύσεων στο ΑΕΠ την πρώτη περίοδο ακολουθήθηκε από στασιμότητα τη δεύτερη περίοδο. Την τρίτη περίοδο παρατηρείται μια ολοένα μεγαλύτερη συμβολή στο ΑΕΠ, ενώ την τέταρτη περίοδο η συμβολή των επενδύσεων αγγίζει το 30% και στη συνέχεια μειώνεται στο 15% του ΑΕΠ. Ανεξάρτητα από τις βραχυχρόνιες αυτές διακυμάνσεις, ο όγκος των επιχειρηματικών επενδύσεων είναι πολύ υψηλός και οφείλεται στο ιδιόμορφο φορολογικό καθεστώς των επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα, την τέταρτη περίοδο εταιρείες όπως η Google εμφανίζουν ως έδρα την ιρλανδική επικράτεια για να φορολογούνται με χαμηλότερο συντελεστή, ασχέτως αν η δραστηριότητά τους δεν περιορίζεται στα γεωγραφικά σύνορα της Ιρλανδίας. Η τέτοιου είδους αύξηση των επιχειρηματικών επενδύσεων οφείλεται σε πολύ μεγάλο βαθμό στην αύξηση αυτής της τάσης τη συγκεκριμένη χρονική περίοδο.

**Διάγραμμα 4.8:** Παραγωγή επενδυτικών προϊόντων στη μεταποίηση (1985-2018, 2015=100)



Πηγή: OECD Main Economic Indicators (ανάκτηση από FRED st. Louis).

Σημείωση: Δεν υπάρχουν καθόλου διαθέσιμα στοιχεία για την Κύπρο, ενώ για την Ιρλανδία τα διαθέσιμα στοιχεία σταματούν το 2015.

Σημαντικής σημασίας όμως είναι και το είδος των επιχειρηματικών επενδύσεων. Το βασικό ερώτημα είναι αν οι επενδύσεις οδηγούν σε μια αναβάθμιση του παραγωγικού δυναμικού ή αν αφορούν, π.χ., κτιριακές εγκαταστάσεις, οι οποίες δεν προσφέρουν ιδιαίτερη αναπτυξιακή δυναμική. Το Διάγραμμα 4.8 παρουσιάζει σε μακροπρόθεσμο διάστημα την παραγωγή επενδυτικών προϊόντων στη μεταποίηση, δηλαδή προϊόντων που αυξάνουν και αναβαθμίζουν το παραγωγικό κεφάλαιο της οικονομίας. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η παραγωγή επενδυτικών προϊόντων παρουσιάζεται με τη μορφή δείκτη, όπου σημείο αναφοράς τόσο σε όρους όγκου παραγωγής όσο και τιμών είναι το 2015. Οπότε το διάγραμμα δείχνει την εξέλιξη της αποπληθωρισμένης παραγωγής επενδυτικών προϊόντων σε σχέση με το 2015.

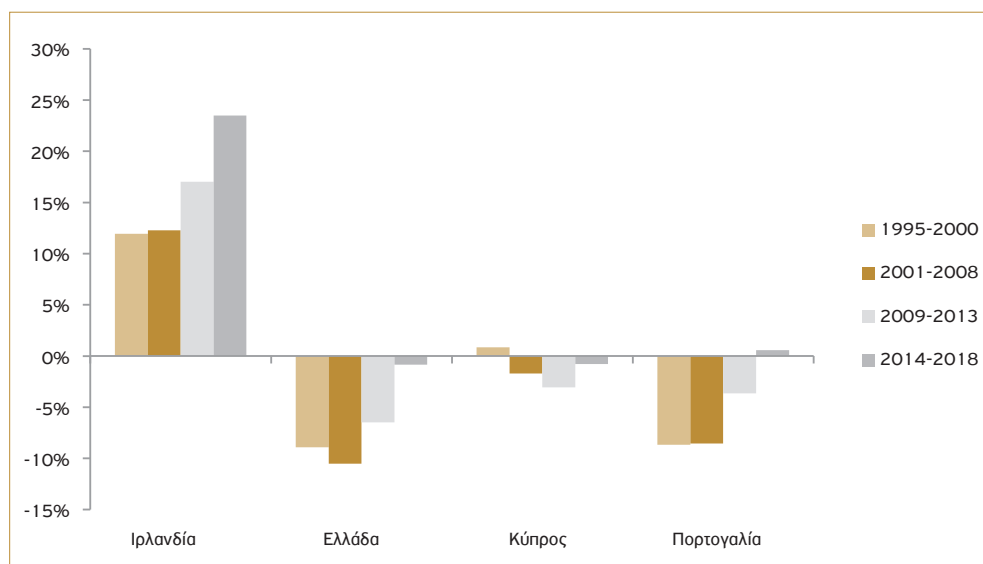
Οι τάσεις που εμφανίζονται στο Διάγραμμα 4.8 αντανακλούν έως έναν βαθμό το παραγωγικό πρότυπο των οικονομιών. Οι παραγωγικές επενδύσεις σε Ελλάδα και Πορτογαλία ακολουθούν σταθερή πτώση μετά την υιοθέτηση του ευρώ και σταθεροποιούνται σε ιστορικό χαμηλό μετά το 2009. Η υιοθέτηση του κοινού νομίσματος επέφερε μια αποδυνάμωση του παραγωγικού ιστού, η οποία εντάθηκε μετά το 2009, ενώ τα Προγράμματα Οικονομικής Προσαρμογής δεν κατάφεραν να αναστρέψουν αυτή την τάση. Συνεπώς, η οικονομική πολιτική που εφαρμόστηκε ήταν ακατάλληλη, αν όχι επιζήμια, για την εδραίωση ενός καθεστώτος οικονομικής μεγέθυνσης βασιζόμενου σε παραγωγικές επενδύσεις. Επομένως, δύσκολα μπορεί να εξαχθεί θετικό συμπέρασμα σχετικά με τη δημιουργία συνθηκών βιώσιμης οικονομικής μεγέθυνσης, τουλάχιστον όσον αφορά την παραγωγική δομή. Αντιθέτως, στην περίπτωση της Ιρλανδίας, η οποία είχε εξαρχής ένα πιο εξωστρεφές παραγωγικό μοντέλο, η παραγωγή επενδυτικών προϊόντων ήταν σταθερά ανοδική, αν και επηρεάστηκε αρνητικά την τρίτη περίοδο από την οικονομική κρίση. Ωστόσο, την τέταρτη περίοδο οι παραγωγικές επενδύσεις ανέκαμψαν.<sup>53</sup>

Ένα άλλο στοιχείο το οποίο αποτυπώνει τη βιωσιμότητα μιας οικονομίας είναι το κατά πόσο και με ποιον τρόπο το διεθνές εμπόριο συμβάλλει στη δημιουργία εθνικού εισοδήματος. Το Διάγραμμα 4.9 απεικονίζει το εμπορικό ισοζύγιο των υπό εξέταση χωρών. Με μια πρόχειρη ματιά γίνεται αντιληπτός ο προσανατολισμός της κάθε οικονομίας σε σχέση με το διεθνές περιβάλλον. Η Ιρλανδία αποτελεί μια κατεξοχήν οικονομία-εξαγωγέα, ενώ το αντίθετο ίσχυε για την Ελλάδα και την Πορτογαλία πριν από το 2013. Στην περίπτωση της Κύπρου το διεθνές εμπόριο δεν είχε ιδιαίτερη σημασία στη δημιουργία εθνικού εισοδήματος, αφού το εμπορικό ισοζύγιο κινείται πολύ κοντά στο μηδέν.

53. Λόγω μη διαθεσιμότητας στοιχείων δεν μπορεί να γίνει εμφανές αν η έκρηξη των επενδύσεων στην Ιρλανδία το 2016 αφορά παραγωγικές ή άλλου τύπου επενδύσεις.

Κατά την πρώτη και τη δεύτερη περίοδο γίνονται αντιληπτές οι μακροοικονομικές ανισορροπίες που εντάθηκαν εντός Ευρωζώνης και οι οποίες οδήγησαν τα κράτη-μέλη σε κρίση. Συγκεκριμένα, το μεγάλο εμπορικό πλεόνασμα της Ιρλανδίας αυξήθηκε αμυδρά τη δεύτερη και σημαντικά την τρίτη και την τέταρτη περίοδο, ενώ για την Ελλάδα υπήρξε έντονη τάση επιδείνωσης του εμπορικού ισοζυγίου μετά την υιοθέτηση του ευρώ. Την τρίτη περίοδο, με τη μεγάλη πτώση του εθνικού εισοδήματος, το έλλειμμα στο εμπορικό ισοζύγιο βελτιώνεται αν και παραμένει υψηλό, ενώ την τέταρτη περίοδο το έλλειμμα σχεδόν εξανεμίζεται. Ίδια δυναμική παρατηρείται και στην περίπτωση της Πορτογαλίας, αν και το εμπορικό έλλειμμα έμεινε σχεδόν ίδιο τη δεύτερη περίοδο, ενώ την τέταρτη προκύπτει ένα οριακό εμπορικό πλεόνασμα. Τέλος, για την Κύπρο η δεύτερη περίοδος συνοδεύτηκε και από εμπορικό έλλειμμα όταν την πρώτη το εμπορικό ισοζύγιο ήταν πλεονασματικό. Το εμπορικό έλλειμμα αυξήθηκε την τρίτη περίοδο, ενώ την τέταρτη παρατηρείται μια μικρή προσαρμογή.

**Διάγραμμα 4.9:** Καθαρές εξαγωγές ως ποσοστό (%) του ΑΕΠ (1995-2018)



Πηγή: Eurostat (επεξεργασία συγγραφέα)

Συμπερασματικά, η εφαρμογή των προγραμμάτων πράγματι οδήγησε και τις τέσσερις οικονομίες σε βελτίωση του εμπορικού τους ισοζυγίου. Το αποτέλεσμα αυτό ήταν πιο έντονο στην ήδη εξωστρεφή ιρλανδική οικονομία, αλλά εξίσου σημαντική

ήταν και η προσαρμογή σε Ελλάδα και Πορτογαλία. Όμως, αρκεί αυτή η διαπίστωση για να συμπεράνει κανείς ότι τα προγράμματα πέτυχαν αυτόν τον στόχο, δηλαδή την εδραίωση οικονομικής μεγέθυνσης βασιζόμενης στις εξαγωγές με βιώσιμο τρόπο; Η απάντηση είναι όχι. Πρώτον, γιατί η συνεισφορά των καθαρών εξαγωγών στο ΑΕΠ των νότιων κρατών-μελών είναι μηδαμινή και δεύτερον γιατί στην περίπτωση της Ιρλανδίας απλώς τονώθηκε ένα ήδη εδραιωμένο πρότυπο οικονομικής μεγέθυνσης.

Τα παραπάνω γίνονται καλύτερα αντιληπτά μέσα από την ξεχωριστή εξέταση της πορείας των εισαγωγών και των εξαγωγών (βλ. Διάγραμμα 4.10). Ένα πρώτο συμπέρασμα που προκύπτει είναι ότι το άνοιγμα της ιρλανδικής οικονομίας είναι πολύ μεγάλο αφού μόνο οι εξαγωγές υπερβαίνουν το 100% του ΑΕΠ, ενώ το άνοιγμα της ελληνικής και της πορτογαλικής οικονομίας είναι πολύ μικρό.<sup>54</sup>

Δεύτερον, η περίοδος έναρξης λειτουργίας του ευρώ είχε ως αποτέλεσμα στασιμότητα για τις εξαγωγές της Ιρλανδίας, της Ελλάδας και της Πορτογαλίας, ενώ οι εισαγωγές αυξήθηκαν μερικώς στην Ιρλανδία και σημαντικά σε Ελλάδα και Πορτογαλία. Οι κυπριακές εξαγωγές μειώθηκαν, ενώ οι εισαγωγές σταθεροποιήθηκαν. Επομένως, και για τις τέσσερις οικονομίες η περίοδος αυτή ήταν επιζήμια όσον αφορά τις καθарές εξαγωγές και τη βιωσιμότητά τους σε σχέση με τη θέση τους στο διεθνές περιβάλλον. Η κατάσταση αλλάζει μετά το 2009, όταν η μεγάλη μείωση των εισοδημάτων συμπιέζει τη ζήτηση για εισαγωγές, ενώ η συμβολή των εξαγωγών στο ΑΕΠ αυξάνεται. Σύμφωνα με τα στοιχεία της AMECO, η εξέλιξη αυτή την τρίτη περίοδο οφείλεται στο ότι μειώθηκε το ΑΕΠ με τις εξαγωγές να μένουν σταθερές, οπότε ο λόγος εξαγωγές προς ΑΕΠ εμφανίζει αύξηση. Την τέταρτη περίοδο οι εξαγωγές αυξάνονται και σε όγκο, όχι μόνο ως ποσοστό του ΑΕΠ. Αυτό το στοιχείο είναι που ώθησε αρκετούς ερευνητές να υιοθετήσουν την άποψη ότι τα Προγράμματα Οικονομικής Προσαρμογής πέτυχαν τον σκοπό τους να εδραιώσουν ένα καθεστώς βιώσιμης οικονομικής μεγέθυνσης βασιζόμενης στις εξαγωγές (βλ. Εισαγωγή).

Η οπτική αυτή παραβλέπει ένα πολύ σημαντικό στοιχείο που παρουσιάζεται στο Διάγραμμα 4.10 και το οποίο έχει να κάνει με την εξέλιξη των εισαγωγών. Με εξαίρεση την Ιρλανδία, οι εισαγωγές την τέταρτη περίοδο ακολουθούν ακριβώς την εξέλιξη των εξαγωγών. Αυτό συνεπάγεται ότι η εξάρτηση των εξαγωγίμων προϊόντων από εισαγόμενα ενδιάμεσα αγαθά είναι πολύ υψηλή και εμποδίζει την επίτευξη υψηλού εμπορικού πλεονάσματος, το οποίο δημιουργεί εθνικό εισόδημα, όπως στην περίπτωση της Ιρλανδίας. Πιο απλά, η παραγωγή εξαγόμενων προϊόντων εξαρτάται πολύ από μέρη τα οποία είναι εισαγόμενα. Άρα, τα έσοδα από τις εξαγωγές αντισταθμίζονται

54. Ως άνοιγμα μιας οικονομίας εννοείται το άθροισμα των εξαγωγών και των εισαγωγών ως προς το ΑΕΠ.

πλήρως από τη δαπάνη για εισαγωγές. Τελικά, το ισοζύγιο εσόδων-εξόδων είναι περίπου μηδέν και άρα δεν υπάρχει κάποιο όφελος για τις οικονομίες του νότου. Αυτό εξηγεί και τον λόγο για τον οποίο το εμπορικό τους ισοζύγιο είναι περίπου μηδενικό την τέταρτη περίοδο.

**Διάγραμμα 4.10:** Εξαγωγές και εισαγωγές προϊόντων και υπηρεσιών ως ποσοστό (%) του ΑΕΠ (1995-2018)



Πηγή: Eurostat

Επομένως, και στην περίπτωση του διεθνούς εμπορίου δύσκολα μπορεί να εξαχθεί θετικό συμπέρασμα σχετικά με τη δημιουργία συνθηκών βιώσιμης οικονομικής μεγέθυνσης. Επιπλέον, η κατάσταση αυτή είναι αλληλένδετη με αυτή των επενδύσεων σε παραγωγικό κεφάλαιο. Το μεγάλο εισαγωγικό περιεχόμενο της εγχώριας παραγωγής,

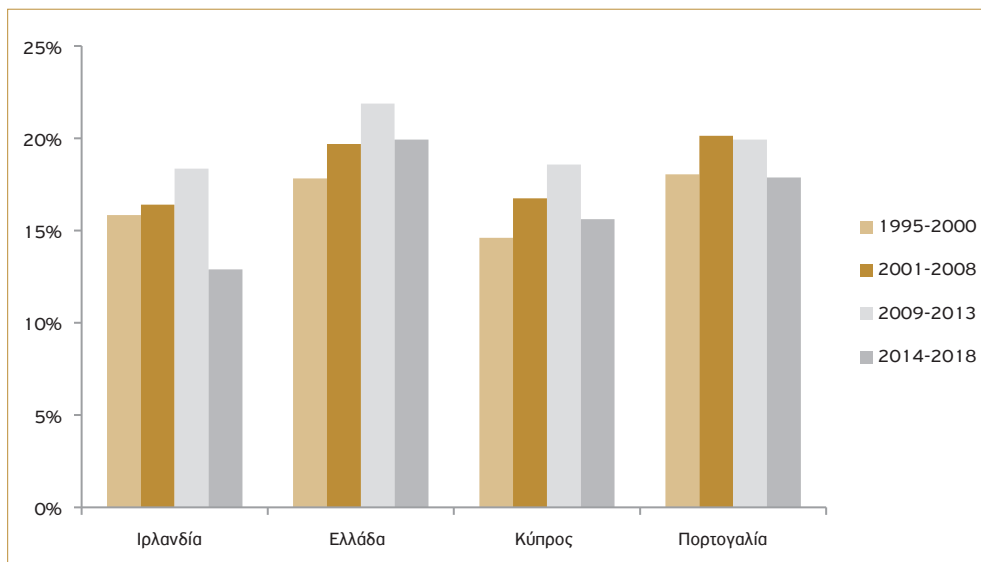
και κυρίως αυτής που εξαγει προϊόντα, επισημαίνει την ύπαρξη ενός αδύναμου παραγωγικού ιστού. Με τη σειρά του ο παραγωγικός ιστός είναι αδύναμος επειδή δεν υπάρχει ποιοτική αναβάθμιση του παραγωγικού κεφαλαίου. Συνεπώς, για την Ελλάδα, την Κύπρο και την Πορτογαλία μια βιώσιμη οικονομική μεγέθυνση με προσανατολισμό στις εξαγωγές μπορεί να εδραιωθεί μόνο μέσα από την αύξηση των παραγωγικών επενδύσεων. Τα προγράμματα που εφαρμόστηκαν απέτυχαν να καταφέρουν κάτι τέτοιο γιατί το θεωρητικό τους υπόβαθρο δίνει υπερβολική έμφαση στο κόστος και ελάχιστη στη διάρθρωση της παραγωγής, και άρα δεν μπορεί να αναδείξει πολιτικές οι οποίες να είναι σε συμφωνία με τις πραγματικές ανάγκες της κάθε οικονομίας. Για άλλη μια φορά αναφέρεται ότι η περίπτωση της Ιρλανδίας είναι διαφορετική αφού το παραγωγικό της πρότυπο ήταν ήδη εξωστρεφές, πριν εφαρμοστεί το ιρλανδικό πρόγραμμα.

Τέλος, στο Διάγραμμα 4.11 απεικονίζεται η δημόσια κατανάλωση ως ποσοστό του ΑΕΠ. Την πρώτη περίοδο το επίπεδο της δημόσιας κατανάλωσης ήταν χαμηλότερο στην Κύπρο, ενώ τη μεγαλύτερη κατανάλωση παρουσίαζαν οι δημόσιοι τομείς της Πορτογαλίας και της Ελλάδας, αν και με μικρή διαφορά από τα άλλα δύο κράτη-μέλη. Τη δεύτερη περίοδο η δημόσια δαπάνη ως ποσοστό του ΑΕΠ αυξάνεται συμμετρικά, ενώ την τρίτη περίοδο η δαπάνη μειώνεται με μικρότερο ρυθμό από του ΑΕΠ και γι' αυτόν τον λόγο εμφανίζεται αυξημένη ως ποσοστό του ΑΕΠ. Εξαίρεση αποτελεί η Πορτογαλία, στην οποία η προσαρμογή των δαπανών ήταν μεγαλύτερη, ενώ σημειώνεται ότι η προσαρμογή των δαπανών στην Κύπρο ξεκινάει το 2013. Την τέταρτη περίοδο, η δημόσια κατανάλωση είναι πολύ μικρότερη σε σχέση με το ΑΕΠ στην Ιρλανδία, ενώ η μείωση είναι ομοιόμορφη στις υπόλοιπες τρεις περιπτώσεις.

Συμπερασματικά, το μακροοικονομικό περιβάλλον όπως διαμορφώθηκε μετά το 2013, κυρίως στα κράτη-μέλη της νότιας περιφέρειας, δεν μπορεί να θεωρηθεί ότι είναι βιώσιμο μεσοπρόθεσμα. Υπάρχει μια σαφή στροφή προς τις εξαγωγές, η οποία όμως είναι περιορισμένης δυναμικής αφού δεν συνοδεύεται από μια ισχυροποίηση του εγχώριου παραγωγικού ιστού. Οι παραγωγικές αδυναμίες της Ελλάδας, της Κύπρου και της Πορτογαλίας εξακολουθούν και ισχύουν, γεγονός που τις καθιστά πιο ευάλωτες σε εξωτερικές διαταραχές, όπως αυτή της πανδημικής κρίσης. Με άλλα λόγια, οι μακροοικονομικοί μετασχηματισμοί που συντελέστηκαν αφορούσαν κυρίως τη συμπίεση της ζήτησης για εισαγωγές, η οποία όμως είναι περιορισμένη. Τα παραπάνω δεν ισχύουν για την Ιρλανδία, παρά μόνο σε ό,τι έχει να κάνει με τη ζήτηση για εισαγωγές. Ωστόσο, για να διεξαχθεί κάποιο πιο ουσιαστικό συμπέρασμα σχετικά με τη βιωσιμότητα των οικονομιών σε μεσοπρόθεσμο διάστημα, θα πρέπει να γίνει μια σε περισσότερο βάθος ανάλυση της αλληλεπίδρασης των θεσμικών τομέων και της

χρηματοοικονομικής συνθήκης του κάθε τομέα. Κάτι τέτοιο επιχειρείται στις επόμενες δύο ενότητες.

**Διάγραμμα 4.11:** Δημόσια κατανάλωση ως ποσοστό (%) του ΑΕΠ (1995-2018)



Πηγή: Eurostat (επεξεργασία συγγραφέα)





# 05 Η ισορροπία των χρηματοοικονομικών ισοζυγίων

Έχοντας αναφερθεί στις εξελίξεις στα βασικά μακροοικονομικά μεγέθη, είναι δυνατή πλέον η εξέταση της ισορροπίας των χρηματοοικονομικών ισοζυγίων και η εξαγωγή συμπερασμάτων αναφορικά με τις συνθήκες βιωσιμότητας όπως διαμορφώθηκαν μέσα από την εφαρμογή των Προγραμμάτων Οικονομικής Προσαρμογής. Όπως εξηγήθηκε στην Ενότητα 3, το έλλειμμα μιας οικονομίας σε σχέση με τον εξωτερικό τομέα αποτελεί εκροή χρηματοοικονομικού πλούτου προς το εξωτερικό, ενώ το δημοσιονομικό έλλειμμα αποτελεί δημιουργία πλούτου τόσο για τον ιδιωτικό όσο και τον εξωτερικό τομέα. Επομένως, βιώσιμη συνθήκη για μια οικονομία θεωρείται αυτή κατά την οποία ο ιδιωτικός τομέας συσσωρεύει χρηματοοικονομικό πλούτο σε βάρος των άλλων δύο τομέων και επιπλέον όταν υπάρχει εισροή πλούτου από τον εξωτερικό τομέα ή όταν η εκροή είναι σχετικά μικρή. Με γνώμονα τα προαναφερθέντα, η εξέταση των ισοζυγίων στο Διάγραμμα 5.1 αποκαλύπτει τις συνθήκες βιωσιμότητας με βάση την ισορροπία των χρηματοοικονομικών ισοζυγίων για την εκάστοτε χώρα.

Στην περίπτωση της Ιρλανδίας η αλληλεπίδραση των τομέων είναι ισχνή κατά τα πρώτα έτη υιοθέτησης του κοινού νομίσματος, αλλά χαρακτηρίζεται από σημαντικές αλλαγές. Το ισοζύγιο του ιδιωτικού τομέα από θετικό την πρώτη περίοδο γίνεται αρνητικό τη δεύτερη. Στο αποτέλεσμα αυτό συντελούν τόσο η αυξημένη ζήτηση για εισαγωγές, που μεταφράζεται σε ελλειμματικό ισοζύγιο πληρωμών, όσο και η επίτευξη δημοσιονομικού πλεονάσματος. Επομένως, με βάση τη μεθοδολογία της ισορροπίας των ισοζυγίων των θεσμικών τομέων, η δεύτερη περίοδος ήταν πλήρως αποσταθεροποιητική για την ιρλανδική οικονομία. Η επίτευξη δημοσιονομικού πλεονάσματος, που υποτίθεται είχε στόχο να περιορίσει τον πληθωρισμό, κατέστησε τον ιδιωτικό τομέα ασταθή και έκθετο σε περίπτωση ενός εξωγενούς σοκ, όπως και πρακτικά συνέβη. Την τρίτη περίοδο η αύξηση των δημόσιων δαπανών και η ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών αντέστρεψαν την προηγούμενη δυναμική, αλλά το αποτέλεσμα αυτό ήταν

μόνο παροδικό, καθώς την τέταρτη περίοδο το ισοζύγιο του ιδιωτικού τομέα λαμβάνει εκ νέου αρνητική θέση.

**Διάγραμμα 5.1:** Χρηματοοικονομικά ισοζύγια ιδιωτικού, δημόσιου και εξωτερικού τομέα ως ποσοστό (%) του ΑΕΠ (1995-2018)



Πηγή: Eurostat (επεξεργασία συγγραφέα)

Τόσο την τρίτη όσο και την τέταρτη περίοδο το ισοζύγιο πληρωμών, δηλαδή το αντίστροφο του ισοζυγίου του εξωτερικού τομέα, είναι σε γενικές γραμμές αρνητικό. Το γεγονός αυτό υποδηλώνει τα εξής. Όπως θα φανεί στη συνέχεια, το εμπορικό πλεόνασμα της Ιρλανδίας δεν παρέχει κάποιο ουσιαστικό όφελος για τους πολίτες της χώρας, καθώς οι εισερχόμενες ροές από το εξωτερικό εκρέουν πάλι προς το εξω-

τερικό, στις χώρες που ουσιαστικά εδρεύουν οι πολυεθνικές. Συνεπώς, ο εξαγωγικός προσανατολισμός της ιρλανδικής οικονομίας είναι πλασματικός υπό την έννοια ότι έχει περισσότερο λογιστική μορφή παρά προκύπτει από την παραγωγική διάρθρωση της οικονομίας. Με βάση τα παραπάνω, η επίτευξη δημοσιονομικού πλεονάσματος καθιστά ξανά τον ιδιωτικό τομέα χρηματοοικονομικά ασταθή, αφού στην τρέχουσα συγκυρία θα πρέπει είτε να συσσωρεύει χρέος για να χρηματοδοτεί το έλλειμμά του ή να μειώνει τον χρηματοοικονομικό του πλούτο. Σε κάθε περίπτωση οι συνθήκες που εδραίωσε το Πρόγραμμα Οικονομικής Προσαρμογής θα μπορούσαν να είναι βιώσιμες μόνο αν το έλλειμμα του ιδιωτικού τομέα οφείλεται σε εκτεταμένη επενδυτική δραστηριότητα των επιχειρήσεων, κάτι που εξετάζεται πιο κάτω στην ίδια ενότητα.

Ο ιδιωτικός τομέας στην Ελλάδα έχει ακριβώς την ίδια συμπεριφορά όπως και στην Ιρλανδία. Το πλεόνασμα της πρώτης περιόδου γίνεται έλλειμμα στη δεύτερη. Η προσαρμογή στο εμπορικό ισοζύγιο και οι ανακεφαλαιοποιήσεις των τραπεζών οδήγησαν το σύνολο του ιδιωτικού τομέα σε πλεόνασμα την τρίτη περίοδο, ενώ την τέταρτη το δημοσιονομικό πλεόνασμα και το μηδενικό ισοζύγιο πληρωμών οδήγησαν το ισοζύγιο του ιδιωτικού τομέα σε έλλειμμα. Και σε αυτή την περίπτωση η αδύναμη παραγωγική διάρθρωση, που δεν επιτρέπει την επίτευξη πλεονάσματος στο ισοζύγιο πληρωμών, και η δημοσιονομική λιτότητα δημιουργούν αποσταθεροποιητικές δυναμικές για τον ιδιωτικό τομέα. Η μόνη διαφορά με την περίπτωση της Ιρλανδίας βρίσκεται στο μεγάλο δημοσιονομικό έλλειμμα της δεύτερης περιόδου που οδήγησε στην κρίση χρέους. Ενώ δηλαδή στην Ιρλανδία το πρόβλημα βρισκόταν στο παθητικό του ιδιωτικού τομέα, στην περίπτωση της Ελλάδας βρισκόταν στο παθητικό του δημόσιου τομέα. Το στοιχείο αυτό αναδεικνύει και τους περιορισμούς άσκησης δημοσιονομικής πολιτικής όταν η τελευταία δεν συνδέεται άμεσα με την νομισματική πολιτική.

Για την κυπριακή οικονομία οι ισορροπίες δεν είναι τόσο ξεκάθαρες την πρώτη περίοδο, αν και σε γενικές γραμμές το ισοζύγιο του ιδιωτικού τομέα είναι θετικό. Κατά την περίοδο ένταξης στο ευρώ παρατηρείται μια πολύ μεγάλη μεταστροφή αφού το ισοζύγιο του ιδιωτικού τομέα αγγίζει το -20% του ΑΕΠ, ενώ το έλλειμμα στο ισοζύγιο πληρωμών εκτινάσσεται. Η αποσταθεροποίηση εκδηλώνεται στον απόηχο της κρίσης του 2007-2008. Η προσαρμογή στο ισοζύγιο πληρωμών οδηγεί τον ιδιωτικό τομέα σε πλεονασματική θέση την τρίτη περίοδο, ενώ την τέταρτη η δημοσιονομική προσαρμογή και το εξακολουθητικό έλλειμμα στο ισοζύγιο πληρωμών επισημαίνει ξανά μια ελλειμματική θέση για τον ιδιωτικό τομέα. Επομένως, και σε αυτή την περίπτωση η εφαρμογή των Προγραμμάτων Οικονομικής Προσαρμογής φαίνεται να οδηγεί τον ιδιωτικό τομέα σε χρηματοοικονομική αστάθεια.

Τέλος, η περίπτωση της Πορτογαλίας έχει όμοια χαρακτηριστικά με αυτά της Ελλάδας τις τρεις πρώτες περιόδους. Ωστόσο, την τέταρτη περίοδο το ισοζύγιο πληρωμών είναι θετικό, ενώ η δημοσιονομική προσαρμογή είναι πολύ πιο ήπια αφού το δημοσιονομικό ισοζύγιο είναι ελλειμματικό. Συνεπώς, το ισοζύγιο του ιδιωτικού τομέα είναι πλεονασματικό. Η δυναμική του είναι πτωτική αλλά σε κάθε περίπτωση η χρηματοοικονομική θέση του συνόλου του ιδιωτικού τομέα δεν είναι ασταθής σε σχέση με τις άλλες υπό εξέταση χώρες.

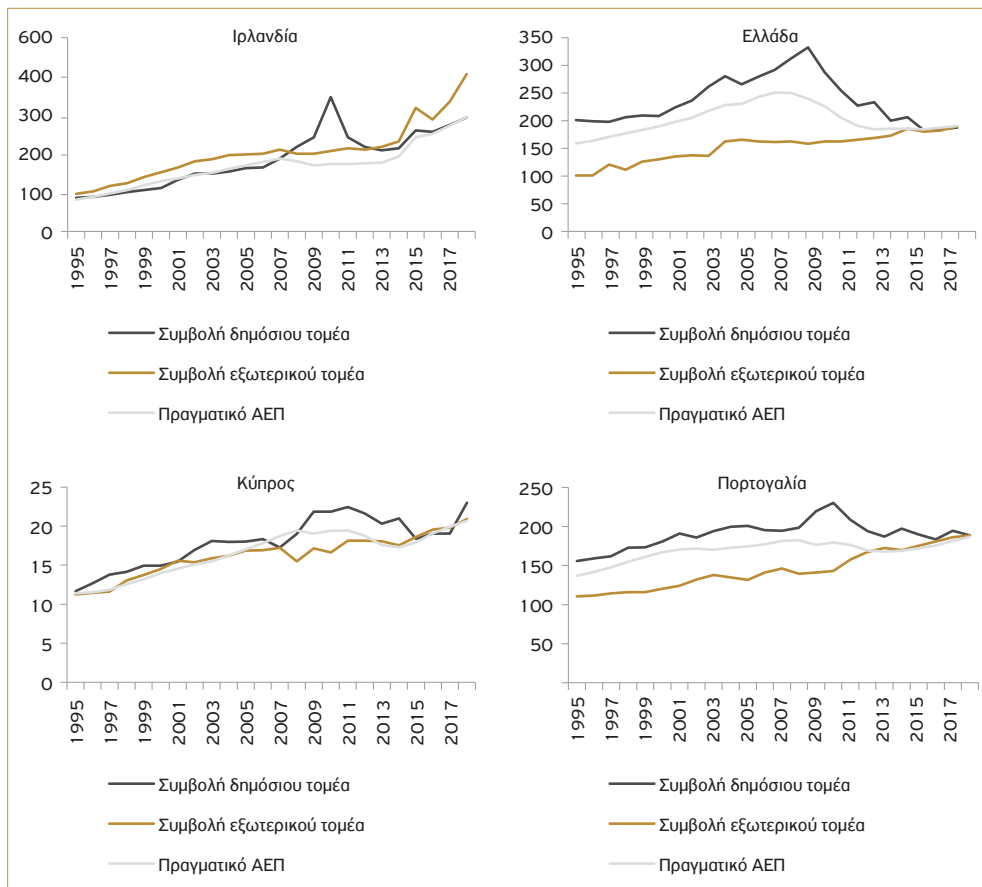
Οι συνθήκες βιωσιμότητας που αναλύθηκαν έως τώρα αφορούσαν τη ροή πλούτου μεταξύ των θεσμικών τομέων της οικονομίας. Ωστόσο, η ανάλυση αυτή είναι μερική αν δεν διερευνηθεί η συνθήκη βιωσιμότητας των επιμέρους θεσμικών τομέων που απαρτίζουν τον ιδιωτικό. Ακολουθώντας, γίνεται μια συνοπτική καταγραφή των εξελίξεων στο δημοσιονομικό και στο εξωτερικό ισοζύγιο, πριν γίνει μια λεπτομερής διερεύνηση των συνθηκών βιωσιμότητας του ιδιωτικού τομέα.

## 5.1 Η συμβολή του δημόσιου και του εξωτερικού τομέα στο ΑΕΠ και στο ισοζύγιο του ιδιωτικού τομέα

Ο δημόσιος και ο εξωτερικός τομέας εκταμιεύουν ποσά για δημόσια δαπάνη και εξαγωγές αντίστοιχα, συνεισφέροντας με θετικό τρόπο στη δημιουργία εθνικού εισοδήματος. Κατ' αναλογία απορροφούν ποσά από την οικονομία μέσω των εισαγωγών και των φόρων. Έτσι, η συμβολή του κάθε τομέα στη δημιουργία εθνικού εισοδήματος εξαρτάται από τη διαφορά των δύο αντίστοιχων θετικών και αρνητικών ροών. Όσον αφορά τις αρνητικές ροές, δηλαδή τις εισαγωγές και τους φόρους, αυτές εξαρτώνται από τη ροπή προς εισαγωγές, δηλαδή από το μέρος του εθνικού εισοδήματος που χρησιμοποιείται για εισαγωγές, και από τον επιδραστικό φορολογικό συντελεστή, δηλαδή τον φορολογικό συντελεστή που εκφράζει το σύνολο των φόρων που εισέπραξε ο δημόσιος τομέας. Έτσι, η συμβολή του δημόσιου τομέα υπολογίζεται ως το σύνολο της δημόσιας δαπάνης προς τον επιδραστικό φορολογικό συντελεστή και η συμβολή του εξωτερικού τομέα υπολογίζεται ως οι εξαγωγές προς τη ροπή για εισαγωγές.<sup>55</sup>

55. Στη βιβλιογραφία οι δείκτες αυτοί είναι γνωστοί ως *adjusted fiscal ratio* και *adjusted trade ratio*. Βλ. Godley (1999).

**Διάγραμμα 5.2:** Πραγματικό ΑΕΠ και συμβολή δημόσιου και εξωτερικού τομέα σε δις. ευρώ (1995-2018, σταθερές τιμές 2010)



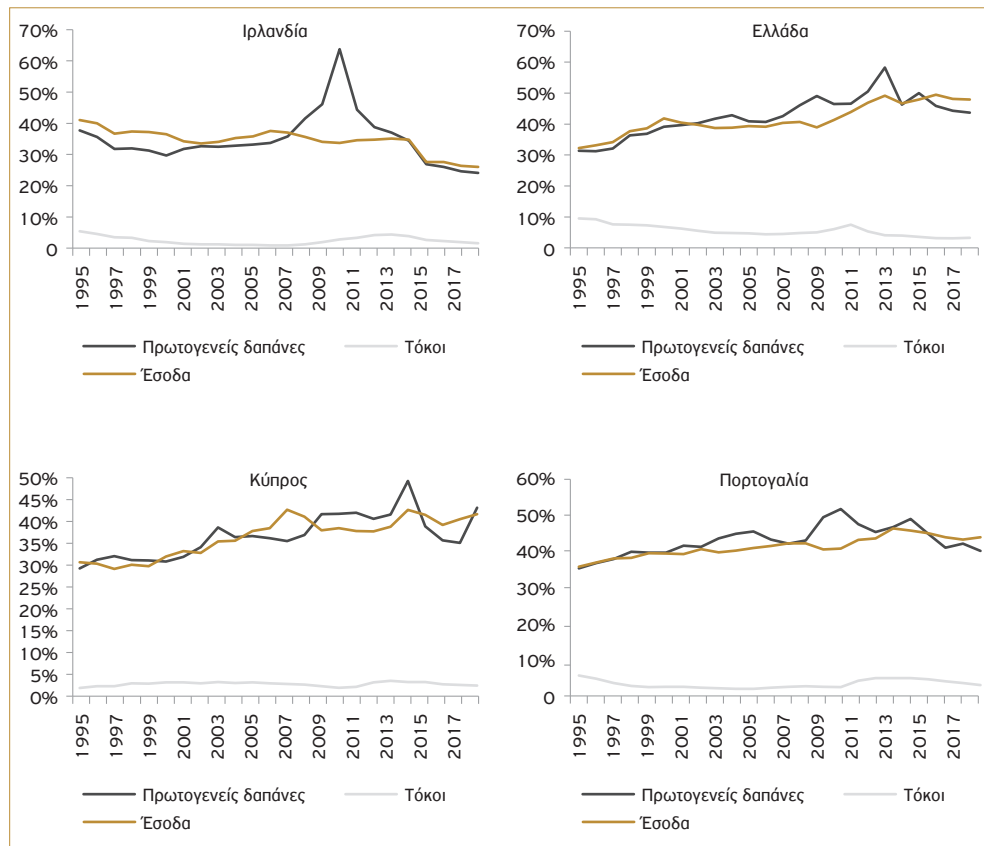
Πηγή: Eurostat (επεξεργασία συγγραφέα)

Το Διάγραμμα 5.2 απεικονίζει τη συμβολή των δύο τομέων στο πραγματικό ΑΕΠ για όλες τις υπό εξέταση χώρες. Σημειώνεται ότι, όταν η συμβολή του κάθε τομέα βρίσκεται πάνω από το πραγματικό ΑΕΠ, τότε είναι θετική και το αντίστροφο. Τις δύο πρώτες περιόδους στην Ιρλανδία υπάρχει μια σταθερά θετική συμβολή του εξωτερικού τομέα, ενώ ο δημόσιος τομέας συμβάλλει οριακά αρνητικά λόγω του δημοσιονομικού πλεονάσματος. Την τρίτη περίοδο ο δημόσιος τομέας έχει μια σημαντικά θετική συμβολή λόγω των μέτρων αντιμετώπισης της οικονομικής κρίσης, ενώ την τέταρτη περίοδο η συμβολή του είναι σε γενικές γραμμές ασήμαντη. Αντιθέτως, ο εξωτερικός τομέας

τόσο την τρίτη όσο και την τέταρτη περίοδο έχει μια όλο και μεγαλύτερη θετική συμβολή στο ΑΕΠ. Στην περίπτωση της Ελλάδας και της Πορτογαλίας η εικόνα είναι πανομοιότυπη. Ο δημόσιος τομέας συμβάλλει θετικά την πρώτη, τη δεύτερη και την τρίτη περίοδο, ενώ ο εξωτερικός τομέας αρνητικά. Με πιο απλά λόγια, ο δημόσιος τομέας δημιουργεί εισόδημα, μέσω του δημοσιονομικού ελλείμματος, το οποίο απορροφά ο εξωτερικός τομέας, μέσω του εμπορικού ελλείμματος. Η κατάσταση αυτή παύει να ισχύει την τέταρτη περίοδο, όπου τόσο ο δημόσιος όσο και ο εξωτερικός τομέας έχουν ασήμαντη συνεισφορά στη δημιουργία εθνικού εισοδήματος. Τέλος, στην περίπτωση της Κύπρου οι συμβολές των δύο τομέων στο ΑΕΠ είναι ανεπαίσθητες εκτός από την τρίτη περίοδο, όπου από τη μια πλευρά υπάρχει υψηλό δημοσιονομικό έλλειμμα και από την άλλη εμπορικό έλλειμμα. Όμως, την τέταρτη περίοδο οι συμβολές γίνονται εκ νέου ασήμαντες. Και στις τέσσερις περιπτώσεις χαρακτηριστικό γνώρισμα είναι ότι η συμβολή του εξωτερικού τομέα στο ΑΕΠ την τέταρτη περίοδο δεν είναι αρνητική. Με εξαίρεση την περίπτωση της ιρλανδικής οικονομίας, η οποία ήταν ήδη εξωστρεφής, η αλλαγή αυτή όσον αφορά τη συμβολή του εξωτερικού τομέα αποδίδεται στις επιπτώσεις εφαρμογής των Προγραμμάτων Οικονομικής Προσαρμογής.

Ειδικότερα για τη δημοσιονομική πολιτική, το Διάγραμμα 5.3 αποτυπώνει την εξέλιξη των δημόσιων εσόδων, των πρωτογενών δαπανών, δηλαδή των εξόδων για τα οποία δεν λογίζονται οι τόκοι, και των τόκων ως ποσοστό του ΑΕΠ. Υπενθυμίζεται ότι η διαφορά εσόδων και πρωτογενών δαπανών δίνει το πρωτογενές δημοσιονομικό ισοζύγιο. Τόσο στην Ιρλανδία όσο και στην Ελλάδα την πρώτη περίοδο το πρωτογενές δημοσιονομικό ισοζύγιο είναι πλεονασματικό, αφού τα έσοδα υπερβαίνουν τις δαπάνες. Όμως, οι τόκοι που καταβάλλει το ελληνικό Δημόσιο είναι υπερδιπλάσιοι σε σχέση με τους αντίστοιχους των υπολοίπων υπό εξέταση περιπτώσεων. Αυτό οφείλεται στο ύψος του αντίστοιχου επιτοκίου, το οποίο είναι σαφώς υψηλότερο στην περίπτωση της Ελλάδας. Αυτό όμως που έχει σημασία είναι ότι η δημοσιονομική πολιτική σε Ιρλανδία και Ελλάδα είναι περιοριστική. Στην Πορτογαλία το πρωτογενές δημοσιονομικό ισοζύγιο είναι περίπου ισοσκελισμένο, δηλαδή μηδέν, ενώ στην Κύπρο υπήρχε ένα μικρό έλλειμμα.

**Διάγραμμα 5.3:** Δημοσιονομικά έσοδα, πρωτογενείς δαπάνες και τόκοι ως ποσοστό (%) του ΑΕΠ (1995-2018)



Πηγή: AMECO

Τη δεύτερη περίοδο, ενώ η ιρλανδική κυβέρνηση διατηρεί πλεονασματική θέση για το πρωτογενές δημοσιονομικό ισοζύγιο στην περίπτωση της Ελλάδας και της Πορτογαλίας δημιουργείται ένα σταθερό έλλειμμα λόγω μη αύξησης των φορολογικών εσόδων σε αναλογία με την αύξηση των δαπανών. Ειδικότερα, στην Ελλάδα τα δημοσιονομικά έσοδα είναι χαμηλότερα τη δεύτερη περίοδο από ό,τι την πρώτη. Στην περίπτωση της Κύπρου παρατηρείται μια εναλλαγή μεταξύ πρωτογενούς δημοσιονομικού πλεονάσματος/ελλείμματος αντανακλώντας πιθανότατα μια αντι-κυκλική δημοσιονομική πολιτική. Την τρίτη περίοδο παρατηρείται γενικευμένη αύξηση των δαπανών λόγω της απόκρισης στην παγκόσμια χρηματοοικονομική κρίση. Στην περι-



πτωση της Ιρλανδίας το 2010 οι δαπάνες αντιστοιχούσαν στο 62% του ΑΕΠ, ενώ το 2013 οι αντίστοιχες δαπάνες στην Ελλάδα ήταν ίσες με 58% του ΑΕΠ. Και στις δύο περιπτώσεις τα μεγέθη αυτά αντανakλούν την ανακεφαλαιοποίηση του τραπεζικού τομέα, το κόστος της οποίας επωμίστηκαν οι πολίτες. Την τέταρτη περίοδο οι δαπάνες μειώνονται και στις τέσσερις περιπτώσεις, τόσο λόγω σταθεροποίησης του ΑΕΠ όσο και δημοσιονομικής λιτότητας.

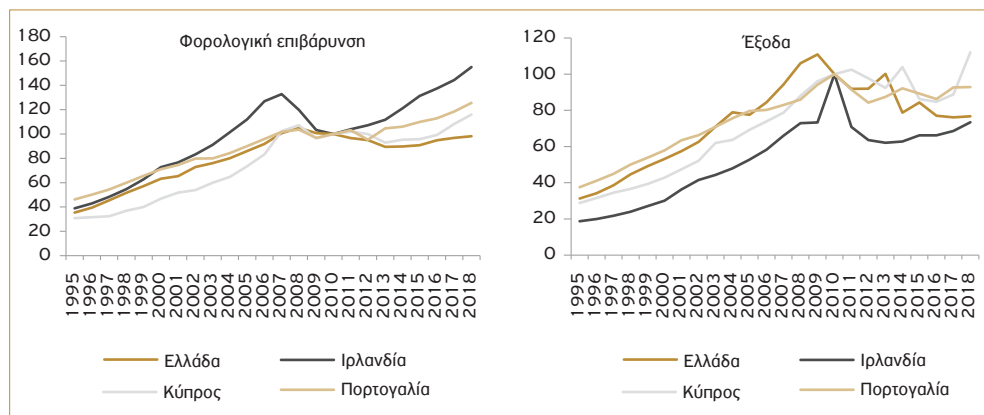
Σημαντική διαφορά παρατηρείται από την πλευρά των δημοσιονομικών εσόδων την τρίτη και την τέταρτη περίοδο. Στην Ιρλανδία τα έσοδα ως ποσοστό του ΑΕΠ μειώνονται διαρκώς, στην Πορτογαλία και στην Κύπρο παραμένουν σχετικά σταθερά, ενώ στην Ελλάδα αυξάνονται. Με βάση το Διάγραμμα 5.3 προκύπτει ότι οι πολίτες στην ελληνική επικράτεια φορολογούνται παραπάνω σε σύγκριση με τις υπόλοιπες περιπτώσεις. Το γεγονός αυτό οφείλεται στο ότι τα έσοδα της κυβέρνησης είναι εκφρασμένα ως ποσοστό του εθνικού εισοδήματος, και επομένως αντανakλάται η πτώση του ΑΕΠ παρά η ουσιαστικά αυξημένη φορολογική επιβάρυνση.

Το Διάγραμμα 5.4 αποτυπώνει την εξέλιξη της φορολογικής επιβάρυνσης και των πρωτογενών δαπανών με τη μορφή δείκτη, έχοντας ως σημείο αναφοράς το 2010. Γίνεται εμφανές ότι μετά το ξέσπασμα της οικονομικής κρίσης η φορολογική επιβάρυνση στην Ελλάδα μειώνεται όταν στις υπόλοιπες χώρες αυξάνεται. Παράλληλα, οι πρωτογενείς δαπάνες στην Ελλάδα είναι υψηλότερες σε σχέση με τις υπόλοιπες τρεις οικονομίες, όμως η προσαρμογή των δαπανών είναι σαφώς μεγαλύτερη, αφού μετά το 2015 οι δαπάνες αυξάνονται και στις άλλες τρεις χώρες. Επομένως, η δημοσιονομική προσαρμογή στην Ελλάδα ήταν πολύ πιο έντονη από την πλευρά των δαπανών παρά των εσόδων, όταν στις άλλες τρεις οικονομίες ισχύει το αντίθετο, ειδικότερα την τέταρτη περίοδο.

Συμπερασματικά, η δημοσιονομική πολιτική σε Ιρλανδία, Πορτογαλία και Κύπρο είχε μια σχετικά ομοιογενή συμπεριφορά και επηρέασε το ισοζύγιο του ιδιωτικού τομέα αρχικώς θετικά από την πλευρά των δαπανών και εν συνεχεία αρνητικά από την πλευρά των φόρων. Αντιθέτως, στην Ελλάδα η δημοσιονομική πολιτική είχε μικρότερη αρνητική συνεισφορά στο ισοζύγιο του ιδιωτικού τομέα από την πλευρά των φόρων και μεγαλύτερη αρνητική συνεισφορά από την περικοπή των δαπανών. Όσον αφορά τη δημοσιονομική πολιτική, πριν από το ξέσπασμα της οικονομικής κρίσης παρατηρούνται ομοιότητες όσον αφορά τις τάσεις μεταξύ Ιρλανδίας και Κύπρου από τη μια πλευρά και Ελλάδας και Πορτογαλίας από την άλλη. Ειδικότερα, για την Πορτογαλία η δημοσιονομική πολιτική αποτελεί μια απόκριση του δημόσιου τομέα στην ανισορ-

ροπία του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών,<sup>56</sup> ενώ για την Ελλάδα το στοιχείο αυτό διογκώνεται από την ενισχυμένη πελατειακή διάρθρωση και λειτουργία του δημόσιου τομέα (Afonso et al., 2015).

**Διάγραμμα 5.4:** Φορολογική επιβάρυνση και πρωτογενείς δημοσιονομικές δαπάνες (1995-2018, σταθερές τιμές 2010, 2010=100)



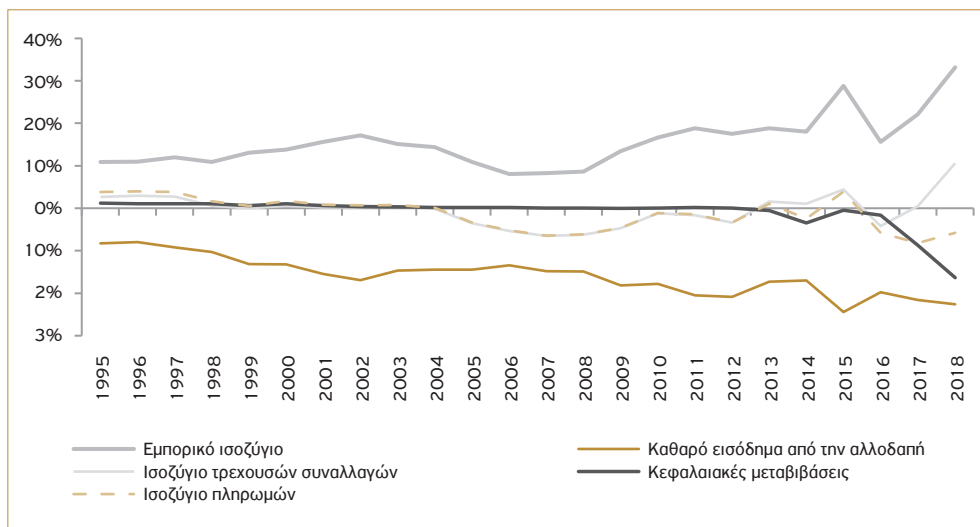
Πηγή: AMECO

Εξετάζοντας τις βασικές συνιστώσες του ισοζυγίου πληρωμών,<sup>57</sup> γίνεται αντιληπτό ότι ο βαθμός παγκοσμιοποίησης στην περιφέρεια είναι ιδιαίτερα υψηλός. Στο γεγονός αυτό συντέλεσαν η αυξημένη ροή εισοδημάτων μεταξύ κρατών, η διεθνοποίηση του χρέους, που είχε ως συνέπεια την καταβολή τόκων στην αλλοδαπή, και η αυξημένη οικονομική δραστηριότητα αλλοδαπών επιχειρήσεων εντός της υπό εξέταση περιφερειακής οικονομίας μέσω των άμεσων ξένων επενδύσεων.

56. Για μια θεωρητική ανάλυση του πώς το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών οδηγεί σε δημοσιονομικό έλλειμμα βλ. Godley and Lavoie (2007). Για μια εμπειρική τεκμηρίωση της θέσης αυτής στην περίπτωση της Ελλάδας βλ. Nikiforos et al. (2015).

57. Με βάση την εθνική λογιστική ισχύει: Εμπορικό ισοζύγιο + Καθαρό εισόδημα από την αλλοδαπή = Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, και Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών + Καθαρές κεφαλαιακές μεταβιβάσεις = Ισοζύγιο πληρωμών.

**Διάγραμμα 5.5:** Βασικές συνιστώσες του ισοζυγίου πληρωμών της Ιρλανδίας ως ποσοστό (%) του ΑΕΠ (1995-2018)

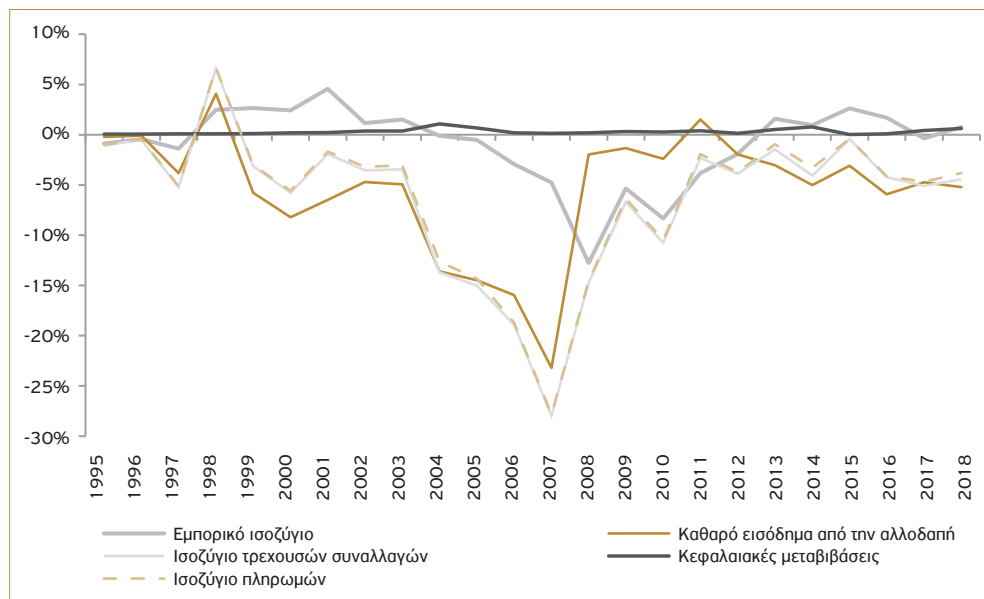


Πηγή: Eurostat

Για παράδειγμα, στην περίπτωση της Ιρλανδίας (βλ. Διάγραμμα 5.5) το εμπορικό ισοζύγιο της οικονομίας είναι μονίμως υψηλότερο του 10%, ενώ την τέταρτη περίοδο ξεπερνά το 30%. Όμως, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών είναι μηδενικό ή αρνητικό. Αυτό οφείλεται στο ιδιότυπο φορολογικό καθεστώς των επιχειρήσεων στην επικράτεια της Ιρλανδίας που αναφέρθηκε παραπάνω. Όπως φαίνεται από την εξέλιξη του καθαρού εισοδήματος από την αλλοδαπή, το οποίο γίνεται όλο και πιο αρνητικό αγγίζοντας το -20% του ΑΕΠ το 2018, τα κέρδη από τις καθαρές εξαγωγές εκρέουν προς το εξωτερικό. Παράλληλα, την τέταρτη περίοδο η κατάσταση αυτή ισχύει και για τις κεφαλαιακές μεταβιβάσεις, αντανakλώντας μια διαφορετική μορφή εκταμίευσης κερδών προς το εξωτερικό. Το 2018 οι καθαρές κεφαλαιακές μεταβιβάσεις ήταν ίσες με -16% του ΑΕΠ. Με άλλα λόγια, το ΑΕΠ της ιρλανδικής οικονομίας είναι σε μεγάλο βαθμό πλασματικό, καθώς αποτυπώνει λογιστικές πρακτικές και όχι πραγματικά μεγέθη. Έτσι, δεν προκαλεί εντύπωση ότι, ενώ το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν, δηλαδή το προϊόν που παράχθηκε στην ιρλανδική επικράτεια ήταν ίσο με 324 δισ. ευρώ, το ακαθάριστο εθνικό προϊόν, δηλαδή το προϊόν που παράχθηκε από ιρλανδικές νομικές οντότητες, ανεξαρτήτως επικράτειας, ήταν ίσο με 254 δισ. ευρώ. Δηλαδή από το ΑΕΠ που παράγαγε η ιρλανδική οικονομία τα 70 δισ. ευρώ εκταμιεύτηκαν στο εξωτερικό.

Αυτή η κατάσταση εξηγεί και το θετικό ισοζύγιο του εξωτερικού τομέα που αναφέρθηκε προηγουμένως σε σχέση με το μεγάλο εμπορικό πλεόνασμα.

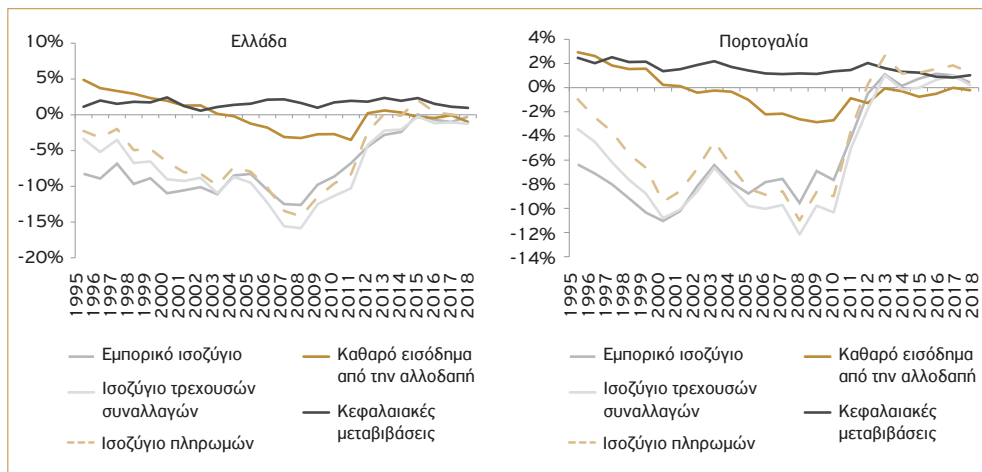
**Διάγραμμα 5.6:** Βασικές συνιστώσες του ισοζυγίου πληρωμών της Κύπρου ως ποσοστό (%) του ΑΕΠ (1995-2018)



Πηγή: Eurostat

Ομοιότητες παρουσιάζει και η κατάσταση της οικονομίας της Κύπρου, όπου η διαφορά μεταξύ εμπορικού ισοζυγίου και ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών οφείλεται στην πληρωμή υψηλών τόκων και κερδών προς την αλλοδαπή (βλ. Διάγραμμα 5.6). Η διαρκώς αυξανόμενη εκροή πόρων προς το εξωτερικό διακόπτεται με το έναυσμα της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης το 2008 και ανακάμπτει αλλά σε πολύ μικρότερο βαθμό την τέταρτη περίοδο. Σε αυτή την εκροή τόκων και κερδών οφείλεται το πλεόνασμα του ισοζυγίου του εξωτερικού τομέα, αφού το εμπορικό έλλειμμα της τρίτης περιόδου εξαφανίζεται την τέταρτη περίοδο λόγω εφαρμογής των Προγραμμάτων Οικονομικής Προσαρμογής. Παρατηρείται λοιπόν ότι η εφαρμογή του κυπριακού προγράμματος αντιμετώπισε το εμπορικό έλλειμμα, δηλαδή, ότι έχει να κάνει με το εμπόριο προϊόντων και υπηρεσιών, αλλά δεν κατάφερε να αντιμετωπίσει το πιο χρόνιο ζήτημα σχετικά με τη χρηματοοικονομική πλευρά της οικονομίας.

**Διάγραμμα 5.7:** Βασικές συνιστώσες του ισοζυγίου πληρωμών της Ελλάδας και της Πορτογαλίας ως ποσοστό (%) του ΑΕΠ (1995-2018)



Πηγή: Eurostat

Αντιθέτως για την Ελλάδα και για την Πορτογαλία, η ανισορροπία στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών οφείλεται κατά κύριο λόγο στο ελλειμματικό εμπορικό ισοζύγιο, γεγονός που αντανακλά το διαρθρωτικό πρόβλημα της εγχώριας παραγωγής και το καταναλωτικό πρότυπο των πολιτών τους. Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 5.7, η πορεία των συγκεκριμένων μεταβλητών είναι πανομοιότυπη και στις δύο χώρες. Το μεγάλο εμπορικό έλλειμμα την πρώτη και τη δεύτερη περίοδο εξανεμίζεται την τρίτη περίοδο, με το εμπορικό ισοζύγιο να είναι μηδενικό ή οριακά θετικό την τέταρτη περίοδο. Το καθαρό εισόδημα από την αλλοδαπή ήταν θετικό την πρώτη περίοδο, περνώντας σε αρνητική περιοχή τη δεύτερη περίοδο. Μετά την προσαρμογή της τρίτης περιόδου το καθαρό εισόδημα από την αλλοδαπή είναι μηδέν την τέταρτη περίοδο. Σημειώνεται ότι και για τις δύο χώρες οι καθαρές κεφαλαιακές μεταβιβάσεις είναι θετικές σε όλη την υπό εξέταση περίοδο λόγω της εισροής πόρων από κοινοτικά κονδύλια. Η εφαρμογή των Προγραμμάτων Οικονομικής Προσαρμογής οδήγησε σε μια μεγάλη προσαρμογή του εμπορικού ισοζυγίου, κυρίως μέσω της συμπίεσης της ζήτησης για εισαγωγές. Όμως, την τέταρτη περίοδο η δυναμική της προσαρμογής έχει εξαντληθεί. Οι δύο αυτές οικονομίες παρουσιάζουν αδυναμία να επιτύχουν σημαντικό εμπορικό πλεόνασμα που θα τους επιτρέψει την οικονομική μεγέθυνση μέσω των εξαγωγών, η οποία οφείλεται στην παραγωγική τους διάρθρωση. Κρίσιμο είναι να εξεταστεί πώς επηρεάστηκε ο ιδιωτικός τομέας από αυτή την εξισορρόπηση.

## 5.2 Χρηματοοικονομικό ισοζύγιο και συνθήκες βιωσιμότητας του ιδιωτικού τομέα

Έχοντας εξετάσει παραπάνω το χρηματοοικονομικό ισοζύγιο του δημόσιου και του εξωτερικού τομέα, είναι σημαντικό να γίνει μια εκτενής παρουσίαση του ισοζυγίου του ιδιωτικού τομέα, καθώς μέσα από την εξέλιξή του θα κριθεί η βιωσιμότητα της προηγούμενης αλλά και της τωρινής μακροοικονομικής κατάστασης. Συγκεκριμένα, υπάρχουν διάφορα ζητήματα που θέτουν σε αμφισβήτηση τη δυνατότητα των Προγραμμάτων Οικονομικής Προσαρμογής να θέσουν τις οικονομίες σε βιώσιμη αναπτυξιακή τροχιά. Αφενός, θα πρέπει να υπάρχει αύξηση των επενδύσεων και αφετέρου ένας βιώσιμος ρυθμός συσσώρευσης πλούτου σε συνδυασμό με ένα σταθερό χρηματοοικονομικό πλαίσιο διαχείρισής του. Με άλλα λόγια, το ισοζύγιο των επιχειρήσεων θα πρέπει να είναι ελλειμματικό λόγω υψηλών επενδύσεων, ενώ των νοικοκυριών και του τραπεζικού τομέα πλεονασματικό.

Ο Πίνακας 5.1, που αποτυπώνει την εξέλιξη του ισοζυγίου των νοικοκυριών, των επιχειρήσεων και των τραπεζών ανά χώρα και ανά περίοδο, είναι αποκαλυπτικός, καθώς μόνο στην Ιρλανδία τηρούνται οι τρεις συνθήκες βιωσιμότητας. Το τελευταίο στοιχείο ενδεχομένως να είναι μεροληπτικό λόγω της ιδιόμορφης εταιρικής δομής της ιρλανδικής οικονομίας που αναφέρθηκε προηγουμένως. Ειδικότερα, η πλήρως αποσταθεροποιητική μείωση του πλούτου των ιρλανδικών νοικοκυριών λόγω εκτεταμένης κατασκευαστικής δραστηριότητας τις δύο πρώτες περιόδους μεταβλήθηκε σε ένα οριακά θετικό πλεόνασμα την τρίτη και την τέταρτη περίοδο. Αντίθετη συμπεριφορά παρουσιάζει το ισοζύγιο των επιχειρήσεων. Το μηδενικό ισοζύγιο των τριών πρώτων περιόδων μετατρέπεται σε ελλειμματική θέση την τέταρτη περίοδο. Όμως, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 5.8, που δείχνει τα κέρδη μετά φόρων, τόκων και μερισμάτων και τις επενδύσεις των επιχειρήσεων, η τάση αυτή την τέταρτη περίοδο οφείλεται κυρίως στα έκτακτα γεγονότα του 2016 και στην εκτίναξη των άμεσων ξένων επενδύσεων λόγω προσέλκυσης ξένων επιχειρήσεων με βάση τη χαμηλή φορολόγηση. Σε γενικές γραμμές τόσο τα κέρδη όσο και οι επενδύσεις είναι αυξημένα, αλλά οι ιρλανδικές επιχειρήσεις δεν επενδύουν στον βαθμό που τους επιτρέπουν τα κέρδη τους. Δηλαδή γίνεται εμφανές ότι οι ιρλανδικές επιχειρήσεις δεν αντιμετωπίζουν χρηματοοικονομικούς περιορισμούς, αφού θα μπορούσαν να είχαν επενδύσει χρησιμοποιώντας ιδίους πόρους. Τέλος, ο τραπεζικός τομέας παρουσιάζει μια σχετική σταθερότητα, με εξάρση την τρίτη περίοδο όπου το ισοζύγιό του είναι αυξημένο λόγω της ανακεφαλαίωσής του με δημόσιο χρήμα. Με βάση τα παραπάνω στοιχεία συμπεραίνεται ότι μετά τα Προγράμματα Οικονομικής Προσαρμογής το θεσμικό καθεστώς οικονομικής μεγέθυνσης της ιρλανδικής οικονομίας βασίζεται στην εσωτερική ζήτηση (domestic

demand-led), παρά το υψηλό εμπορικό πλεόνασμα, αφού το έλλειμμα των επιχειρήσεων είναι αυτό που ουσιαστικά προσδίδει μακροχρόνια θετική δυναμική στο μακροοικονομικό σύστημα.

**Πίνακας 5.1:** Χρηματοοικονομικό ισοζύγιο νοικοκυριών, επιχειρήσεων και τραπεζών ως ποσοστό (%) του ΑΕΠ (μ.ό. 1995-2015)

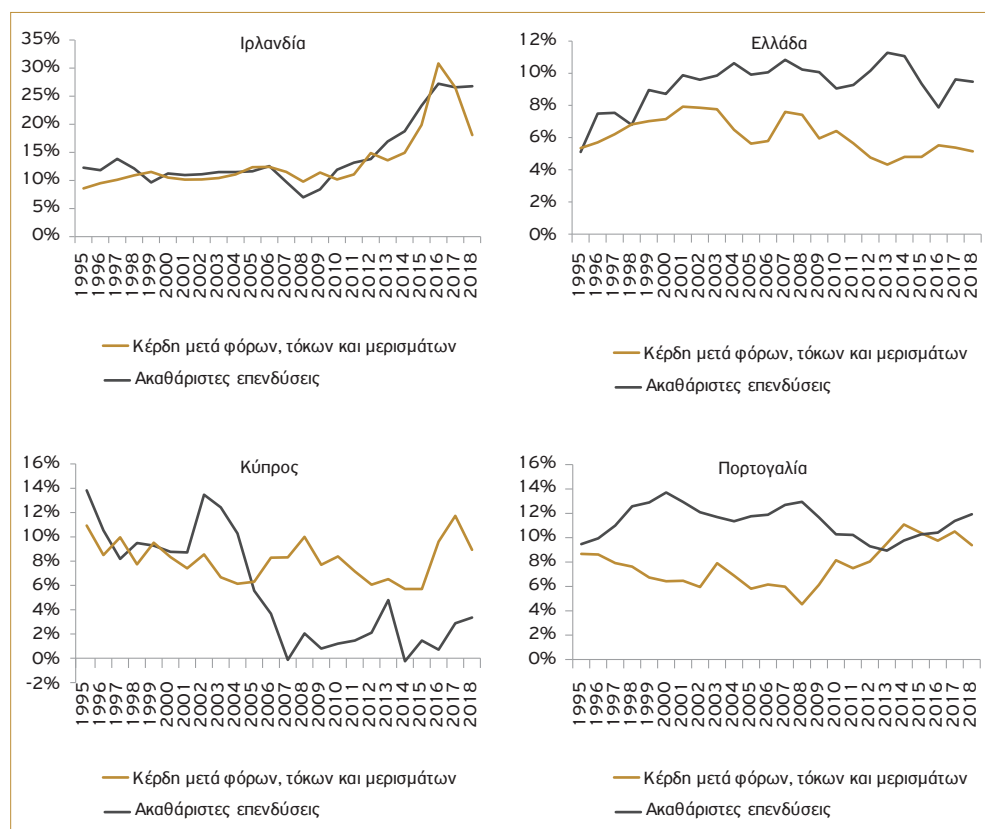
		Νοικοκυριά	Επιχειρήσεις	Τράπεζες
<b>Ιρλανδία</b>	1995-2000	-4%	1%	3%
	2001-2007	-8%	-1%	3%
	2008-2013	2%	0%	8%
	2014-2018	1%	-5%	2%
<b>Ελλάδα</b>	1995-2000	-3%	1%	5%
	2001-2007	-7%	3%	2%
	2008-2013	-5%	5%	4%
	2014-2018	-6%	4%	3%
<b>Κύπρος</b>	1995-2000	-8%	2%	8%
	2001-2007	-8%	1%	-3%
	2008-2013	-6%	-5%	9%
	2014-2018	-5%	-6%	10%
<b>Πορτογαλία</b>	1995-2000	3%	-4%	1%
	2001-2007	2%	-6%	1%
	2008-2013	3%	-3%	2%
	2014-2018	2%	0%	3%

Πηγή: Eurostat (επεξεργασία συγγραφέα)

Στην Ελλάδα η συνθήκη ήταν και παραμένει πλήρως αποσταθεροποιητική, καθώς τα νοικοκυριά εξακολουθούν και έχουν αρνητικό ισοζύγιο. Επιπλέον, μέσα από την εφαρμογή της δέσμης των μέτρων λιτότητας οι αποταμιεύσεις έχουν γίνει αρνητικές (Koratzanis and Pierros, 2017). Στον αντίποδα, οι επιχειρήσεις συσσωρεύουν διαρκώς χρηματοοικονομικό πλούτο, με τις επενδύσεις τους να κυμαίνονται στο χαμηλότερο επίπεδο της υπό εξέταση περιόδου. Όπως και στην περίπτωση της Ιρλανδίας, οι επενδύσεις τους δεν περιορίζονται από τις χρηματοοικονομικές συνθήκες αλλά από τη χαμηλή προοπτική κερδοφορίας τους. Ο τραπεζικός τομέας παρουσιάζεται σταθε-

ροποημένοι, αν και σε αυτό συνέβαλαν εξίσου οι δύο μεγάλες ανακεφαλαιοποιήσεις του 2013 και του 2015, επίσης με δημόσιο χρήμα. Συνεπώς, η οικονομική μεγέθυνση στην Ελλάδα βασίζεται στο χρέος, δηλαδή η οικονομία είναι debt-led. Επομένως, το μέγεθος της δημοσιονομικής προσαρμογής της οικονομίας ήταν ασύμβατο με το θεσμικό καθεστώς της και σε αυτήν μπορεί να αποδοθεί σε μεγάλο βαθμό η καθίζηση της οικονομικής δραστηριότητας.

**Διάγραμμα 5.8:** Κέρδη μετά φόρων, τόκων και μερισμάτων και ακαθάριστες επενδύσεις μη χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων ως ποσοστό (%) του ΑΕΠ (1995-2018)



Πηγή: Eurostat

Οι δείκτες στην περίπτωση της Κύπρου αναδεικνύουν τη μη βιώσιμη πορεία που ακολουθεί η οικονομία της. Το ισοζύγιο των νοικοκυριών είναι μόνιμως αρνητικό σε όλη την υπό εξέταση περίοδο. Το ισοζύγιο των επιχειρήσεων είναι επίσης αρνητικό όχι

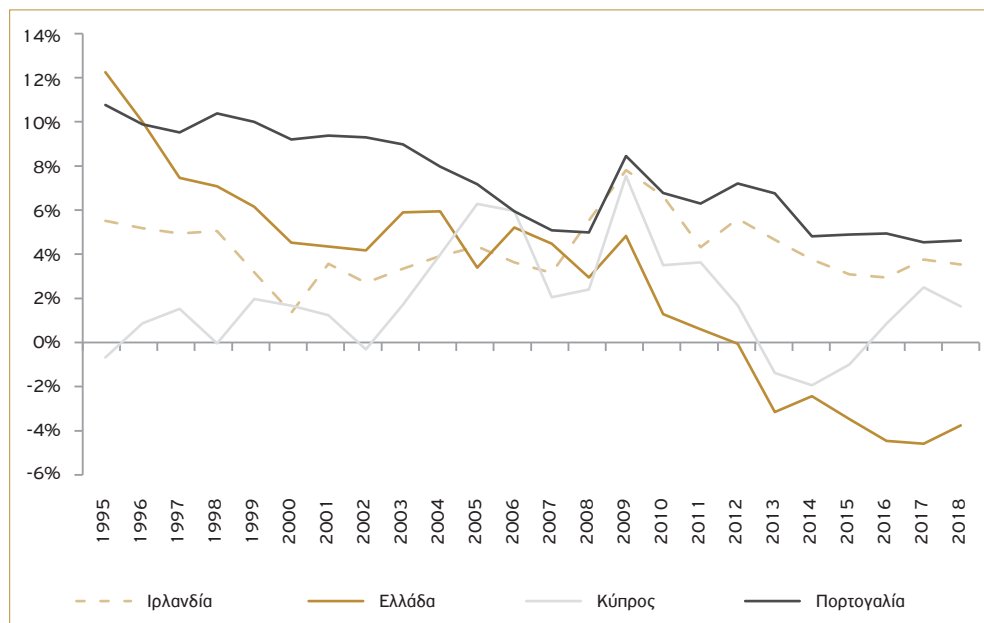


τόσο λόγω εκτεταμένης επενδυτικής δραστηριότητας αλλά λόγω καθίζησης των κερδών την τρίτη και την τέταρτη περίοδο. Παράλληλα, ο τραπεζικός τομέας παρουσιάζει ένα επίμονο υψηλό ισοζύγιο με εξαίρεση τη δεύτερη περίοδο. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η κυπριακή οικονομία είναι έντονα χρηματιστικοποιημένη, ενώ την τέταρτη περίοδο το ισοζύγιο εμφανίζεται αυξημένο και λόγω της ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών από την κυπριακή κυβέρνηση. Επομένως, και η κυπριακή οικονομία καθορίζεται από ένα debt-led καθεστώς οικονομικής μεγέθυνσης, με το Πρόγραμμα Οικονομικής Προσαρμογής να είναι ασύμβατο με το θεσμικό καθεστώς της οικονομίας.

Το ισοζύγιο των νοικοκυριών στην Πορτογαλία είναι κατά μέσο όρο θετικό σε όλες τις υπό εξέταση περιόδους. Ωστόσο, το ισοζύγιο των επιχειρήσεων από αρνητικό τις τρεις πρώτες περιόδους γίνεται ίσο με μηδέν την τέταρτη περίοδο. Οι λόγοι αυτής της εξέλιξης είναι δύο. Πρώτον, η αύξηση της κερδοφορίας μέσα από τη συμπίεση των μισθών χαλάρωσε τους χρηματοοικονομικούς περιορισμούς των επιχειρήσεων. Επιπλέον, οι επενδύσεις μειώθηκαν σημαντικά την τρίτη περίοδο και ενισχύθηκαν την τέταρτη περίοδο, αν και η δυναμική είναι μάλλον πτωτική παρά τη διαρκώς αυξανόμενη κερδοφορία. Τέλος, ο τραπεζικός τομέας παρουσιάζει μια σχετική σταθερότητα, αν και θα πρέπει επίσης να ληφθεί υπόψη η ανακεφαλαιοποίησή του από τον δημόσιο τομέα. Η Πορτογαλία εμφανίζει σε όλες τις περιόδους χαρακτηριστικά domestic demand-led οικονομικής μεγέθυνσης, αλλά χωρίς το αποτέλεσμα να είναι απολύτως ξεκάθαρο. Σε κάθε περίπτωση, το Πρόγραμμα Οικονομικής Προσαρμογής δεν επέφερε σημαντικές μεταβολές στο θεσμικό καθεστώς της οικονομίας.

Συνοπτικά, μέσα από την εξέταση των ισοζυγίων των τομέων που απαρτίζουν τον ιδιωτικό, προκύπτει ότι στις οικονομίες στις οποίες η οικονομική μεγέθυνση βασίζεται στην εσωτερική ζήτηση (domestic demand-led), δηλαδή στην Ιρλανδία και στην Πορτογαλία, η εφαρμογή των Προγραμμάτων Οικονομικής Προσαρμογής είχε συγκριτικά καλύτερα αποτελέσματα όσον αφορά τη βιωσιμότητα της οικονομικής μεγέθυνσης, σε σχέση με την Ελλάδα και την Κύπρο, η οικονομική μεγέθυνση των οποίων βασίζεται στο χρέος (debt-led). Σαφώς, σημαντικό ρόλο σε αυτό το αποτέλεσμα είχε η ένταση της δημοσιονομικής προσαρμογής, η οποία σε Ιρλανδία και Πορτογαλία ήταν ηπιότερη. Όμως, παράλληλα αναδεικνύεται ότι η δομή των προγραμμάτων ήταν τελείως ασύμβατη με το καθεστώς μεγέθυνσης της Ελλάδας και της Κύπρου. Ακόμα και στην περίπτωση των domestic-demand led οικονομιών η διατηρησιμότητα της οικονομικής μεγέθυνσης δεν είναι εξασφαλισμένη, αφού τα μεγέθη που την προσδιορίζουν είναι οριακά θετικά ή, όπως θα φανεί στη συνέχεια, βασίζονται σε ασταθείς χρηματοοικονομικές συνθήκες.

**Διάγραμμα 5.9:** Αποταμιεύσεις των νοικοκυριών ως ποσοστό (%) του ΑΕΠ (1995-2018)



Πηγή: Eurostat

Δίνοντας μεγαλύτερη έμφαση στη χρηματοοικονομική συνθήκη των νοικοκυριών ως έναν από τους καθοριστικούς παράγοντες βιωσιμότητας της οικονομίας, το Διάγραμμα 5.9 αποτυπώνει την εξέλιξη των αποταμιεύσεων των νοικοκυριών. Για άλλη μια φορά η εξέλιξη σε Ελλάδα και Πορτογαλία είναι παρόμοια, με τη διαφορά να εντοπίζεται μόνο στην ένταση του φαινομένου. Οι αποταμιεύσεις έχουν διαχρονικά πτωτική πορεία, η οποία είναι ιδιαίτερος μεγάλη στην περίπτωση της Ελλάδας. Από 12% του ΑΕΠ το 1995 οι αποταμιεύσεις μειώνονται σταθερά για να φτάσουν στο -4% του ΑΕΠ το 2017. Την πρώτη περίοδο η πτώση οφείλεται πιθανότατα στη μεγάλη υποχώρηση του επιτοκίου, η οποία επηρέασε ιδιαίτερος τους εισοδηματίες. Τη δεύτερη περίοδο υπάρχει μια σχετική σταθεροποίηση, ενώ με το έναυσμα της οικονομικής κρίσης και την εφαρμογή των Προγραμμάτων Οικονομικής Προσαρμογής την τρίτη και την τέταρτη περίοδο οι αποταμιεύσεις μειώνονται δραματικά. Το στοιχείο αυτό επισημαίνει το γεγονός ότι η προσαρμογή της ελληνικής οικονομίας έγινε σε βάρος των νοικοκυριών, αφού οι επιχειρήσεις απλώς συσώρευσαν κέρδη χωρίς να επενδύσουν.

Στην περίπτωση της Πορτογαλίας το βάρος της προσαρμογής ήταν μεγαλύτερο για τα νοικοκυριά την τρίτη περίοδο, όταν συντελέστηκε μια μεγάλη αναδιανομή ει-

σοδήματος σε βάρος της εργασίας. Οι αποταμιεύσεις των νοικοκυριών μειώθηκαν, ενώ τα κέρδη των επιχειρήσεων ενισχύθηκαν. Την τέταρτη περίοδο, μετά τα μέτρα αύξησης του κατώτατου μισθού και σχετικής επαναρύθμισης της αγοράς εργασίας, που οδήγησαν σε σταθερή αύξηση όλες τις μισθολογικές κλίμακες, οι αποταμιεύσεις είναι σχετικά σταθερές, ενώ οι επενδύσεις αυξημένες.

Την πρώτη περίοδο στην Κύπρο οι αποταμιεύσεις είναι οριακά θετικές, ενώ η διαδικασία ένταξης στην Ευρωζώνη τη δεύτερη περίοδο ακολουθήθηκε από αύξηση των αποταμιεύσεων. Ωστόσο, η οικονομική κρίση οδήγησε τις αποταμιεύσεις σε μεγάλη πτώση, ενώ την τέταρτη περίοδο υπήρξε μια μικρή ανάκαμψη, η οποία όμως δεν φαίνεται να είναι σταθερή. Τέλος, στην περίπτωση της Ιρλανδίας, οι αποταμιεύσεις εμφανίζονται σε γενικές γραμμές σταθερές. Σημειώνεται ότι το 2010 οι αποταμιεύσεις φαίνεται να αυξάνονται σε όλες τις περιπτώσεις όχι επειδή όντως αυξήθηκαν σε ονομαστικούς όρους, αλλά επειδή μειώθηκε το ΑΕΠ πολύ πιο γρήγορα από ό,τι οι αποταμιεύσεις.

Δεδομένης της διασύνδεσης του πραγματικού με τον χρηματοοικονομικό τομέα, οι εξελίξεις στα ισοζύγια των νοικοκυριών, των επιχειρήσεων και των τραπεζών αντανακλώνται στο ύψος και στη σύνθεση του χρηματοοικονομικού ισολογισμού του ιδιωτικού τομέα. Γι' αυτόν τον λόγο είναι κρίσιμη η διεξοδική εξέταση της πορείας του χρέους των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων και της χρηματοοικονομικής ευστάθειας του μακροσυστήματος.

## 06 Χρέος και χρηματοοικονομική αστάθεια

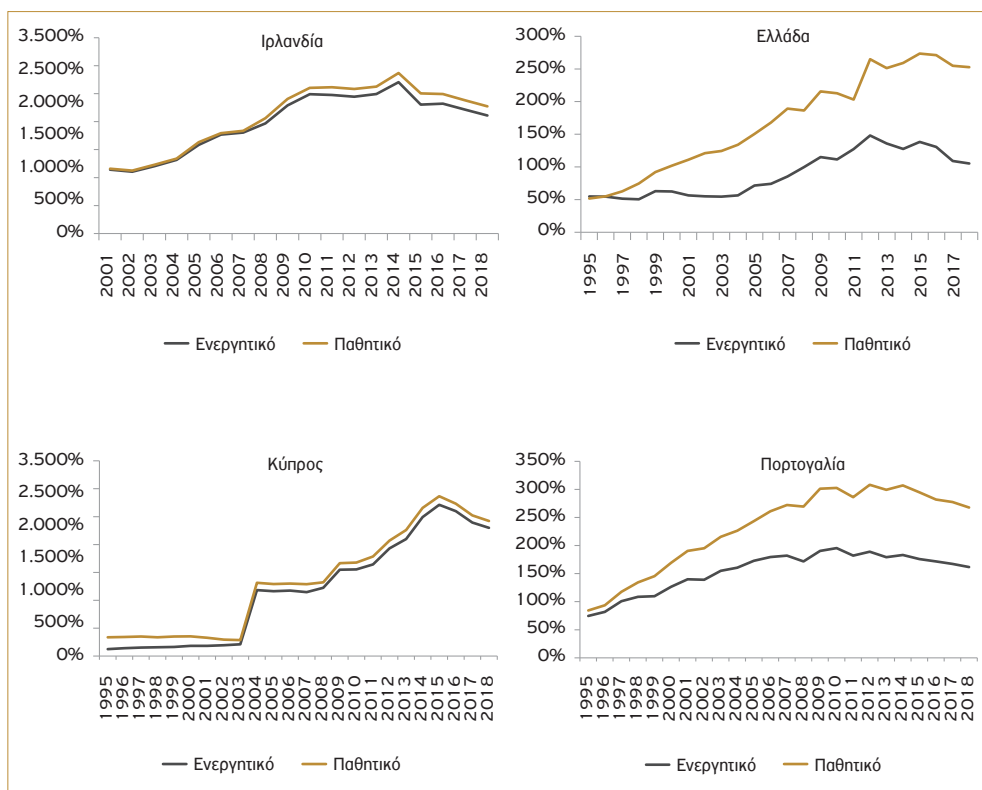
Η πλήρης απελευθέρωση στην κίνηση κεφαλαίων και η απορρύθμιση της λειτουργίας του τραπεζικού τομέα που συνοδεύουν τη συμμετοχή στην ΕΕ έδωσαν μια καθοριστική ώθηση στις χρηματοοικονομικές συναλλαγές και κυρίως στην πίστωση. Επί της ουσίας, η Ευρωζώνη αποτέλεσε την ευρωπαϊκή εκδοχή αυτού που ο πρώην πρόεδρος της FED, ο Lindsey, ανέφερε το 1997 ως «δημοκρατικοποίηση της πίστωσης». Ως αποτέλεσμα των παραπάνω σημειώθηκε μεγάλη αύξηση στην κίνηση εισερχόμενων και εξερχόμενων κεφαλαίων για κάθε χώρα αν και πάντα με σημαντικές διαφορές στη διάρθρωση και στην ένταση μεταξύ των χωρών.

Το Διάγραμμα 6.1 παρουσιάζει την εξέλιξη στο σύνολο του ενεργητικού και του παθητικού του χρηματοοικονομικού ισοζυγίου της κάθε οικονομίας σε σχέση με τον εξωτερικό τομέα. Σε όλες τις υπό εξέταση χώρες η αύξηση του όγκου των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού βρισκόταν σε εξέλιξη ήδη από τη διαδικασία ένταξης των χωρών στη ζώνη του ευρώ, με την αύξηση να είναι εντυπωσιακά μεγάλη. Για παράδειγμα, στην Κύπρο τόσο τα στοιχεία του ενεργητικού όσο και του παθητικού αυξήθηκαν από 211% του ΑΕΠ το 2003 σε 1.313% του ΑΕΠ το 2004. Ένα σημαντικό χαρακτηριστικό που προκύπτει από αυτή την εικόνα είναι ότι η Ευρωζώνη δεν είναι απλώς μια νομισματική ένωση και ζώνη ελεύθερης διακίνησης προϊόντων αλλά πρώτα και κύρια μια χρηματοοικονομική οντότητα.<sup>58</sup> Αυτό προκύπτει από τον μεγάλο όγκο που καταλαμβάνουν τα χρηματοοικονομικά στοιχεία εκφρασμένα ως ποσοστό του ΑΕΠ, σε σχέση με το εμπορικό άνοιγμα της κάθε οικονομίας. Για παράδειγμα, στην Ιρλανδία μόνο τα στοιχεία του ενεργητικού σε σχέση με τον εξωτερικό τομέα είναι περίπου δεκαπλάσια από το άρθροισμα εξαγωγών και εισαγωγών. Ένα άλλο κοινό χαρακτηριστικό γνώρισμα και των τεσσάρων υπό εξέταση κρατών-μελών είναι ότι η

58. Βάσει των στοιχείων της Eurostat η εικόνα όσον αφορά την εξέλιξη των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού σε σχέση με τον εξωτερικό τομέα είναι πανομοιότυπη για όλα τα κράτη-μέλη.

διεθνής τους επενδυτική θέση, δηλαδή η διαφορά ενεργητικού-παθητικού σε σχέση με τον εξωτερικό τομέα είναι αρνητική ειδικά από την τρίτη περίοδο κι έπειτα. Δηλαδή και τα τέσσερα κράτη-μέλη είναι χρεώστες και όχι πιστωτές. Όμως, το μέγεθος της αρνητικής διεθνούς επενδυτικής θέσης διαφέρει σημαντικά.

**Διάγραμμα 6.1:** Ενεργητικό και παθητικό του χρηματοοικονομικού ισοζυγίου της εγχώριας οικονομίας σε σχέση με τον εξωτερικό τομέα ως ποσοστό (%) του ΑΕΠ (1995-2018)



Πηγή: Eurostat

Σημείωση: Δεν υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία για την Ιρλανδία πριν το 2001.

Όπως και στην περίπτωση των συνιστωσών της ενεργού ζήτησης, έτσι και στη χρηματοοικονομική πλευρά της οικονομίας, παρατηρούνται αρκετές ομοιότητες μεταξύ Ελλάδας και Πορτογαλίας και σε κάποιον βαθμό μεταξύ Κύπρου και Ιρλανδίας. Στο πρώτο ζεύγος υπάρχει μια εκτεταμένη αύξηση του εξωτερικού χρέους είτε δημόσιου

ή ιδιωτικού, ενώ στο δεύτερο ζεύγος η διαφορά είναι αμυδρή. Ωστόσο, αυτό που έχει μεγάλο ενδιαφέρον και σχετίζεται με την εφαρμογή των Προγραμμάτων Οικονομικής Προσαρμογής είναι ότι, ενώ στην Ιρλανδία και στην Κύπρο η διάδραση με τον εξωτερικό τομέα αρχίζει να περιορίζεται τόσο για τα στοιχεία του ενεργητικού όσο και του παθητικού, στην περίπτωση της Ελλάδας και της Πορτογαλίας περιορίζεται πρώτα το ενεργητικό και έπειτα το παθητικό. Η διαφορά το 2013 και το 2014, χρονιές στις οποίες παρατηρείται διαφοροποίηση μεταξύ κίνησης ενεργητικού και παθητικού, κυμαίνεται μεταξύ 120% και 140% του ΑΕΠ. Επί της ουσίας τα Προγράμματα Οικονομικής Προσαρμογής υπονόμισαν σημαντικά την ήδη ευάλωτη χρηματοοικονομική θέση αυτών των κρατών-μελών σε σχέση με το διεθνές χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Μπορεί η εξασφάλιση της καταβολής των τοκοχρεολυσίων να αμβλύνει την αβεβαιότητα όσον αφορά τη δυνατότητα εξυπηρέτησης του εξωτερικού χρέους, όμως ταυτόχρονα τα συγκεκριμένα κράτη-μέλη παραμένουν εξαρτώμενα από τις δανειακές συνθήκες και είναι ευάλωτα στην ύπαρξη εξωτερικών χρηματοοικονομικών διαταραχών.

Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι σε όλες τις περιπτώσεις η χρηματοοικονομική διάδραση με τον εξωτερικό τομέα φθίνει. Αυτό αποτελεί μια ένδειξη του εύθραυστου χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος το οποίο μέσα από την αβεβαιότητα που δημιουργεί και μέσα από την εξάρτησή του από τις νομισματικές πολιτικές των μεγάλων κεντρικών τραπεζών φαίνεται να υποδηλώνει ένα τέλος στο *modus vivendi* της παγκόσμιας οικονομίας μέχρι το 2007 και το τέλος της χρηματιστικοποίησης (Christophers, 2015).

Πέρα από την εικόνα που παρέχει το Διάγραμμα 6.1 για το σύνολο της οικονομίας, κρίσιμο είναι να εξεταστεί το πώς επηρεάστηκε η χρηματοοικονομική δομή των θεσμικών τομέων που απαρτίζουν το σύνολο του ιδιωτικού τομέα. Συγκεκριμένα, εξετάζεται ποια ήταν η εξέλιξη του χρέους στις επιχειρήσεις και στα νοικοκυριά και ποια ήταν αντίστοιχα η εξέλιξη στις πηγές εσόδων των δύο τομέων που θα τους καθιστούσαν ικανούς να αντεπεξέλθουν στις δανειακές τους υποχρεώσεις, ενώ ακολούθως εξετάζεται πώς επρέασαν οι εξελίξεις αυτές το χρηματοοικονομικό ισοζύγιο του τραπεζικού τομέα. Επί της ουσίας εξετάζεται με ποιον τρόπο το ισοζύγιο του κάθε τομέα το οποίο προέκυψε από την πραγματική πλευρά της οικονομίας επηρέασε τη χρηματοοικονομική πλευρά.

## 6.1 Οι επιχειρήσεις

Η χρηματοδότηση της λειτουργίας των επιχειρήσεων βασίζεται κυρίως στην έκδοση μετοχών και στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, στην έκδοση ομολογιών, δηλαδή στον άμεσο δανεισμό από τις αγορές κεφαλαίου και χρήματος, στη σύναψη νέων δα-

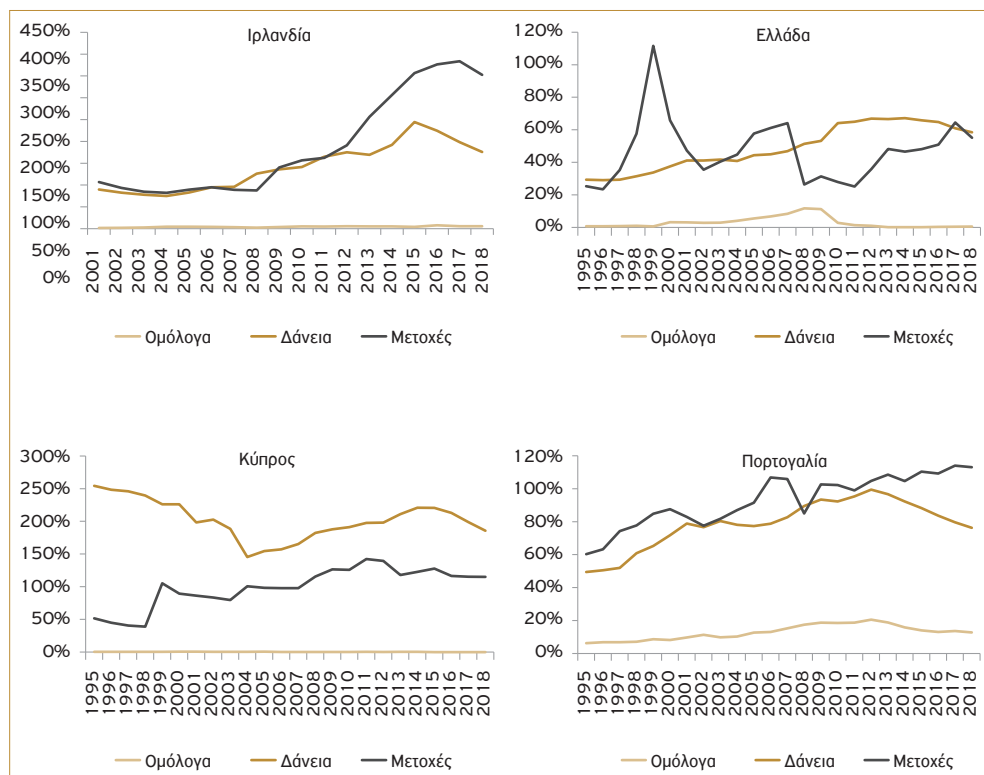
νείων και σε ιδίους πόρους. Το τελευταίο κανάλι χρηματοδότησης είναι επί της ουσίας το χρηματοοικονομικό ισοζύγιο, το οποίο έχει ήδη εξεταστεί στην προηγούμενη ενότητα. Το Διάγραμμα 6.2 απεικονίζει την εξέλιξη στους λοιπούς τρόπους χρηματοδότησης σε επίπεδο αποθεμάτων και όχι σε επίπεδο ετήσιων ροών. Με άλλα λόγια, δείχνει το συνολικό επίπεδο του κάθε χρηματοοικονομικού στοιχείου στο τέλος κάθε έτους και όχι την αλλαγή που συντελέστηκε κατά τη διάρκεια του έτους, είτε λόγω απόκτησης ή πώλησης τίτλων είτε λόγω ανατίμησής τους.

Ξεκινώντας από τα δάνεια των επιχειρήσεων, σε όλες τις περιπτώσεις πλην της Κύπρου υπάρχει μια σταθερή αύξηση μέχρι και την τρίτη περίοδο. Παράλληλα, σε όλες τις περιπτώσεις παρατηρείται μια απομόχλευση την τέταρτη περίοδο, η οποία αντανακλά τη γενικότερη μεταβολή στη χρηματοοικονομική συμπεριφορά των οικονομικά δρώντων μετά και την ευρωπαϊκή κρίση χρέους που συζητήθηκε παραπάνω. Οι ελληνικές επιχειρήσεις έχουν το χαμηλότερο επίπεδο δανειακού χρέους, το οποίο αυξήθηκε από 25% του ΑΕΠ το 1995 σε 67% του ΑΕΠ το 2013, για να υποχωρήσει σε 55% το 2018. Δεδομένου ότι η επενδυτική δραστηριότητα των ελληνικών επιχειρήσεων δεν ήταν περιορισμένη χρηματοοικονομικά (βλ. Διάγραμμα 5.8), προκύπτει ότι η αύξηση του χρέους αφορούσε κυρίως την κάλυψη του κόστους λειτουργίας τους κι ενδεχομένως να υποκρύπτει άλλες αθέμιτες συμπεριφορές.<sup>59</sup> Αντιθέτως, για τις πορτογαλικές επιχειρήσεις η αύξηση του χρέους τους ήταν αναμενόμενη λόγω των αυστηρών χρηματοοικονομικών περιορισμών που αντιμετώπιζαν τις τρεις πρώτες περιόδους.

---

59. Βλ. Αργεΐτης (2012).

**Διάγραμμα 6.2:** Διάρθρωση των κύριων στοιχείων του παθητικού των επιχειρήσεων ως ποσοστό (%) του ΑΕΠ (1995-2018)



Πηγή: Eurostat

Σημείωση: Δεν υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία για την Ιρλανδία πριν το 2001.

Η συμπεριφορά των ιρλανδικών επιχειρήσεων είναι ιδιαίζουσα υπό την έννοια ότι, ενώ το χρηματοδοτικό κενό τους ήταν αμελητέο, ο ήδη υψηλός δανεισμός τους αυξήθηκε από 100% του ΑΕΠ το 1995 σε περίπου 250% την τέταρτη περίοδο. Ο δανεισμός αυτός προερχόταν κυρίως από το γαλλικό και το γερμανικό τραπεζικό σύστημα με τα σχετικά κονδύλια να κατευθύνονται στην αγορά κατοικίας και στην ενίσχυση των χρηματοοικονομικών κερδών των επιχειρήσεων.

Τέλος, οι κυπριακές επιχειρήσεις την πρώτη και τη δεύτερη περίοδο αξιοποιούσαν τα υψηλά αδιανέμητα κέρδη για να μειώσουν το ήδη υψηλό χρέος τους. Ωστόσο, η πτώση των κερδών την τρίτη και την τέταρτη περίοδο συνοδεύτηκε από μια αύξηση



του δανεισμού για τη χρηματοδότηση της επενδυτικής τους δραστηριότητας και της λειτουργίας τους.

Σχετικά με την έκδοση εταιρικών ομολόγων για τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων, η πρακτική αυτή ήταν μη διαδεδομένη σε Κύπρο και Ιρλανδία και παρουσίασε μικρή άνθηση στην Ελλάδα λίγα έτη πριν από το ξέσπασμα της οικονομικής κρίσης και κατόπιν εγκαταλείφθηκε. Στην Πορτογαλία τα εταιρικά ομόλογα αντιστοιχούν κατά μέσο όρο στο 10% του ΑΕΠ, χωρίς όμως να κατέχουν σημαντικό ρόλο στη χρηματοοικονομική λειτουργία των επιχειρήσεων. Τέλος, η καθαρή θέση ή αξία των μετοχών των επιχειρήσεων είναι σχετικά σταθερή στην Κύπρο, ενώ στην Πορτογαλία ακολουθεί μια ανοδική τάση, η οποία την τέταρτη περίοδο συνάδει με την αυξημένη κερδοφορία των επιχειρήσεων. Στην Ιρλανδία η αξία των εταιρικών μετοχών αγγίζει το 400% του ΑΕΠ την τέταρτη περίοδο και οφείλεται σε πολύ μεγάλο βαθμό στην κερδοφορία που παρουσιάζουν οι ξένες επιχειρήσεις που εμφανίζουν ως λογιστική έδρα την ιρλανδική επικράτεια.

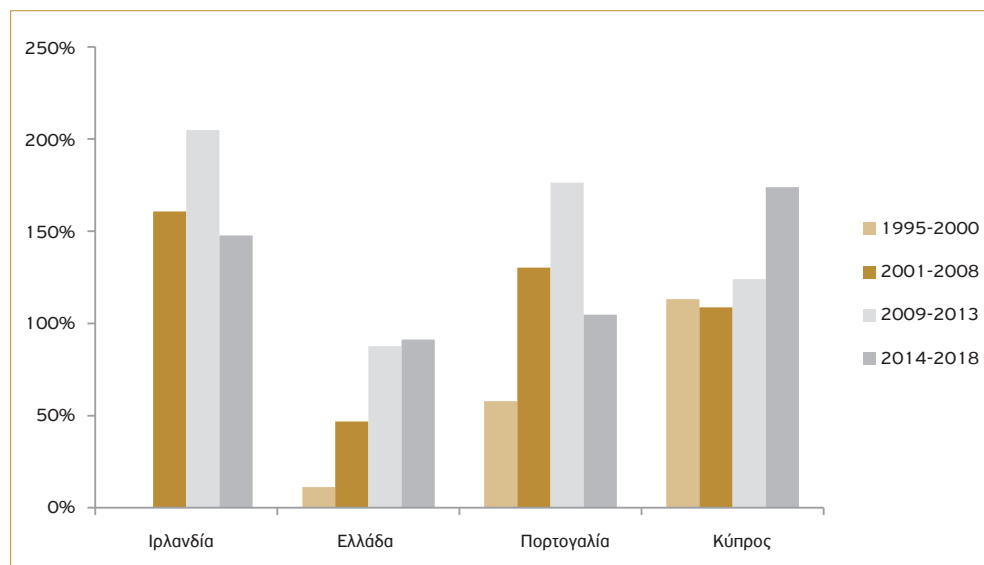
Τέλος, στην Ελλάδα γίνεται εμφανής ο ρόλος που διαδραματίζει το χρηματιστήριο στην αξία των εταιρικών μετοχών, αντανακλώντας έναν βαθμό χρηματιστικοποίησης. Συγκεκριμένα, η χρηματοοικονομική φούσκα του 1999 είχε ως αποτέλεσμα την τεράστια πτώση της αξίας των επιχειρήσεων, ενώ αντίστοιχο αποτέλεσμα είχε η παγκόσμια οικονομική κρίση του 2007-2008, η οποία επηρέασε το ελληνικό χρηματιστήριο πολύ πριν ξεκινήσει η κρίση της ελληνικής οικονομίας. Παράλληλα, την τέταρτη περίοδο η αξία των μετοχών έχει ανακάμψει, χωρίς όμως αυτό να αντανakλάται σε αντίστοιχα υψηλή κερδοφορία ή επενδυτική δραστηριότητα. Από την εξέταση των παραπάνω διαγραμμάτων φαίνεται ότι το συμπεριφορικό πρότυπο στο ελληνικό χρηματιστήριο έχει έναν ιδιαίτερα βραχυπρόθεσμο προσανατολισμό και δεν έχει επαφή με το τι συμβαίνει στην πραγματική πλευρά της οικονομίας.

Έχοντας εξετάσει τις χρηματοοικονομικές συνθήκες των επιχειρήσεων στα υπό εξέταση κράτη-μέλη, σκοπός είναι να ερευνηθεί το κατά πόσο οι επιχειρήσεις έχουν τη δυνατότητα να αντεπεξέλθουν στις δανειακές τους υποχρεώσεις και το κατά πόσο αυτές επηρεάστηκαν από την εφαρμογή των Προγραμμάτων Οικονομικής Προσαρμογής. Ένας τρόπος εξέτασης της χρηματοοικονομικής ευστάθειας ή αστάθειας των επιχειρήσεων είναι αν τα ακαθάριστα κέρδη της κάθε περιόδου επαρκούν για την καταβολή των τοκοχρεολυσίων της περιόδου αυτής (Minsky, 1986). Ωστόσο, επειδή τα απαραίτητα δεδομένα δεν είναι διαθέσιμα, εξετάζεται το ύψος των ακαθάριστων εταιρικών κερδών σε σχέση με το συνολικό χρέος των επιχειρήσεων.

Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 6.3, τις τρεις πρώτες περιόδους υπήρξε διαρκής αύξηση του λόγου για όλα τα κράτη-μέλη αν και διαφορετικής έντασης. Στην Ελλάδα

η αύξηση ήταν ηπιότερη, ενώ στην Κύπρο η μεγαλύτερη. Την τέταρτη περίοδο ο λόγος συνέχισε την αυξητική του τάση πλην της Πορτογαλίας.

**Διάγραμμα 6.3:** Χρέος προς ακαθάριστα κέρδη των μη χρηματοοικονομικών επιχειρήσεων (1995-2018)



Πηγή: Eurostat

Σημείωση: Δεν υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία για την Ιρλανδία πριν το 2001.

Συγκεκριμένα, για τις ιρλανδικές επιχειρήσεις το χρέος τους σε σχέση με τα ακαθάριστα κέρδη τους διαπλασιάστηκε από τη δεύτερη στην τέταρτη περίοδο, γεγονός που επισημαίνει ότι, παρά τις ευνοϊκές συνθήκες όσον αφορά την παραγωγή, η χρηματοοικονομική θέση των επιχειρήσεων είναι ιδιαίτερα ασταθής. Μια ενδεχόμενη μεγάλη πτώση των κερδών, όπως, π.χ., στην τρέχουσα συγκυρία με την πανδημική κρίση, μπορεί να οδηγήσει πολλές επιχειρήσεις είτε στην ανάγκη χρηματοδοτικής βοήθειας από το κράτος είτε στη χρεοκοπία.

Στην Ελλάδα το ύψος του χρέους σε σχέση με τα ακαθάριστα κέρδη δεν άλλαξε ιδιαίτερα, ενώ στην Πορτογαλία παρατηρείται βελτίωση την τέταρτη περίοδο σε σχέση με την τρίτη, αν και ο λόγος παραμένει υψηλός. Τέλος, στην Κύπρο την τρίτη περίοδο ο λόγος χρέους προς ακαθάριστα κέρδη εκτινάσσεται, ενώ την τέταρτη περίοδο αυξάνεται ακόμα παραπάνω.

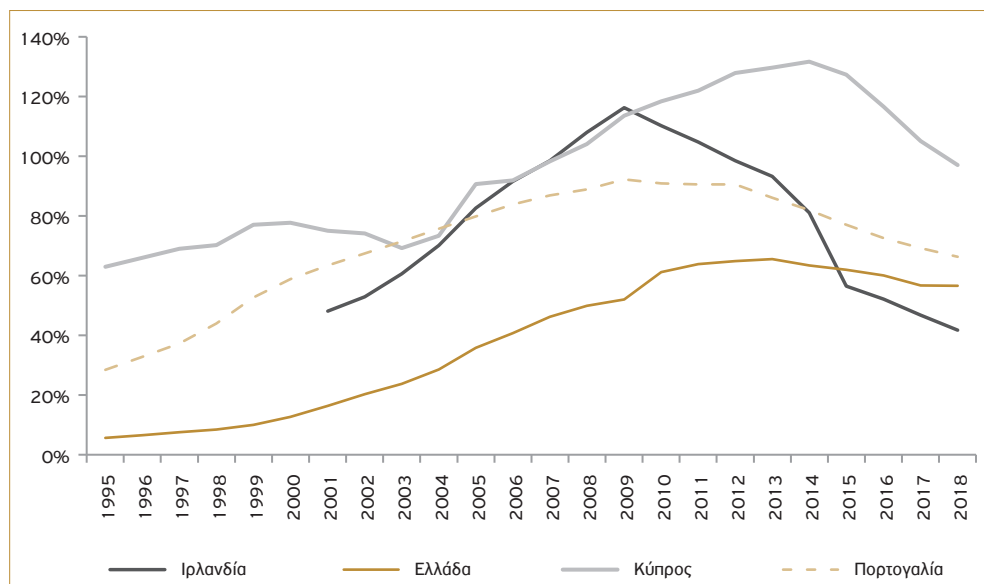
Συμπερασματικά, η εφαρμογή των Προγραμμάτων Οικονομικής Προσαρμογής ενίσχυσε τα κέρδη μέσα από την αναδιανομή του εισοδήματος σε βάρος του κόσμου της εργασίας. Η αναδιανομή αυτή στην Ιρλανδία και στην Κύπρο δεν υπήρξε αρκετή για να καταστήσει τις επιχειρήσεις χρηματοοικονομικά ευσταθείς. Οι χρηματοοικονομικές εταιρικές πρακτικές που ακολουθούνται στα συγκεκριμένα κράτη-μέλη υπερκάλυψαν τα κέρδη που προέκυψαν είτε από την αναδιανομή εισοδήματος είτε από την ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας, ειδικά στην περίπτωση της Ιρλανδίας. Στην περίπτωση της Ελλάδας και της Πορτογαλίας, όπου οι εταιρικές πρακτικές δεν είναι τόσο προσανατολισμένες στη χρηματοοικονομική πλευρά της οικονομίας, τα αποτελέσματα ήταν πιο ήπια. Σημειώνεται ότι στην Πορτογαλία υπήρξε μερική αντιστροφή αυτών των πολιτικών κυρίως στα μέσα της τέταρτης περιόδου. Γίνεται εμφανές ότι, παρά τη νέα αναδιανομή εισοδήματος προς όφελος του κόσμου της εργασίας, η χρηματοοικονομική θέση των επιχειρήσεων όχι μόνο δεν χειροτέρευσε, αλλά αντιθέτως βελτιώθηκε ακόμα και σε σχέση με τη δεύτερη περίοδο.

## 6.2 Τα νοικοκυριά

Όπως και για τις επιχειρήσεις, η χρηματοοικονομική ευστάθεια των νοικοκυριών εξαρτάται από το ύψος των χρηματοοικονομικών υποχρεώσεών τους και από τη ροή εισοδήματος που επιτρέπει την κάλυψη των δανειακών τους υποχρεώσεων. Στην περίπτωση των νοικοκυριών μοναδικό στοιχείο του παθητικού τους είναι τα δάνεια από τον τραπεζικό τομέα, τα οποία παρουσιάζονται στο Διάγραμμα 6.4 ως ποσοστό του ΑΕΠ. Σε όλα τα υπό εξέταση κράτη-μέλη η άνοδος του χρέους ήταν ιδιαίτερα έντονη τις δύο πρώτες περιόδους, ενώ για την Κύπρο η δυναμική ανόδου σταματάει την τρίτη περίοδο. Η αύξηση αυτή συνδέεται στενά με την έκρηξη στην αγορά κατοικίας με εξαίρεση την Πορτογαλία.

Πιο συγκεκριμένα, στην Ελλάδα τα δάνεια προς τα νοικοκυριά αυξήθηκαν από 6% του ΑΕΠ το 1995 σε 65% το 2012, στην Πορτογαλία από 29% του ΑΕΠ το 1995 σε 113% το 2009, στην Ιρλανδία από 49% του ΑΕΠ το 2001 σε 116% το 2009 και στην Κύπρο από 63% του ΑΕΠ το 1995 σε 132% το 2014. Στη συνέχεια, η τάση αυτή αναστράφηκε, με τη σημαντικότερη μείωση να λαμβάνει χώρα στην Ιρλανδία.

**Διάγραμμα 6.4:** Δάνεια των νοικοκυριών ως ποσοστό (%) του ΑΕΠ (1995-2018)



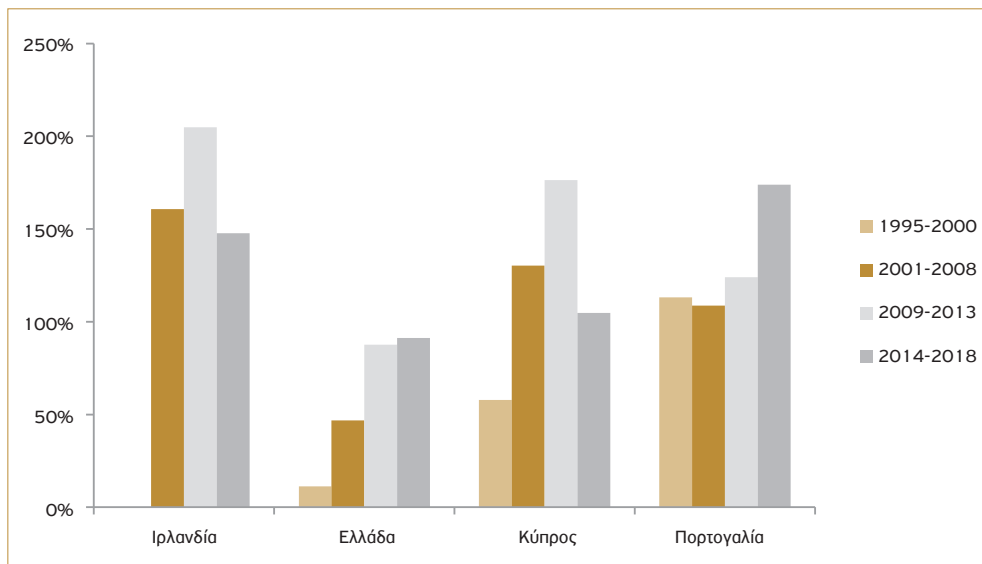
Πηγή: Eurostat

Σημείωση: Δεν υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία για την Ιρλανδία πριν το 2001.

Επί της ουσίας, το μοντέλο μεγέθυνσης της περιφέρειας του ευρώ τις δύο πρώτες περιόδους στηρίχτηκε σε μεγάλο βαθμό στο χρέος των νοικοκυριών ως μοχλό κινητήριας δύναμης του ΑΕΠ, αποτελώντας επιχείρημα υπέρ της θέσης περί χρηματοοικονομικής ανάπτυξης στην Ευρωζώνη. Την τρίτη περίοδο, υπάρχει αναστροφή του μετασχηματισμού που συντελέστηκε μεταξύ των δύο πρώτων περιόδων, λόγω της κρίσης και της συνακόλουθης εφαρμογής των Προγραμμάτων Οικονομικής Προσαρμογής, όπου και τα δύο συμβάντα συντέλεσαν στη συμπίεση του διαθέσιμου εισοδήματος. Επομένως, κρίσιμη είναι η εξέταση του κατά πόσο τα νοικοκυριά ωθούνται στη χρηματοοικονομική αστάθεια μέσω των εφαρμοζόμενων πολιτικών ή αν μπορούν να αντεπεξέλθουν με βιώσιμους όρους στις δανειακές τους υποχρεώσεις.

Το Διάγραμμα 6.5 απεικονίζει τη μεταβολή ανά περίοδο του λόγου χρέος προς διαθέσιμο εισόδημα, που αποτελεί έναν τυπικό δείκτη χρηματοοικονομικής ευστάθειας των νοικοκυριών. Σε όλες τις περιπτώσεις υπάρχει αύξηση του λόγου, η οποία ξεπερνάει ακόμα και το 200%, όπως στην περίπτωση της Ιρλανδίας. Σε άλλες περιπτώσεις, όπως της Ελλάδας, η αύξηση του λόγου λαμβάνει χώρα με πολύ μεγάλο ρυθμό τις τρεις πρώτες περιόδους και μικρότερο την τέταρτη περίοδο.

**Διάγραμμα 6.5:** Χρέος προς διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών (1995-2018)



Πηγή: Eurostat

Σημείωση: Δεν υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία για την Ιρλανδία πριν το 2001.

Πιο συγκεκριμένα, μεγαλύτερη αύξηση παρατηρείται στην περίπτωση των ιρλανδικών νοικοκυριών, όπου την τρίτη περίοδο το χρέος τους αντιστοιχεί στο 200% του διαθέσιμου εισοδήματός τους. Την τέταρτη περίοδο ο λόγος διαμορφώνεται στο 150%, που είναι αποτέλεσμα της μείωσης του χρέους και όχι του διαθέσιμου εισοδήματος. Παρά τη μεγάλη προσαρμογή του χρέους τους, τα νοικοκυριά παραμένουν χρηματοοικονομικά ασταθή. Στην Ελλάδα την τέταρτη περίοδο ο λόγος χρέος προς διαθέσιμο εισόδημα είναι εννέα φορές μεγαλύτερος από ό,τι την πρώτη περίοδο. Μπορεί ο λόγος να είναι συγκριτικά μικρός, αλλά το μέγεθός του οφείλεται σε έναν συνδυασμό μείωσης του χρέους και του διαθέσιμου εισοδήματος. Με άλλα λόγια, τα ελληνικά νοικοκυριά προέβησαν σε μείωση του χρέους, όπως και τα αντίστοιχα ιρλανδικά, αλλά ταυτόχρονα η οικονομική κρίση και η συνακόλουθη εφαρμογή των προγραμμάτων μείωσε το διαθέσιμο εισόδημά τους, με αποτέλεσμα η προσπάθεια μείωσης του χρέους να είναι άκαρπη. Στην Κύπρο, η μείωση του χρέους ως προς το διαθέσιμο εισόδημα οφείλεται στην προσπάθεια απομόχλευσης των κυπριακών νοικοκυριών όταν το διαθέσιμο εισόδημά τους παρέμεινε στάσιμο. Αν δεν είχε υπάρξει μια αναδιανομή εισοδήματος σε βάρος των μισθωτών η βελτίωση της χρηματοοικονομικής τους ευστά-

θειας θα ήταν ουσιαστικότερη. Τέλος, η περίπτωση των πορτογαλικών νοικοκυριών είναι η πιο χρηματοοικονομικά ασταθής, αφού παρά τη σχετικά σταθερή αναλογία χρέους και διαθέσιμου εισοδήματος τις τρεις πρώτες περιόδους, ο λόγος εκτινάσσεται την τέταρτη περίοδο. Η μείωση του διαθέσιμου εισοδήματος την τρίτη περίοδο, για τους ίδιους λόγους όπως και στα άλλα κράτη-μέλη, συνοδεύτηκε από μια απομόχλευση στην οποία προέβησαν τα νοικοκυριά, με αποτέλεσμα ο λόγος να παραμένει σταθερός. Την τέταρτη περίοδο, τα μέτρα ενίσχυσης του εισοδήματος μέσα από την αύξηση του κατώτατου μισθού δεν ήταν ικανά να βελτιώσουν την ήδη εύθραυστη χρηματοοικονομική κατάσταση των νοικοκυριών, ειδικότερα ύστερα από την παύση της διαδικασίας απομόχλευσης μετά το 2015.

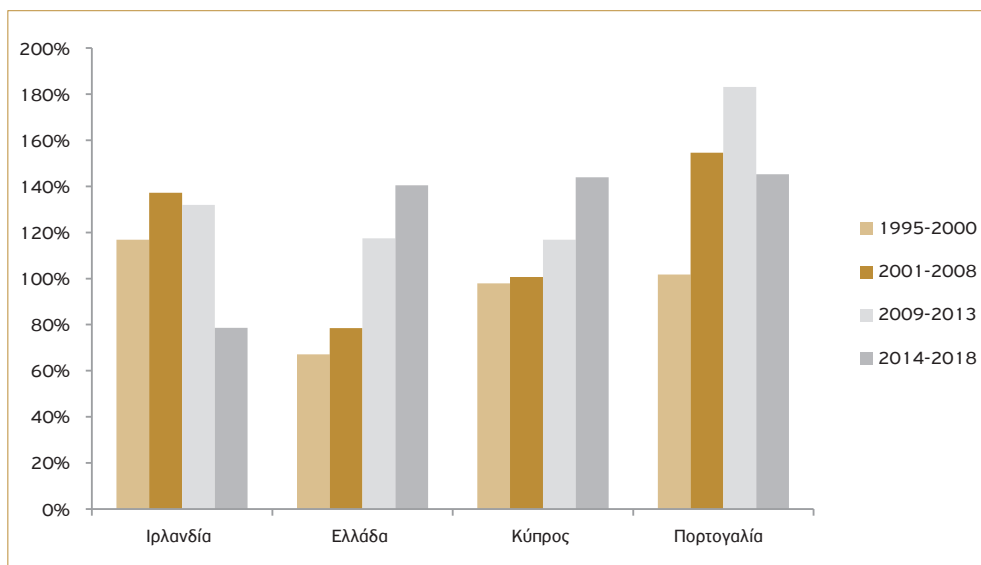
Εν κατακλείδι, η αναπτυξιακή ώθηση της περιφέρειας της Ευρωζώνης κατά τη δεύτερη περίοδο συνοδεύτηκε από μια μεγάλη αύξηση του χρέους των νοικοκυριών, καθιστώντας τα χρηματοοικονομικά ασταθή. Την τρίτη περίοδο από τη μια πλευρά παρατηρείται βελτίωση της χρηματοοικονομικής ευστάθειας των νοικοκυριών λόγω μείωσης του χρέους και από την άλλη επιδείνωση λόγω της συμπίεσης των εισοδημάτων από την εφαρμογή των Προγραμμάτων Οικονομικής Προσαρμογής. Το συνολικό αποτέλεσμα διαφέρει από χώρα σε χώρα, με τα νοικοκυριά στην Ιρλανδία και στην Πορτογαλία να βρίσκονται σε δεινότερη θέση.

### 6.3 Ο τραπεζικός τομέας

Η χρηματοοικονομική ευστάθεια των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών επηρεάζει στον μέγιστο βαθμό τη χρηματοοικονομική κατάσταση του τραπεζικού τομέα. Με άλλα λόγια, η δημιουργία και η διανομή εσόδων μεταξύ των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών έχει άμεσο αντίκτυπο στην χρηματοοικονομική κατάσταση της οικονομίας, η οποία αντανακλάται στη χρηματοοικονομική συνθήκη που επικρατεί στον τραπεζικό τομέα. Επομένως, μια απλή ανάγνωση των μακροοικονομικών μεταβλητών που προσδιορίζουν τις εξελίξεις στην πραγματική οικονομία μπορεί να προσφέρει μόνο μια μερική αποτίμηση της πορείας της οικονομίας. Έχοντας ως βασικό άξονα την παραπάνω συσχέτιση, η χρηματοοικονομική ευστάθεια (αστάθεια) των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών αναμένεται να επηρεάσει θετικά (αρνητικά) τον τραπεζικό τομέα, στον βαθμό που ο τελευταίος έχει μεγάλο χρηματοοικονομικό άνοιγμα προς τον ιδιωτικό τομέα.<sup>60</sup>

60. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι εξίσου σημαντική είναι η εξάρτηση του τραπεζικού από τον δημόσιο και τον εξωτερικό τομέα, σε όρους χρηματοοικονομικής ευστάθειας, η οποία όμως δεν εξετάζεται στην παρούσα μελέτη.

**Διάγραμμα 6.6:** Δάνεια προς καταθέσεις (1995-2017)



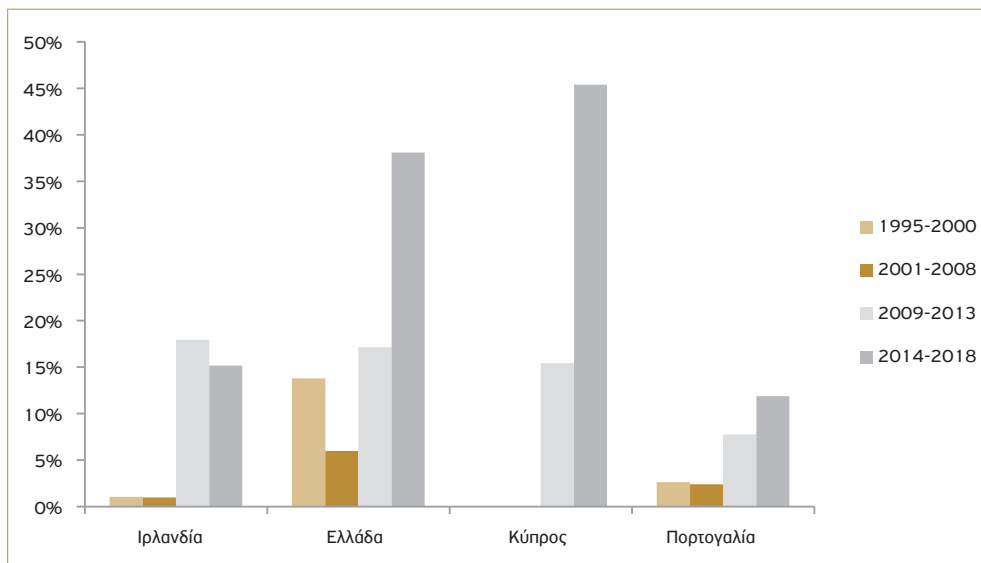
Πηγή: Παγκόσμια Τράπεζα

Τα Διαγράμματα 6.6 και 6.7 παρουσιάζουν την επίδραση της χρηματοοικονομικής κατάστασης των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών στη χρηματοοικονομική κατάσταση του τραπεζικού τομέα. Αρχικά, το Διάγραμμα 6.6 απεικονίζει τη μεταβολή του λόγου δάνεια που παρείχαν οι τράπεζες προς τις καταθέσεις που δέχθηκαν. Μεταξύ των υπό εξέταση κρατών-μελών την πρώτη περίοδο οι ιρλανδικές τράπεζες είχαν τη μεγαλύτερη έκθεση και οι ελληνικές τη μικρότερη. Τη δεύτερη περίοδο υπάρχει μια σχετικά μικρή αύξηση σε Ιρλανδία, Ελλάδα και Κύπρο, ενώ στην Πορτογαλία η αύξηση είναι της τάξης του 50%. Δεδομένου ότι κατά τη χορήγηση δανείων ο τραπεζικός τομέας δημιουργεί καταθέσεις (McLeay et al., 2014 · Deutsche Bundesbank, 2017), η αύξηση του λόγου δάνεια προς καταθέσεις συνεπάγεται ότι ένα μεγάλο κομμάτι των καταθέσεων μεταφέρθηκε, είτε μέσω εισαγωγών είτε μέσω μεταβιβάσεων, στο εξωτερικό. Παρά την απομόλυνση της τρίτης περιόδου, ο λόγος αυξήθηκε και στα τέσσερα κράτη-μέλη. Για παράδειγμα, στην Ελλάδα αυξήθηκε κατά 50%.

Η γενικευμένη αύξηση αυτής της περιόδου οφείλεται εν μέρει στη μείωση των καταθέσεων είτε λόγω στήριξης του βιοτικού επιπέδου, αφού τα εισοδήματα μειώθηκαν μέσω της κρίσης και των Προγραμμάτων Οικονομικής Προσαρμογής, είτε για προστασία ατομικού πλούτου μέσα από τη μεταβίβασή τους στο εξωτερικό. Προφανώς η διαφορά στη χρήση των καταθέσεων έχει ξεκαθαρά ταξικό χαρακτήρα. Οι έχοντες εί-

χαν τη δυνατότητα να αντιμετωπίσουν την αβεβαιότητα με τη μεταφορά κεφαλαίου σε πιο ασφαλείς προορισμούς, ενώ οι μη έχοντες ήταν αναγκασμένοι να χρησιμοποιήσουν ίδιους πόρους για τη στήριξη του βιοτικού τους επιπέδου και τη χρηματοδότηση των αυξημένων, σε σχέση με το εισόδημά τους, φόρων και τόκων. Ωστόσο, σε μακροοικονομικό επίπεδο και στο πλαίσιο της παρούσας μελέτης σημαντικό στοιχείο είναι ότι ο τραπεζικός τομέας έγινε πιο ευάλωτος και ασταθής. Την τέταρτη περίοδο ενισχύθηκε η αστάθεια στην Ελλάδα και στην Κύπρο, μειώθηκε αλλά όχι ικανοποιητικά στην Πορτογαλία, ενώ στην Ιρλανδία υπήρξε σημαντική μείωση κατά περίπου 40%. Συνεπώς, τα οικονομικά γεγονότα μετά το 2009 οδήγησαν το τραπεζικό σύστημα σε χρηματοοικονομικά ασταθή θέση, με ουσιαστική διόρθωση για την Ιρλανδία την τέταρτη περίοδο.

**Διάγραμμα 6.7:** Μη εξυπηρετούμενα δάνεια προς συνολικά δάνεια (1995-2017)



Πηγή: Παγκόσμια Τράπεζα

Σημείωση: Δεν υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία για την Κύπρο πριν το 2007.

Το Διάγραμμα 6.7 απεικονίζει την εξέλιξη στα μη εξυπηρετούμενα δάνεια που έχουν παρασχεθεί από τον τραπεζικό τομέα προς το σύνολο του ιδιωτικού τομέα. Χαρακτηριστική είναι η αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων την τρίτη περίοδο σε όλες τις περιπτώσεις, αν και στην Ελλάδα τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια ήταν ήδη υψηλά, ειδικά την πρώτη περίοδο. Την τέταρτη περίοδο τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια υπερβαίνουν το 35% σε Ελλάδα και Κύπρο, ενώ σε Ιρλανδία και Πορτογαλία



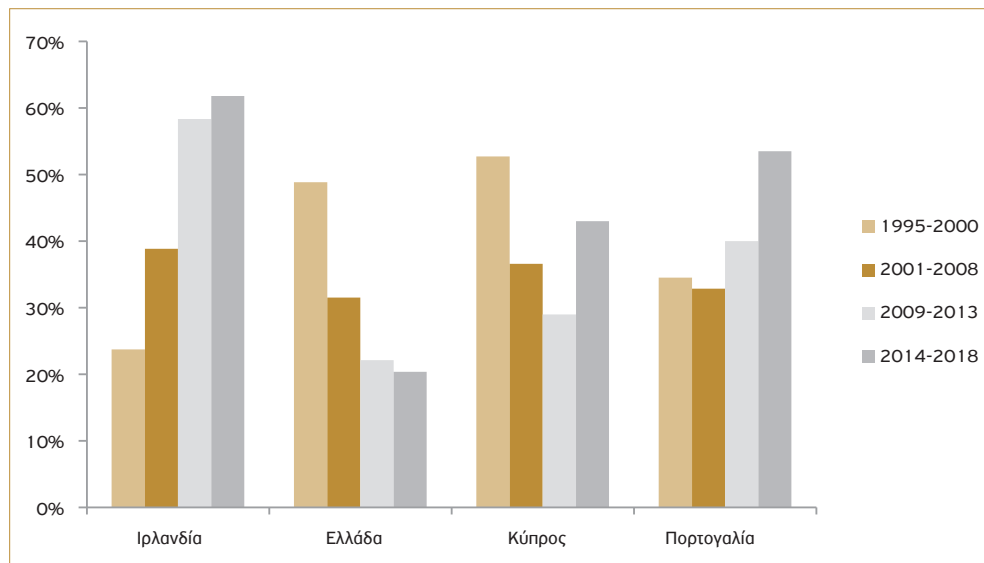
αυξάνονται αλλά όχι σε τόσο μεγάλο βαθμό. Συνεπώς, η χρηματοοικονομική αστάθεια ενισχύθηκε σε όλες τις περιπτώσεις αλλά με πολύ διαφορετική ένταση.

Τέλος, στο Διάγραμμα 6.8 εξετάζεται το μέρος των εσόδων του τραπεζικού τομέα το οποίο δεν προέρχεται από παραδοσιακή τραπεζική, δηλαδή από τόκους λόγω παροχής δανείων. Όσο μεγαλύτερη είναι η έκθεση του τραπεζικού τομέα σε άλλα χρηματοοικονομικά στοιχεία που του αποδίδουν κέρδη, η κερδοφορία του θα είναι υψηλότερη, αλλά ταυτόχρονα υψηλότερη θα είναι και η χρηματοοικονομική του ευθραυστότητα. Δηλαδή, ο τραπεζικός τομέας θα είναι πιο ευάλωτος στο ενδεχόμενο μιας χρηματοοικονομικής κρίσης.

Από την εξέταση του διαγράμματος προκύπτει ότι οι τραπεζικές πρακτικές διαφέρουν αρκετά σε κάθε κράτος-μέλος, οπότε η ομογενοποίησή τους δεν μπορεί να οδηγήσει σε κάποιο συμπέρασμα. Στην Ιρλανδία ο τραπεζικός τομέας βασιζόταν την πρώτη περίοδο στις παραδοσιακές πρακτικές, οπότε τα κέρδη που δεν προέρχονταν από τόκους ήταν σχετικά χαμηλά. Η απελευθέρωση του χρηματοοικονομικού συστήματος οδήγησε τις ιρλανδικές τράπεζες στην αναζήτηση κερδών πέρα των τόκων, παρά τη μεγάλη αύξηση του ιδιωτικού χρέους τη δεύτερη περίοδο. Ως αποτέλεσμα αυτής της πρακτικής το ποσοστό των κερδών πέρα των τόκων αυξήθηκε σημαντικά. Ακόμα πιο εντυπωσιακό είναι ότι, λόγω της μεγάλης απομόχλευσης των νοικοκυριών της τρίτης περιόδου, τα έσοδα από τόκους μειώθηκαν, οπότε οι ιρλανδικές τράπεζες αναζήτησαν άλλες διεξόδους αύξησης της κερδοφορίας με ακόμα μεγαλύτερη ένταση. Έτσι την τέταρτη περίοδο τα έσοδα που δεν προέρχονται από τόκους αντιστοιχούν στο 60% των συνολικών εσόδων. Το ιρλανδικό τραπεζικό σύστημα προσομοιάζει με το γερμανικό, όπου λόγω ελλιπούς ζήτησης για εσωτερικό δανεισμό οι τράπεζες είναι ιδιαίτερα εκτεθειμένες και χρηματοοικονομικά ασταθείς (Braun and Deeg, 2019).

Στην Ελλάδα παρατηρείται η ακριβώς αντίθετη διαδρομή. Παρά το μεγάλο ύψος του επιτοκίου την πρώτη περίοδο, τα έσοδα από τόκους ήταν περιορισμένα γιατί δεν υπήρχε ιδιαίτερη ζήτηση για δάνεια. Με τη μόχλευση της δεύτερης περιόδου το τραπεζικό σύστημα στρέφεται προς τον παραδοσιακό δανεισμό. Την τρίτη και την τέταρτη περίοδο η μείωση των εσόδων που δεν προέρχονται από τόκους είναι εξίσου μεγάλη, όχι όμως λόγω της αύξησης των δανείων αλλά λόγω της γενικευμένης ανασφάλειας που αφορά το εγχώριο τραπεζικό σύστημα. Στην Κύπρο η εξέλιξη είναι περίπου ίδια, αν και την τέταρτη περίοδο υπάρχει μια νέα αύξηση των κερδών πέραν των τόκων, λόγω της χαμηλής πίστωσης προς τον εγχώριο ιδιωτικό τομέα και το ύψος των μη εξυπηρετούμενων δανείων. Τέλος, στην Πορτογαλία η εξέλιξη είναι περίπου ίδια με της Ιρλανδίας, αν και η αφετηρία είναι διαφορετική. Το πορτογαλικό σύστημα ήταν ήδη ιδιαίτερα εκτεθειμένο σε πηγές εσόδων πέραν του παραδοσιακού δανεισμού, ενώ την τέταρτη περίοδο τα κέρδη πέραν των τόκων αντιστοιχούν στο 50% των συνολικών εσόδων.

**Διάγραμμα 6.8:** Έσοδα μη προερχόμενα από τόκους προς συνολικά έσοδα του τραπεζικού τομέα (1995-2017)



Πηγή: Παγκόσμια Τράπεζα

Συνοπτικά, η υιοθέτηση του κοινού νομίσματος σηματοδότησε την έναρξη ενός κύκλου χρέους, κυρίως για τα νοικοκυριά, τα οποία αποτέλεσαν τον κινητήριο μοχλό της οικονομίας. Μετά την ευρωπαϊκή κρίση του 2009 και την εφαρμογή των Προγραμμάτων Οικονομικής Προσαρμογής η κατάσταση αυτή αναστράφηκε, με τον ιδιωτικό τομέα να εισέρχεται σε μια περίοδο απομόχλευσης. Ωστόσο, η διαδικασία αυτή σε συνδυασμό με τη συμπίεση του διαθέσιμου εισοδήματος εισήγαγε μια νέα χρηματοοικονομική συνθήκη, η οποία χαρακτηρίζεται από αστάθεια τόσο για τους δανειζόμενους τομείς όσο και για τους πιστωτές. Επομένως, η εφαρμοζόμενη πολιτική, εστιάζοντας στις ανισορροπίες του δημόσιου και του εξωτερικού τομέα, παραγνωρίζει τη χρηματοοικονομική αστάθεια που προκαλεί η ίδια πολιτική στον ιδιωτικό τομέα, είτε πρόκειται για νοικοκυριά είτε για επιχειρήσεις είτε για τράπεζες. Με άλλα λόγια, η ανισορροπία στον δημόσιο και εξωτερικό τομέα έχει υποκατασταθεί από μια ανισορροπία στον ιδιωτικό. Το φαινόμενο αυτό είναι πιο έντονο σε Ελλάδα και Κύπρο, και αφορά όλους τους θεσμικούς τομείς που απαρτίζουν τον ιδιωτικό, ενώ στην Ιρλανδία και στην Πορτογαλία παρατηρούνται σημαντικές διαφοροποιήσεις ανά θεσμικό τομέα.



# 07 Συμπεράσματα

Στην παρούσα μελέτη εξετάστηκε η πορεία των οικονομιών οι οποίες εφάρμοσαν Προγράμματα Οικονομικής Προσαρμογής και χαρακτηρίζονται από μια σχετική ομοιογένεια. Βασικός σκοπός της μελέτης ήταν να εξετάσει αφενός πώς μετασχηματίστηκαν οι οικονομίες μετά την υιοθέτηση του κοινού νομίσματος, πώς επηρεάστηκαν από την παγκόσμια κρίση του 2007-2008 και κυρίως αν υπήρξε μακροοικονομικός μετασχηματισμός λόγω της εφαρμογής πολιτικών λιτότητας και αν εδραιώθηκαν συνθήκες βιώσιμης οικονομικής μεγέθυνσης.

Βασικό μεθοδολογικό εργαλείο στην πραγματοποίηση του έργου αποτέλεσε η ισορροπία χρηματοοικονομικών ισοζυγίων των θεσμικών τομέων της οικονομίας. Η συγκεκριμένη μέθοδος αναδεικνύει τη σύνδεση μεταξύ των εξελίξεων στον πραγματικό και στον χρηματοοικονομικό τομέα της οικονομίας και γι' αυτόν τον λόγο θεωρείται χρήσιμο εργαλείο στην εξέταση της βιωσιμότητας της οικονομίας. Εξετάζει δηλαδή αν μια οικονομία κινείται σε βιώσιμη τροχιά τόσο σε όρους τυπικών μακροοικονομικών μεγεθών, όπως είναι οι επενδύσεις και οι καθαρές εξαγωγές, όσο και σε χρηματοοικονομικούς όρους, όπως είναι το χρέος. Η περιοδολόγηση βάσει της οποίας διεξήχθη η εξέταση των συντελεσθέντων μακροοικονομικών μετασχηματισμών βασίστηκε στα σημαντικά γεγονότα τα οποία σημάδεψαν την υπό εξέταση περίοδο, δηλαδή στην επίσημη έναρξη λειτουργίας του κοινού νομίσματος, στην παγκόσμια οικονομική κρίση του 2007-2008 και στο τέλος της ευρωπαϊκής κρίσης χρέους το 2014.

Συνοπτικά, η υιοθέτηση του κοινού νομίσματος επέφερε σημαντικές αλλαγές στη δομή της εγχώριας ζήτησης της εκάστοτε οικονομίας, με πρωταρχική κινητήρια δύναμη αλλαγής την ευκολότερη πρόσβαση στην πίστωση, λόγω της πτώσης των επιτοκίων, και την αύξηση του ενδοκοινοτικού εμπορίου, λόγω της απελευθέρωσης στην κίνηση αγαθών. Όμως, ο μετασχηματισμός που συντελέστηκε μεταξύ πρώτης και δεύτερης περιόδου αφορούσε αποκλειστικά τις συνιστώσες της ενεργού ζήτησης και όχι τη διάρθρωση της παραγωγής. Ειδικότερα, οι ευρύτερες καταναλωτικές επιλογές

είχαν ως αποτέλεσμα τη δημιουργία ελλειμματικών εμπορικών ισοζυγίων σε όλες τις υπό εξέταση οικονομίες.

Παράλληλα, η ευκολότερη πρόσβαση στην πίστωση μέσω του χαμηλότερου επιτοκίου και της απελευθέρωσης του χρηματοπιστωτικού τομέα είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση χρέους του ιδιωτικού τομέα, κυρίως για την ανάληψη επενδυτικών πρωτοβουλιών. Ωστόσο, οι υψηλότερες επενδύσεις ήταν απότοκο της αυξημένης δραστηριότητας των νοικοκυριών στην αγορά κατοικίας και συγκεκριμένα των κατασκευών, πλην της Πορτογαλίας, παρά στη δραστηριότητα των επιχειρήσεων. Με άλλα λόγια, το ευρώ δεν κατάφερε να δώσει επενδυτική ώθηση στην πραγματική οικονομία, αλλά οδήγησε στη δημιουργία μιας φούσκας ακινήτων.

Η παγκόσμια οικονομική κρίση ανέδειξε τις ενδογενείς αδυναμίες του ευρωπαϊκού οικοδομήματος, με την πολιτική απόκριση σε αυτήν να εστιάζει στην άμβλυνση των ανισορροπιών που αφορούν τα δίδυμα ελλείμματα, δηλαδή το έλλειμμα στο δημοσιονομικό ισοζύγιο και στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Η περιοριστική πολιτική που ασκήθηκε στην Ελλάδα, στην Πορτογαλία, στην Κύπρο και στην Ιρλανδία φαινομενικά ήταν επιτυχής αφού και τα δύο ελλείμματα σχεδόν εξαλείφθηκαν σε όλες τις χώρες. Όμως, το αποτέλεσμα αυτό προήλθε από τη συμπίεση των εισοδημάτων και όχι λόγω κάποιας αναδιάρθρωσης του παραγωγικού δυναμικού.

Μετά το 2014 το εμπορικό ισοζύγιο είναι πρακτικά μηδενικό σε Ελλάδα, Πορτογαλία και Κύπρο, αφού η αδύναμη παραγωγική διάρθρωση, η οποία μεταφράζεται σε ενισχυμένες εισαγωγές ενδιάμεσων αγαθών, δεν επιτρέπει την επίτευξη εμπορικού πλεονάσματος. Η αδυναμία αυτή είναι άμεσα συνυφασμένη με την πτώση των παραγωγικών επενδύσεων, οι οποίες σε Πορτογαλία και Ελλάδα βρίσκονται σε ιστορικά χαμηλό επίπεδο. Στην Ιρλανδία η εικόνα είναι αρκετά διαφορετική. Τόσο οι επενδύσεις όσο και το εμπορικό πλεόνασμα είναι ιδιαίτερος υψηλά μετά το 2014, κυρίως λόγω της προσέλκυσης άμεσων ξένων επενδύσεων μέσω φορολογικών κινήτρων. Όμως, η εκροή των κερδών από άμεσες ξένες επενδύσεις προς το εξωτερικό αντισταθμίζει πλήρως τα οφέλη από το εμπορικό πλεόνασμα, με αποτέλεσμα να μην υπάρχουν ουσιαστικά οφέλη για την οικονομία σε όρους βιωσιμότητας.

Σε όρους ισορροπίας χρηματοοικονομικών ισοζυγίων, το σχεδόν μηδενικό ή πλεονασματικό ισοζύγιο του δημόσιου τομέα, σε συνδυασμό με ένα μηδενικό ισοζύγιο πληρωμών οδηγεί ταυτοτικά σε έλλειμμα στο ισοζύγιο του ιδιωτικού τομέα, το οποίο λειτουργεί πλήρως αποσταθεροποιητικά. Αυτή είναι η κατάσταση στην Ελλάδα και στην Κύπρο, όπου τα νοικοκυριά έχουν επωμιστεί το κύριο βάρος της δημοσιονομικής προσαρμογής έχοντας αρνητικό ισοζύγιο, ο επιχειρηματικός τομέας έχει ανεπαρκή οικονομική δραστηριότητα, τα μη ευημερούμενα δάνεια είναι ιδιαίτερος υψηλά, όπως

και η μόχλευση των τραπεζών, γεγονός που επισημαίνει μια χρηματοοικονομική αστάθεια. Παρά τους προ πανδημικής κρίσης θετικούς ρυθμούς οικονομικής μεγέθυνσης, οι οικονομίες αυτές είναι ασταθείς, αφού χαρακτηρίζονται από ανεπαρκή παραγωγική διάρθρωση και από υψηλή χρηματοοικονομική ευθραυστότητα.

Στην Ιρλανδία το ισοζύγιο του ιδιωτικού τομέα είναι αρνητικό λόγω της επενδυτικής δραστηριότητάς του. Όμως, το χρέος των επιχειρήσεων είναι αρκετά υψηλό, ώστε παραμένει αμφίβολο το κατά πόσο μπορεί να συνεχιστεί η υψηλή επένδυση σε μεσοπρόθεσμο διάστημα. Παράλληλα, το χρέος των νοικοκυριών ως προς το διαθέσιμο εισόδημά τους είναι αρκετά υψηλό παρά την προσαρμογή μετά το 2014, ενώ το ισοζύγιό τους είναι οριακά θετικό. Παράλληλα, λόγω της μεγάλης μείωσης χρέους επιχειρήσεων και νοικοκυριών, τα κέρδη του τραπεζικού συστήματος προέρχονται από πηγές πέραν των τόκων, γεγονός που τις καθιστά χρηματοοικονομικά ευάλωτες σε εκδήλωση χρηματοοικονομικής κρίσης.

Τέλος, η περίπτωση της Πορτογαλίας μοιάζει αρκετά με την περίπτωση της Ελλάδας με τη διαφορά ότι δεν υπήρξε επενδυτική έκρηξη στην αγορά ακινήτων κατά τη δεύτερη περίοδο, ενώ μεγάλη ήταν η απόκλιση μεταξύ δανεισμού των επιχειρήσεων και της επενδυτικής τους δραστηριότητας. Την τρίτη περίοδο, με την εφαρμογή των Προγραμμάτων Οικονομικής Προσαρμογής παρατηρείται κάμψη των επενδύσεων και ταυτόχρονα σημαντική πτώση των αποταμιεύσεων των νοικοκυριών. Μετά το 2014 υπάρχει μια μικρή αύξηση των επενδύσεων, κυρίως μη παραγωγικών και μικρού όγκου, σε σχέση με τις χρηματοοικονομικές τους δυνατότητες. Το χρέος των νοικοκυριών είναι ιδιαίτερα υψηλό, ενώ, πάρα τον συγκριτικά περιορισμένο όγκο των μη εξυπηρετούμενων δανείων, η έκθεση του τραπεζικού συστήματος στο υψηλό χρέος είναι μεγάλη. Ταυτόχρονα, η διαδικασία απομόχλευσης οδηγεί τις τράπεζες σε αναζήτηση κερδών εκτός του παραδοσιακού δανεισμού.

Εν κατακλείδι, η εφαρμογή των Προγραμμάτων Οικονομικής Προσαρμογής απέτυχε να εδραιώσει συνθήκες βιώσιμης οικονομικής μεγέθυνσης οι οποίες να καλύπτουν όλο το φάσμα της οικονομίας, αφού δεν προκάλεσε τους απαραίτητους μακροοικονομικούς μετασχηματισμούς. Οι παραγωγικές επενδύσεις είναι αμελητέες, ενώ η εφαρμογή πανομοιότυπων πολιτικών που δεν έλαβαν υπόψη τις θεσμικές διαφοροποιήσεις των κρατών-μελών είχε μη αναμενόμενα αποτελέσματα, όπως αυτά αντανakλώνται στη χρηματοοικονομική πλευρά της οικονομίας. Ωστόσο, όπως φαίνεται και από τη διαφορά μεταξύ Ελλάδας και Πορτογαλίας, ακόμα και η ένταση της εφαρμογής των πολιτικών αυτών είχε διαφοροποιημένα αποτελέσματα.

Σε σχέση με τις συνθήκες και τις πολιτικές συζητήσεις που επικρατούν κατά τη διάρκεια της πανδημικής κρίσης, η ενίσχυση του παραγωγικού τομέα μέσα από κοινο-

τικές μεταβιβάσεις, εγγυημένες είτε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή είτε από την ΕΚΤ και στοχευμένες στην παραγωγική αναδιάρθρωση και την ενίσχυση της ποιοτικής απασχόλησης, αποτελούν την ενδεδειγμένη λύση ούτως ώστε να εδραιωθούν βιώσιμες συνθήκες οικονομικής μεγέθυνσης. Η ενίσχυση με τη μορφή χρέους και με δεδομένο το θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας της Ευρωζώνης, αναμένεται να αποσταθεροποιήσει την ήδη εύθραυστη χρηματοοικονομική πλευρά των οικονομιών.

# Βιβλιογραφία

- Abel, A.B. (1990). "Asset prices under habit formation and catching up with the Joneses", Working Paper 3279, National Bureau of Economic Research, Massachusetts.
- Afonso, A., Zartaloudis, S. and Papadopoulos, Y. (2015). "How party linkages shape austerity politics: Clientelism and fiscal adjustment in Greece and Portugal during the eurozone crisis", *Journal of European Public Policy*, 22 (3), pp. 315-334.
- Alcidi, C., Belke, A., Giovannini, A. and Gros, D. (2016). "Macroeconomic adjustment programmes in the euro area: An overall assessment", *International Economics and Economic Policy*, 13 (3), pp. 345-358.
- Alesina, A., Blanchard, O.J., Gali, J., Giavazzi, F. and Uhlig, H. (2001). *Defining a Macroeconomic Framework for the Euro Area, Vol. 3*, London: Centre for Economic Policy Research.
- Altig, D., Christiano, L.J., Eichenbaum, M. and Linde, J. (2011). "Firm-specific capital, nominal rigidities and the business cycle", *Review of Economic Dynamics*, 14 (2), pp. 225-247.
- Amaral, J.F.D. and Lopes, J.C. (2017). "Forecasting errors by the Troika in the economic adjustment programme for Portugal", *Cambridge Journal of Economics*, 41 (4), pp. 1021-1041.
- Arestis, P. (2009). "The new consensus in macroeconomics: A critical appraisal", in Fontana, G. and Setterfield, M. (eds), *Macroeconomic Theory and Macroeconomic Pedagogy*, London: Palgrave Macmillan.
- Argitis, G. (2013). "The illusions of the new consensus in macroeconomics: A Minski-an analysis", *Journal of Post Keynesian Economics*, 35 (3), pp. 483-505.



- Ball, L. and Romer, D. (1990). "Real rigidities and the non-neutrality of money", *The Review of Economic Studies*, 57 (2), pp. 183-203.
- Bezemer, D.J. (2010). "Understanding financial crisis through accounting models", *Accounting, Organizations and Society*, 35 (7), pp. 676-688.
- Bezemer, D. and Muysken, J. (2015). "Financialization and the financial and economic crises: The case of The Netherlands", Working Paper 33, FESSUD Studies in Financial Systems.
- Blanchard, O.J. (2007). "Adjustment within the euro: The difficult case of Portugal", *Portuguese Economic Journal*, 6 (1), pp. 1-21.
- Blanchard, O.J. (2009). "The crisis: Basic mechanisms, and appropriate policies", Working Paper 09/01, MIT Department of Economics, Massachusetts.
- Blanchard, O.J. and Leigh, D. (2013). "Growth forecast errors and fiscal multipliers", *American Economic Review*, 103 (3), pp. 117-20.
- Braun, B. and Deeg, R. (2019). "Strong firms, weak banks: The financial consequences of Germany's export-led growth model", *German Politics*, 29 (1), pp. 1-24.
- Brecht, M., Tober, S., Truger, A. and Van Treeck, T. (2012). "Squaring the circle in Euro Land? Some remarks on the Stability Programmes 2010-2013", in Papadimitriou, D.B. and Zezza, G. (eds.), *Contributions to Stock-Flow Modeling: Essays in Honor of Wynne Godley*, Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Carlin, W. and Soskice, D. (2005). *Macroeconomics: Imperfections, Institutions, and Policies*, Oxford: Oxford University Press.
- Carroll, C.D. (2001). "Death to the log-linearized consumption Euler equation! (And very poor health to the second-order approximation)", *The BE Journal of Macroeconomics*, 1 (1).
- Casadio, P. and Paradiso, A. (2009). "A financial sector balance approach and the cyclical dynamics of the US economy", Working Paper 576, Levy Economics Institute, Annandale-on-Hudson.
- Caverzasi, E. and Godin, A. (2014). "Post-Keynesian stock-flow-consistent modeling: A survey", *Cambridge Journal of Economics*, 39 (1), pp. 157-187.
- Christophers, B. (2015). "The limits to financialization", *Dialogues in Human Geography*, 5 (2), pp. 183-200.
- De Grauwe, P. and Ji, Y. (2014). "How much fiscal discipline in a monetary union?" *Journal of Macroeconomics*, 39, pp. 348-360.

- Deutsche Bundesbank (2017). “How money is created”, Monthly Report, April 2017, Deutsche Bundesbank, Frankfurt.
- Dodig, N., Hein, E. and Detzer, D. (2016). “Financialisation and the financial and economic crises: Theoretical framework and empirical analysis for 15 countries”, in Hein, E., Detzer, D. and Dodig, N. (eds), *Financialisation and the Financial and Economic Crises: Country studies*, Cheltenham-Northampton: Edward Elgar.
- ECB (2012). “A fiscal compact for a stronger economic and monetary Union”, *ECB Monthly Bulletin* (May), Frankfurt: European Central Bank.
- Epstein, G.A. (2005). *Financialization and the World Economy*, Northampton: Edward Elgar.
- Esping-Andersen, G. and Regini, M. (2000). “Introduction”, in Esping-Andersen, G. and Regini, M. (eds), *Why Deregulate Labour Markets?*, Oxford: Oxford University Press.
- European Commission (2010). “The economic adjustment programme for Greece”, Occasional Papers 61, Brussels: Economic and Financial Affairs European Commission.
- European Commission (2011a). “The economic adjustment programme for Portugal”, Occasional Papers 79, Brussels: Economic and Financial Affairs European Commission.
- European Commission (2011b). “The economic adjustment programme for Ireland”, Occasional Papers 76, Brussels: Economic and Financial Affairs European Commission.
- European Commission (2012). “The economic adjustment programme for Greece”, Occasional Papers 94, Brussels: Economic and Financial Affairs European Commission.
- European Commission (2013). “The economic adjustment programme for Cyprus”, Occasional Papers 149, Brussels: Economic and Financial Affairs European Commission.
- European Commission (2015). *Memorandum of Understanding Between the European Commission, Acting on Behalf of the European Stability Mechanism and the Hellenic Republic and the Bank of Greece*, Brussels.
- European Commission (2016). “The macroeconomic imbalance procedure. Rationale, process, application: A compendium”, Institutional Paper 39, Brussels: Economic and Financial Affairs, European Commission.

- Featherstone, K. (2011). "The JCMS annual lecture: The Greek sovereign debt crisis and EMU: A failing state in a skewed regime", *JCMS: Journal of Common Market Studies*, 49 (2), pp. 193-217.
- Felke, R. and Eide, S. (2014). "Export-driven adjustment in Portugal", *Intereconomics*, 49 (3), pp. 170-178.
- Fuhrer, J.C. (2000). "Habit formation in consumption and its implications for monetary-policy models", *American Economic Review*, 90 (3), pp. 367-390.
- Ganelli, G. (2003). "Useful government spending, direct crowding-out and fiscal policy interdependence", *Journal of International Money and Finance*, 22 (1), pp. 87-103.
- Godley, W. (1996). "Money, finance and national income determination: An integrated approach", Working Paper 167, The Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson.
- Godley, W. (1998). "Money and credit in a Keynesian model of income determination", Working Paper 242, The Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson.
- Godley, W. (1999). "Seven unsustainable processes", Special Report, The Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson.
- Godley, W. and Izurieta, A. (2001). "The developing US recession and guidelines for policy", Strategic Analysis, The Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson.
- Godley, W. and Lavoie, M. (2007). *Monetary Economics: An Integrated Approach to Credit, Money, Income, Production and Wealth*, Hampshire: Palgrave Macmillan.
- Godley, W., Papadimitriou, D.B., Hannsgen, G. and Zezza, G. (2007). "The US economy: Is there a way out of the woods?", Strategic Analysis, The Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson.
- Hatzius, J. (2003). "The private sector deficit meets the GSFCl: A financial balances model of the U.S. economy", Global Economics Paper 98, Goldman Sachs, New York.
- Helpman, E., and Itskhoki, O. (2010). "Labour market rigidities, trade and unemployment", *The Review of Economic Studies*, 77 (3), pp. 1100-1137.
- IMF (2019). *World Economic Outlook, October 2019. Global Manufacturing Downturn, Rising Trade Barriers*, Washington: International Monetary Fund.

- IMF (2020). *Fiscal Monitor: Policies to Support People during the COVID-19 Pandemic*, Washington: International Monetary Fund.
- Jaffee, D. and Stiglitz, J. (1990). "Credit rationing", *Handbook of Monetary Economics*, 2, pp. 837-888.
- Kinsella, S. (2012). "Is Ireland really the role model for austerity?", *Cambridge Journal of Economics*, 36 (1), pp. 223-235.
- Kinsella, S. and Aliti, G.T.T. (2013). "Modeling moments of crisis: The case of Ireland", *Journal of Economic Issues*, 47 (2), pp. 561-566.
- Koo, R. (2011). "The world in balance sheet recession: Causes, cure, and politics", *Real-World Economics Review*, 58 (12), pp. 19-37.
- Koratzanis, N. and Pierros, C. (2017). "Assessing the impact of austerity in the Greek economy: A sectoral financial balances approach", *Real-World Economics Review*, 82, pp. 122-142.
- Korinek, A. (2017). "Thoughts on DSGE macroeconomics: Matching the moment, but missing the point?", <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3022009> (accessed: 3/9/2020).
- Kriesler, P. and Lavoie, M. (2007). "The new consensus on monetary policy and its post-Keynesian critique", *Review of Political Economy*, 19 (3), pp. 387-404.
- Krippner, G. (2005). "The financialization of the american economy", *Socioeconomic Review*, 3(2), pp. 173-208.
- Kryvtsov, O. and Midrigan, V. (2013). "Inventories, markups, and real rigidities in menu cost models", *Review of Economic Studies*, 80 (1), pp. 249-276.
- Lavoie, M. and Stockhammer, E. (2012). *Wage-led growth: Concept, theories and policies*, Geneva: International Labour Office.
- Lis, P. (2015). "Relationships between the finance system and housing markets", Working Paper 99, FESSUD Studies in Financial Systems.
- Mankiw, N.G. (1985). "Small menu costs and large business cycles: A macroeconomic model of monopoly", *The Quarterly Journal of Economics*, 100 (2), pp. 529-537.
- McLeay, M., Radia, A. and Ryland, T. (2014). "Money creation in the modern economy", Quarterly Bulletin 2014 Q1, Bank of England, London.
- Minsky, H.P. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill.
- Minsky, H.P. (1992). "The financial instability hypothesis", Working Paper 74, The Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson.

- Moore, B.J. (1988). “The endogenous money supply”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 10 (3), pp. 372-385.
- Muller, T., Schulten, T. and Zuckerstatter, S. (2015). *Wage Bargaining under the New European Economic Governance – Alternative Strategies for Inclusive Growth*, Brussels: European Trade Union Institute.
- Myant, M., Theodoropoulou, S. and Piasna, A. (2016). “Introduction”, in Myant, M., Theodoropoulou, S. and Piasna, A. (eds), *Unemployment, Internal Devaluation and Labour Market Deregulation in Europe*, Brussels: European Trade Union Institute.
- Nikiforos, M., Carvalho, L. and Schoder, C. (2015). “‘Twin deficits’ in Greece: In search of causality”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 38(2), pp. 302-330.
- Nikiforos, M. and Zezza, G. (2017). “Stock-flow consistent macroeconomic models: A survey”, *Journal of Economic Surveys*, 31 (5), pp. 1204-1239.
- Papadimitriou, D.B., Zezza, G. and Nikiforos, M. (2013). “A Levy Institute model for Greece”, Technical Paper, The Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson.
- Pierros, C. (2020a). “Income distribution, structural competitiveness and financial fragility of the Greek economy”, *International Review of Applied Economics*, 34 (1), pp. 50-74.
- Pierros, C. (2020b). “Insolvency dynamics of the Greek private sector during the era of austerity: an empirical assessment”, *Journal of Post Keynesian Economics*, <https://doi.org/10.1080/01603477.2020.1734466>.
- Reis, R. (2015). “Looking for a success in the euro crisis adjustment programs: The case of Portugal”, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2015 (2), pp. 433-458.
- Romer, P. (2016). “The trouble with macroeconomics”, *The American Economist*, 20, pp. 1-20.
- Semieniuk, G., Truger, A. and van Treeck, T. (2011). “Reducing economic imbalances in the Euro Area: Some remarks on the current Stability Programs, 2011-14”, Working Paper 694, The Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson.
- Stockhammer, E. (2004). “Financialization and the slowdown of accumulation”, *Cambridge Journal of Economics*, 28 (5), pp. 719-741.
- Uxó, J., Paúl, J. and Febrero, E. (2014). “Internal devaluation in the European periphery: The story of a failure”, Documentos de Trabajo DAEF, 2, University of Castilla – La Mancha, Castilla.

- Van der Zwan, N. (2014). “Making sense of financialization”, *Socio-Economic Review*, 12 (1), pp. 99-129.
- Van Treeck, T. (2009). “A synthetic, stock-flow consistent macroeconomic model of ‘Financialization’”, *Cambridge Journal of Economics*, 33 (3), pp. 467-493.
- Wells, P. (1987). “Keynes’s employment function and the marginal productivity of labor”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 9 (4), pp. 507-515.
- Wray, L.R. (2012). *Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*, London: Palgrave MacMillan.
- Wray, R.L. and Liu, X. (2014). “Options for China in a dollar standard world: A sovereign currency approach”, Working Paper 783, The Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson.
- Zeza, G. (2009). “Fiscal policy and the economics of financial balances”, Working Paper 569, The Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson.
- Zeza, G. and Zeza, F. (2019). “On the design of empirical stock-flow consistent models”, *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, 16 (1), pp. 134-158.
- Αργείτης, Γ. (2012). *Χρεοκοπία και οικονομική κρίση. Αποτυχία και κατάρρευση του ελληνικού μοντέλου καπιταλισμού*, Αθήνα: Αλεξάνδρεια.
- Αργείτης, Γ., Κορατζάνης, Ν., Παϊταρίδης, Δ., Πασσάς, Κ. και Πιέρρος, Χ. (2018). *Η (υτα)πάτη των Προγραμμάτων Οικονομικής Προσαρμογής της Ελλάδας*, Αθήνα: Παπαζήσης.
- Κορατζάνης, Ν. (2015). *Η «πρόταση των πέντε προέδρων» της ΕΕ: Απάντηση στην κρίση ή διαιώνιση της αστάθειας;*, Κείμενο Πολιτικής 11, Παρατηρητήριο Οικονομικών και Κοινωνικών Εξελίξεων, Ινστιτούτο Εργασίας ΓΣΕΕ, Αθήνα.
- Τσακλόγλου, Π., Οικονομίδης, Γ., Παγουλάτος, Γ., Τριαντόπουλος, Χ. και Φιλιππόπουλος, Α. (2016). *Ένα νέο αναπτυξιακό πρότυπο για την ελληνική οικονομία και η μετάβαση σε αυτό*, Αθήνα: Διανέοσις.











Ευρωπαϊκή Ένωση  
Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο

Επιχειρησιακό Πρόγραμμα  
Ανάπτυξη Ανθρώπινου Δυναμικού,  
Εκπαίδευση και Διά Βίου Μάθηση  
Ειδική Υπηρεσία Διαχείρισης

Με τη συγχρηματοδότηση της Ελλάδας και της Ευρωπαϊκής Ένωσης



ανάπτυξη - εργασία - αλληλεγγύη

ISBN: 978-618-5483-25-8